



**SERMAYE PİYASASI KURULU
ORTAKLIKLAR FİNANSMANI DAİRESİ**

**ORTAKLIĞA DAYALI KİTLESEL FONLAMANIN
ÜLKEMİZ SERMAYE PİYASASINA ENTEGRASYONUNA İLİŞKİN
ÖNERİLER VE KOBİ'LERİN FİNANSMANINDAKİ ROLÜ**

Yeterlik Etüdü

**Selim CAN
Uzman Yardımcısı**

**Ankara
2017**

YÖNETİCİ ÖZETİ

Günümüz bilişim çağında bilgi ve iletişim kaynaklarının toplumu, siyaseti, ekonomiyi, bilimi ve hatta sanatı yeniden şekillendirdiği su götürmez bir gerçek. Özellikle internet ve sosyal medya kullanımının herkes için üst düzey erişebilirlik olanaklarını da beraberinde getirdiği düşünüldüğünde, ilişkilerin coğrafi sınırlardan bağımsız ve gün geçtikçe ağ temelli bir yapıya büründüğünü söylemek elbette yanlış olmaz. Hiç şüphesiz bu ağlar bireysel, siyasi, kültürel ve akla gelebilecek her türlü ilişki kaynağından doğabileceği gibi finansal ilişkiler de sözü edilen ağ toplumunun yüksek değerli bir besin kaynağı olarak gösterilebilir.

Nasıl ki geçtiğimiz yıllarda sermaye piyasası, bankacılık ve borsacılık faaliyetleri fiziki ortamlardan arındırılarak internet tabanlı bir düzene kavuşturuldu ise, günümüzde yenilikçi fikirlerin hayata geçirilebilmesi için olmazsa olmaz özel sermaye, risk sermayesi ve melek yatırımlarının sosyal medya temelli çevrimiçi ağlara evrildiği bir yapıdan bahsetmek mümkün. Özellikle 2008 küresel finansal krizle birlikte ülkemizin de aralarında bulunduğu gelişmekte olan ülkeler başta olmak üzere dünya genelinde girişimcilerin finansmana erişimde yaşamış oldukları sıkıntılar, KOBİ ve başlangıç evresindeki işletmeler tarafından aşılması gereken; ancak, çoğu zaman aşılamayan büyük bir engel olarak gündeme gelmektedir. Yukarıdan bakıldığında bu engellerin teknolojik gelişmişlikten istihdam seviyesine, ekonomik büyümeden toplumsal refaha, girişimcilik düzeyinden finansal okuryazarlığa kadar geniş spektrumda yansımaları olabilmektedir.

Tam da bu noktada kitlesel fonlama, yenilikçi fikirlerin hayata geçirilebilmesi için ihtiyaç duyulan finansman kaynağına erişimin sağlanmasında internet kullanımını ve kitlelerin bilgeliğini ön plana çıkaran ağ temelli alternatif bir finansman yöntemi olarak gündemde hiç de azımsanmayacak bir yer işgal edebilmeyi başarmıştır. Basitçe kitlesel fonlama, belirli bir amaç için ihtiyaç duyulan finansmanın internet tabanlı platformlar aracılığıyla geniş bir kitleden elde edilen ufak meblağlar ile sağlanmasını ifade eden bir üst tanım olarak kullanılmaktadır. Dolayısıyla sistem, fon arzıyla talebini internet kanalıyla bir araya getirme vazifesini görmektedir.

Her ne kadar fon arz ve talebini bir araya getirmek fikri yeni bir şey olmasa da, yenilikçi olan unsur kitlesel fonlamanın bu işi yaparken teknolojinin sunduğu imkanlardan üst düzeyde yararlanması ve böylelikle geniş kitlelere hitap edebilmesi sayesinde maliyet-etkin, verimli ve etkili bir mekanizma yaratabilmesinden ileri gelmektedir. Bunun doğal bir sonucu olarak kitlesel fonlama, finansal hizmetlerin internet kullanımıyla harmanlanarak perakende ve demokratik bir yapıya kavuşturulmasında ve son derece yenilikçi ve dinamik bir zemine taşınmasında önemli bir rol üstlenmiştir.

Diğer taraftan, son dönemde yenilikçi ve inovatif girişimlerin başarı öyküleri sıklıkla adından söz ettirmektedir. Bu durum, söz konusu girişimlerin yaratmış

oldukları katma değerin tabana yayılarak toplumsal refahın artırılmasının sağlanması konusunu gündeme getirmiştir. Dolayısıyla, yüksek potansiyel taşıyan yenilikçi ve Ar-Ge odaklı girişimlerin finansmana kavuşturulması sermaye piyasası uygulamalarının da dikkatinden kaçmamıştır. Sonuç olarak, bu ihtiyaca cevap vermek üzere bir kez daha kitlesel fonlama yeni bir form ile karşımıza çıkmaktadır. Kitlesel fonlamanın ortaklığa dayalı bu modelinde yatırımcı kitlenin girişimlere veya en azından girişimlerin gelirlerine ortak olunmasının önü açılmıştır.

Sektörün son yıllarda gerçekleştirmiş olduğu sıçrama sayesinde dünya genelinde kitlesel fonlamaya ilişkin yasal altyapının oluşturulması çalışmalarına da ağırlık verilmiştir. Yapılan düzenlemelerde esas itibarıyla sistemin barındırdığı risklerin minimum düzeyde tutulabilmesine, eşit rekabet koşulları altında etkin, verimli ve sağlıklı bir model kurgulanabilmesine ve tüm bunlar sayesinde mikro ve makro düzeydeki faydalarının ön plana çıkarılmasına odaklanılmıştır. Zira sistemin iyi niyetli ve çoğu zaman tecrübesiz bireylerden oluşan bir kitle unsurunu ve benzer özellik gösteren bir girişimci grubunu merkezine aldığı dikkate alındığında, olası risklerinin de faydalarına benzer şekilde mikro ve makro ölçekli yansımaları olacağı açıktır.

Bu çalışmada, uluslararası literatür çerçevesinde kitlesel fonlama, kitlesel fonlamanın tarihsel gelişimi ve uygulama modelleri hakkında genel bir bilgi paylaşımının ardından sistemin sermaye piyasası ile olan ilişkisinin kesişim noktalarına temas edilerek ortaklığa dayalı kitlesel fonlama modelinin detaylarına inilecektir. İlerleyen bölümlerde, çalışmanın amacı doğrultusunda, sistemin KOBİ'lerin finansmanındaki rolü ve ülkemiz ekonomisinde KOBİ'lerin rolü bağlamında ülkemizde kitlesel fonlamaya sağlıklı bir işleyiş kazandırılmasının önemine vurgu yapılacaktır. Son olarak, gerek uluslararası uygulamalar gerekse ülkemiz gerçekleri dikkate alınmak suretiyle ortaklığa dayalı kitlesel fonlama modelinin ülkemiz sermaye piyasası mevzuatına entegrasyonuna ilişkin öneri ve değerlendirmelere yer verilecektir.

Sonuç olarak, bilişim çağının sunduğu erişim olanaklarıyla birlikte artık internet kullanıcılarının hem tüketici hem de üretici; hem hizmet alan hem de hizmet sunan olarak konumlandırılacakları çift yönlü işleyişe sahip bir “e-sektör” oluşmuş vaziyette. Bu çalışmada, geçtiğimiz yıllarda e-alışveriş ve e-ticaret gibi alanlarda başarıyla uygulanagelen bu sektörün yeni bir hizmet modelinden bahsedeceğiz: e-YATIRIM!

İÇİNDEKİLER

YÖNETİCİ ÖZETİ	i
İÇİNDEKİLER	iii
KISALTMA VE TANIMLAR CETVELİ	iv
TABLO, GRAFİK VE ŞEKİLLER CETVELİ	v
I. GİRİŞ	1
II. KİTLESEL FONLAMA HAKKINDA TEMEL BİLGİLER	3
A) Tanımı, İşleyişi ve Genel Özellikleri	3
B) Kısa Tarihçesi ve Gelişiminde Rol Oynayan Etkenler	8
C) Kitlesel Fonlama Modelleri	11
1) Bağışa Dayalı Kitlesel Fonlama	14
2) Ödüle Dayalı Kitlesel Fonlama	15
3) Borçlanmaya Dayalı Kitlesel Fonlama	18
4) Ortaklığa Dayalı Kitlesel Fonlama	23
D) Sayılarla Kitlesel Fonlama	25
III. ORTAKLIĞA DAYALI KİTLESEL FONLAMA HAKKINDA BİLGİLER	29
A) İşleyiş Mekanizması	29
B) Faydaları	32
C) Riskleri	33
D) Trendler	36
IV. YURT DIŞI UYGULAMALAR VE MEVZUAT ALTYAPISI	38
A) Amerika Birleşik Devletleri	40
B) Birleşik Krallık	40
C) Avrupa Birliği	41
V. KİTLESEL FONLAMANNIN ÜLKEMİZE ENTEGRASYONU	42
A) Düzenleme Gerekliğinin Çıkış Noktası ve KOBİ'lerin Finansmanındaki Rolü	42
B) Ülkemizdeki Konumu ve Mevzuat Karşısındaki Durumu Hakkında Bilgiler	45
C) Ülkemiz Uygulamasına İlişkin Öneriler	48
1) İhraç ve tutar sınırlamaları	49
2) Aracılığa ilişkin düzenlemeler	50
3) Girişime ilişkin düzenlemeler	52
4) Vergisel düzenlemeler	55
VI. SONUÇ	56
KAYNAKÇA	59
EK DİZİNİ	63

KISALTMA VE TANIMLAR CETVELİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
Ar-Ge	: Araştırma-Geliştirme
B2B Lending	: İşletmeler Arası Borçlanma
Destekçiler	: Kitlese fonlama yoluyla girişimcilere fon sağlayan kişiler
EUR	: Avrupa Birliği Ortak Para Birimi
FCA	: Birleşik Krallığın finansal piyasalardan sorumlu otoritesi
GBP	: İngiliz Sterlini
Girişimci/Girişim	: Kitlese fonlama yoluyla fon toplayan gerçek/tüzel kişi
IOSCO	: Uluslararası Menkul Kıymet Komisyonları Örgütü
Kampanya	: Kitlese fonlama yoluyla fon toplanabilmesi için platform üzerinden başlatılan talep toplama süreci
Kitlese Fonlama Platformu veya Platform	: Girişimci ile destekçileri bir araya getiren çift taraflı işleyişe sahip sosyal medya esaslı internet sitesi
KOBİ	: Küçük ve orta ölçekli işletme
KOSGEB	: T.C. Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı
Kurul	: Sermaye Piyasası Kurulu
P2B Lending	: Bireyler ve İşletmeler Arası Borçlanma
P2P Lending	: Bireyler Arası Borçlanma
SEC	: ABD Menkul Kıymetler ve Borsalar Komisyonu
SPKn	: 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
TBMM	: Türkiye Büyük Millet Meclisi
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
USD	: ABD Doları

TABLO, GRAFİK VE ŞEKİLLER CETVELİ

Şekil 1 - Basitleştirilmiş Kitlese Fonlana Süreci	7
Şekil 2 - Kitlese Fonlamanın Temel Unsurları	8
Şekil 3 - Ana Kategoriler Bazında Kitlese Fonlana Modelleri	12
Şekil 4 - Tür Bazında Kitlese Fonlana Modellerinin Temel Unsurları	14
Grafik 1 - Amerika Kıtasında Gerçekleşen Kitlese Fonlana İşlem Hacmi (2013-2015)	26
Grafik 2 - Avrupa Kıtasında (Birleşik Krallık Hariç) Gerçekleşen Kitlese Fonlana İşlem Hacmi (2013-2015)	27
Grafik 3 - Birleşik Krallık'ta Gerçekleşen Kitlese Fonlana İşlem Hacmi (2013-2015)	27
Grafik 4 - Çin'de Gerçekleşen Kitlese Fonlana İşlem Hacmi (2013-2015)	28
Tablo 1 - Kitlese Fonlamaya Özgü Düzenleme Yapan Ülkeler	39

I. GİRİŞ

Bir fikir veya projenin hayata geçirilebilmesi, bunun için gerekli olan kaynaklara erişilebildiği ölçüde mümkündür. Dolayısıyla, bir proje sahibi için her şeyden önce ihtiyaç duyulan kaynakların net bir şekilde tespit ve temin edilmesi son derece önem arz etmektedir. Sahip olunan finansal kaynakların, gerekli diğer kaynakları elde etme imkanını da beraberinde getirdiği günümüz ekonomilerinde, bir fikir veya projeye hayat verilebilmesinde ihtiyaç duyulan kaynakların başında finansman kaynakları gelmektedir. Bu bağlamda, girişimciler için başlangıç veya gelişme aşamasındaki işletmelerinin sektörde tutunmalarını ve büyümelerini sağlayacak kaynakları yaratmak en önemli gündem maddelerinin başında gelmektedir.

Genellikle girişimciler, erken aşama girişimlerini kendi birikimleri, aile veya arkadaş çevrelerinden sağlamış oldukları borçlar, yüksek maliyetli banka kredileri veya melek yatırımcılar aracılığıyla finanse etmektedir (Parker, 2009). Dolayısıyla, başarılı bir finansman stratejisi genellikle küçük bir katılımcı grubuyla ve çoğu zaman kişisel ilişkiler seviyesindeki bağlantılar üzerine kuruludur. Aynı zamanda bu durum, erken aşama girişimlerin ihtiyaç duydukları kaynağı sermaye piyasalarının sunmuş olduğu finansman yöntemlerini kullanarak temin edememelerinin de doğal bir sonucudur.

Üstelik bankacılık başta olmak üzere geleneksel finansman sistemi, doğası gereği yeterli maddi kaynaklara sahip, fon temini için gereken teminatı gösterebilen ve geri ödeme kabiliyeti veya potansiyeli taşıyan girişimcilere fon sağlama eğilimi taşımaktadır. Dolayısıyla, başta başlangıç ve gelişme evresindeki işletmelerin ihtiyaç duydukları sermayenin temininde banka kredisi ve risk sermayesi gibi kurumsal finansman kaynaklarına erişmekte çeşitli zorluklar yaşanmaktadır (Cosh, Cumming, & Hughes, 2009).

Diğer yandan, KOBİ'ler veya mikro ölçekli işletmeler için bir nevi can suyu teşkil eden melek yatırımcılar dahi girişimcilerin fon ihtiyacını tam anlamıyla karşılayacak potansiyeli gösterememektedir. Nitekim gerek melek yatırımcılar gerekse risk sermayesi şirketleri yalnızca sınırlı sayıdaki belirli bir girişimci grubuna katkı sağlamaktadır (Ordanini, Meceli, Pizzeti, & Parasuraman, 2011). Bu nedenle, mevcut finansman olanaklarına alternatif teşkil edebilecek yenilikçi modeller girişimci ve girişimci adaylarının ilgi ve takip alanını oluşturmaktadır.

Basit olarak kitlesel fonlama, belirli bir fikrin hayata geçirilebilmesi adına ihtiyaç duyulan fonun temininde internet kullanımını ve kolektif zekayı¹ ön plana çıkaran görece yeni ve gelişmekte olan bir finansman yöntemidir. Bu özelliğiyle kitlesel fonlama, girişimcilerin ve başlangıç veya gelişme aşamasındaki küçük ölçekli

¹ “Kolektif Zeka” (the Wisdom of Crowds), bir grup bireyin ortaya çıkardığı ana akım görüşün, konuyla ilgili uzman bir kişinin sahip olduğu görüşten daha akıllıca ve tutarlı olduğu anlamına gelen sosyolojik bir olgudur. Literatürde “Kitlelerin Bilgeliği” olarak da kullanılmaktadır.

şirketlerin projelerini gerçekleştirebilmeleri için gerekli fonun temini amacıyla internet üzerinden genele yönelik bir çağrı yapmaları ve ilgi duyan destekçilerin de projeye sağlamış oldukları fonlar karşılığında finansal veya finansal olmayan bir getiri elde etmeleri esasına dayanmaktadır.

Söz konusu finansman ihtiyacına yönelik olarak, çıkış noktası itibarıyla çeşitli sosyal sorumluluk projelerinin desteklenmesi veya belirli bir amaca hizmet eden projelerin gerçekleştirilebilmesi adına benzer güdülerle hareket eden bireylerden oluşan topluluğun gönüllülük esasına göre projelere fon sağlamaları usulüne dayalı olarak dizayn edilen kitlesel fonlama, alternatif bir kaynak geliştirme modeli olarak uygulama alanı bulmuştur. Kitlesel fonlamaya olan ilgi, teknolojik gelişim, internet kullanımının yaygınlaşması ve yetersiz fonlama kaynakları nedeniyle alternatif yöntemlere olan arayışların öncülüğünde hız kazanmıştır (Dünya Bankası, 2013).

Özellikle 2008 küresel finansal krizin ardından bankalara ve genel kabul görmüş finansal araçlara -diğer bir ifadeyle geleneksel finansman yöntemlerine- duyulan güvenin azalmasıyla birlikte yenilikçi eğilimlere ve girişimlerin desteklenmesine yönelik yeni finansman modellerine daha fazla ihtiyaç duyulmaya başlanmıştır (Jenik, Lyman, & Nava, 2017). Bu amaçla kitlesel fonlama, kriz sonrası dönemde doğrudan fon talep edenler ile fon sağlayıcılarını buluşturan bir yapıya kavuşturularak alternatif finansman yöntemleri içerisindeki etkinliğini artırmıştır. Ayrıca, son yıllarda dünya genelinde sosyal medya başta olmak üzere kullanıcı merkezli interaktif internet kullanımının hızla artarak yaygınlaşmasıyla birlikte bilgiye erişim de daha hızlı ve daha az zahmetli bir altyapıya kavuşturulmuş; böylelikle erişebilirlik önündeki engellerin de azaltılmasıyla birlikte kitlesel fonlamanın bir finansman yöntemi olarak kullanılması mümkün hale gelmiştir.

Günümüzde kitlesel fonlama, destekleyicilerin sunmuş oldukları fonun amacı ve niteliği özelinde ağırlıklı olarak bağışa, ödüle, borçlanmaya ve ortaklığa dayalı olacak şekilde dört ana amaç için kullanılmaktadır (Kirby & Worner, 2014). Dolayısıyla kitlesel fonlama modeli, hem geleneksel finansal enstrümanlara yatırımın dışında finansal getiri elde etme dürtüsüyle hareket eden yatırımcılar hem de projelere çeşitli saiklerle katılım sağlayan diğer kullanıcılar için cazip bir yapıya kavuşturulmuştur. Diğer taraftan, girişimciler veya başlangıç evresindeki mikro ölçekli işletmeler içinse gerek ürün ve hizmetlerin internet ortamında ön tanıtımının ve hatta ön satışının yapılabilmesine gerekse günümüz küresel rekabet ortamında daha kolay ve kısa sürelerde girişim sermayesi desteği bulunabilmesine olanak tanımaktadır.

Kullanım alanlarının çeşitlendirilmesiyle birlikte, son yıllarda özellikle gelişmiş ülkelerde kitlesel fonlama yoluna başvuran girişimcilerin ve buna bağlı olarak kitlesel fonlama projelerinin görücüye çıkarıldığı pazar yerleri olarak tabir edilebilen kitlesel fonlama platformlarının sayılarının hızlı bir şekilde artış gösterdiği göz ardı edilemeyecek bir gerçektir. Nitekim Dünya Bankası (2013), kitlesel fonlamanın

gelişen ülkelerde girişimciliğin yayılması ve fikirlerin hayata geçmesindeki önemine vurgu yapmaktadır. KOBİ'lerin ve mikro ölçekli işletmelerin çekirdek aşama sermaye ihtiyacının karşılanmasındaki rolü kitlesel fonlamayı sürdürülebilir inovasyon, ekonomik büyüme, küresel rekabet ve yeni istihdam alanlarının yaratılmasında da etkili bir araç kılmaktadır.

Elbette kitlesel fonlama pek çok faydasının yanı sıra riskleriyle de birlikte değerlendirilmeyi gerektirmektedir. Sistemin deneyimsiz girişimci ve yatırımcılara hitap eden yönü dolayısıyla hem yatırımcılara hem de girişimcilere yönelik çeşitli riskler mevcuttur. Söz konusu potansiyel faydalarının yanı sıra içerdiği riskler nedeniyle kitlesel fonlama, son dönemde finansal otoriteler tarafından odak noktası haline gelmiştir. Nitekim kitlesel fonlamanın finansal getiriye dayalı modellerinde toplanan fonlar karşılığında girişimcilerin destekçilerine finansal bir getiri sunmayı taahhüt ettikleri göz önünde bulundurulduğunda, konunun finansal piyasalar mevzuatı çerçevesinde değerlendirilmesi gündeme gelmektedir.

Altı bölümden oluşan bu çalışmanın İkinci Bölümü'nde kitlesel fonlamanın tanımı ve genel özellikleri, tarihsel gelişimi ve uygulama modelleri hakkında genel bir bilgi paylaşımında bulunulacak; Üçüncü Bölümü'nde ise bu çalışmanın ana konusunu oluşturan ortaklığa dayalı kitlesel fonlama modelinin işleyiş mekanizması, faydaları, riskleri ve son dönemde sektördeki trendler hakkında kapsamlı açıklamalar verilecektir. Daha sonra, Dördüncü Bölüm'de son yıllarda uluslararası uygulamalarda kitlesel fonlamaya yönelik düzenleme çalışmaları hakkında bilgi verilecek; ardından Beşinci Bölüm'de kitlesel fonlamanın KOBİ'lerin finansman ihtiyacının giderilmesindeki önemine ve KOBİ'lerin ülkemiz ekonomisindeki konumlarına değinilerek ortaklığa dayalı kitlesel fonlamanın ülkemiz sermaye piyasası mevzuatına entegrasyonuna ilişkin öneri ve değerlendirmelere yer verilecektir. Son olarak, Altıncı Bölüm'de çalışmada varılan sonuçlar hakkında genel bir değerlendirme yapılacaktır.

II. KİTLESEL FONLAMA HAKKINDA TEMEL BİLGİLER

A) Tanımı, İşleyişi ve Genel Özellikleri

Kitlesel fonlama, teknolojik gelişmenin mümkün kıldığı finansal yeniliklerden bir tanesidir (Avrupa Komisyonu, 2016). “*FinTech*” olarak da adlandırılan bu teknoloji odaklı finansman yöntemlerinden alternatif finansman alt başlığı içerisinde ele alınmaktadır. Alternatif finansman ise girişimciler, tüketiciler ve hatta bireylerin, teknolojik imkanların elverdiği ölçüde internet üzerinden finansman erişimlerine olanak tanıyan çevrimiçi bir piyasa olarak tanımlanabilir (Jenik, Lyman, & Nava, 2017).

Basitçe tanımlanacak olursa, kitlesel fonlama, belirli bir amaç için ihtiyaç duyulan finansmanın internet tabanlı platformlar aracılığıyla geniş bir kitleden elde

edilen ufak meblağlar ile sağlanmasını ifade eden bir üst tanım olarak kullanılmaktadır (Kirby & Worner, 2014). Farklı bir bakış açısıyla, **(i)** bir iş veya proje için **(ii)** ihtiyaç duyulan fonun **(iii)** pek çok katılımcıdan **(iv)** elde edilen düşük tutarlı katkılar ile **(v)** geleneksel finansal kuruluşların katılımı olmaksızın dijital ortamda temin edilmesi kitlesel fonlamanın ana bileşenlerini oluşturmaktadır.

Daha kapsamlı bir tanımla kitlesel fonlama, bir projenin hayata geçirilebilmesi için gerekli olan finansmanın, proje sahipleri tarafından internet sitesi formatındaki kitlesel fonlama platformları üzerinden genele yönelik bir çağrı yapılması ve tek başına kayda değer bir etki yaratamayacak kadar çok sayıda kişinin -yani bir kitlenin- ufak çaplı destekleri ile sağlanması ve destekçilerin projeye sağlamış oldukları fonlar karşılığında, benimsenen kitlesel fonlama modeline bağlı olarak finansal veya finansal olmayan bir getiri elde etmeleri esasına dayanan bir modeldir.

Girişimciler ve mikro ölçekli şirketlerin projelerinin finansmanı amacı taşıyabileceği gibi sanatçı, film yapımcısı, müzisyen ve yazar gibi kültürel amaçlı projelerden ve hatta ihtiyaç sahibi bireylere kadar pek çok amaçlı proje kitlesel fonlamanın konusu olabilmektedir. Dolayısıyla, her alanda yaratıcı, yenilikçi ve toplumsal bilince sahip projelerin finansmanı amacıyla kitlesel fonlama yöntemine başvurulması mümkündür (Kickstarter, 2017).

Uygulamadaki yönüyle ise kitlesel fonlama, girişimcilerin ve başlangıç veya gelişme aşamasındaki küçük ölçekli şirketlerin projelerini uygulayabilmeleri için ihtiyaç duydukları finansmana erişimde yaşadıkları sıkıntıları gidermek adına başvuru ve son yıllarda popüler hale gelen alternatif bir finansman yöntemi olarak dikkat çekmektedir (Avrupa Komisyonu, 2016). Bu amaçla kaynak arayışındaki kişiler, fikirlerini veya projelerini internet sitesi formatındaki kitlesel fonlama platformları aracılığıyla potansiyel destekçilerin bilgi ve tercihlerine sunar. Kişilerin destekleri ise benimsenen modele göre bağış, borç, ön sipariş ve hatta sermaye adı altında platformlar üzerinden girişimcilere aktarılır. Başarılı projelerde, proje geliştiriciler tarafından önceden belirlenen ve her bir proje bazında benimsenen modele ve desteğin türü ve miktarına göre değişkenlik gösteren maddi veya manevi, finansal veya finansal olmayan getiriler katkıları karşılığında bu destekçilere sunulur.

Kitlesel fonlama süreci, öncelikle projeyle ilgili tanıtıcı materyallerin hazırlanması ve bir kitlesel fonlama platformu üzerinden paylaşılmasıyla başlar. Bu noktada girişimci tarafından projenin hedef kitlesi de gözetilerek uygun bir platformun seçilmesi son derece kritik bir husustur. Zira her bir platformun benimsediği kitlesel fonlama yöntemi farklılaşmakta ve her birinin kendine özgü işleyiş standartları bulunmaktadır. Bunlardan da öte her platformun hitap ettiği kendine özgü bir kitlesi vardır. Çünkü platformların yayımlamış oldukları projeleri destekleyebilmek için üyelik şartı koştukları görülmektedir. Bu nedenle, proje hazırlıkları kadar platform araştırması da sürecin başarıyla sonuçlandırılması adına kitlesel fonlama adımlarının önemli bir ayağını oluşturur (Prlve, 2012).

Gerekli materyallerin hazırlanarak yayımlanmak üzere tercih edilen platforma iletilmesinin ardından, kitlesel fonlama platformlarınınca objektif bir değerlendirme yapılması adına önceden belirlemiş kılavuzlar, yönergeler ve kullanım şartları da dikkate alınmak suretiyle bu projelerin gerekli kriterleri sağlayıp sağlamadıklarının tespiti amacıyla ön inceleme süreci işletilir. Bazı platformlar eksiksiz bir şekilde başvurusu gerçekleştirilen tüm projeleri ayrıca bir değerlendirme süzgecinden geçirmeksizin yayımlamakta; bazıları ise diğer hususların yanı sıra proje sahibinin geçmişi ve iş planı hakkında araştırma ve değerlendirmelerde bulunabilmektedir (Delivorias, 2017).

Ön inceleme sürecini başarıyla tamamlayan projeler için platformlar tarafından kampanya sayfası oluşturularak bu sayfada projeye ilgili tanıtıcı tüm materyaller yayımlanır. Sürecin bu aşamasında;

- Projenin adı ve amacı,
- İhtiyaç duyulan fon miktarı,
- Kampanya süresi,
- Destekçilere sunulacak menfaat ve getiriler,
- Ara ve nihai hedefler,
- Ortaya konulması planlanan ürün, hizmet veya sosyal amaçlar,
- Kısa, orta ve uzun vadede öngörülen ve amaçlanan sonuçlar,
- Girişimci ve ekibi ile geçmiş çalışmaları,
- Kampanya videosu ve diğer görsel envanterler vb.

projeye ilişkin kapsamlı bir değerlendirme yapılabilmesini mümkün kılan tüm bilgi ve belgelerin büyük bir titizlikle hazırlanması önem taşımaktadır. Ayrıca, sunulan projenin yaratıcı ve ilgi çekici olduğu ölçüde başarı elde ettiği kitlesel fonlamada, projenin anlaşılabilir bir başlangıç ve son ile sonlandırılmış olması beklenmektedir.

Ancak pek çok projede, sorunsuz işleyen ve amacına ulaşan bir kitlesel fonlama kampanyası için iyi ve kapsamlıca hazırlanmış bir kampanya sayfası yeterli olmayabilir (Delivorias, 2017). Zira potansiyel destekçilerin güveninin kazanılması ve bu yolla kitlenin gücünün harekete geçirilebilmesi adına girişimciler tarafından başta sosyal medya olmak üzere yoğun internet kullanımı çok büyük önem taşımaktadır. İnternet ortamının bu projeler için bir nevi pazar yeri olduğu düşünüldüğünde, proje sahiplerinin potansiyel destekçileriyle aktif bir etkileşim içerisinde olmaları, onların güvenini kazanmalarında ve böylelikle başarılı bir kampanya süreci geçirilmesinde gerekli ve önemli bir etkidir. Nitekim kampanya sayfalarında projenin ve proje sahibinin sosyal medya hesaplarına doğrudan erişim imkanı sunulmaktadır. Aynı zamanda pek çok platform her bir kampanya için kendi internet sitesinde forum

oluşturma ve böylelikle katılımcıların anlık ve sürekli bir etkileşim içerisinde olmalarını sağlama eğilimi içerisindedir.

Platform bazında değişkenlik göstermekle birlikte uygulamada genellikle 30 ila 90 gün aralığında proje sahiplerince belirlenen fon toplama süresi içerisinde hedef fon miktarına ulaşan projeler başarıyla sonuçlanır. Bir projenin başarılı bir şekilde sonuçlanması durumunda, destekleyicilerin kampanya süresince sağlamış oldukları ve platform ile anlaşmalı ödeme kuruluşu nezdinde bloke edilen fonlar, platform komisyonu² ve varsa diğer kesintilerin³ yapılmasının ardından girişimcilerin hesaplarına aktarılır. Bununla birlikte, kampanya süresi sonunda halen hedeflenen fona ulaşılamaması durumunda, bu tür projeler için sağlanan fonlar herhangi bir kesinti yapılmaksızın ilgililere iade edilir ve böylelikle destekleyicilerin hesaplarından herhangi bir para çıkışı olmaz. Özellikle belirtmek gerekir ki kitlesel fonlama platformlarının ekseriyetle “*ya hep ya hiç*” olarak tanımlanan bu uygulamayı benimsediği görülse de bazı platformlar belirlenen srenin sonunda hedefe ulaşılamamış olsa dahi toplanan fon miktarını girişimcilere aktarabilmektedir (Freedman & Nutting, 2015).

Örneğin, en büyük pazar payına sahip kitlesel fonlama platformlarından Kickstarter “*ya hep ya hiç*” modelini benimsemekte olup, kampanya süreci işletilen projelerin yalnızca %36’sının başarıyla sonuçlandığı; diğer bir ifadeyle, çağrıya çıkan toplam projelerin üçte birinin fonlandığı görülmektedir (Kickstarter, 2017). Bir diğer nc platform olan Indiegogo ise girişimcilere belirlenen sürede hedeflenen fon miktarına ulaşılamaması durumuna ilişkin olarak önceden seçimlik hak sunmakta, böylelikle tercih eden proje sahiplerinin hedeflenen fona ulaşamayan projelerinin de fonlanmasına olanak tanımaktadır (Indiegogo, 2017).

Kitlesel fonlama sistemi, ağırlıklı olarak destekçilerin paylaşımları karşılığında bir menfaat aktarımı mekanizmasına dayanır. Kitlesel fonlamanın en çok bilinen haliyle bu menfaatler projenin çıktısı niteliğindeki ürün veya hizmetler olmaktadır. Dolayısıyla, proje sahiplerinin açıklamış oldukları öngörülen teslim tarihlerinde destekleyicilere vaat ettikleri edimleri yerine getirmiş olmaları gerekir. Kampanyanın sona ermesinin ardından, proje geliştiriciler tarafından öngörülen teslim tarihlerinde projeye ilgili getiriler destekçilere aktarılır. Bu getirilerin özellikleri, benimsenen kitlesel fonlama modeline göre farklılık teşkil etmektedir. En yaygın şekilde kullanılan kitlesel fonlama modelleri; **(i)** bağışa, **(ii)** dle, **(iii)** borçlanmaya ve **(iv)** ortaklığa dayalı kitlesel fonlama modelleri⁴ olarak özetlenebilir (Kirby & Worner, 2014). Bağışa ve ödüle dayalı modellerde destekçiler “*bağışçı*” ve “*sponsor*” gibi roller üstlenirken,

² Platform komisyonunun genellikle %5 ila %10 arasında değiştiği; hatta bazı platformların uygulamalarında toplanan fona bağlı olarak kademeli oranlarda farklılaştığı gözlenmektedir.

³ örneğin, platformların büyük bir çoğunluğu ödeme servisi hizmeti için %3 oranında kesinti uygulamaktadır.

⁴ Kitlesel fonlama modelleri hakkında ayrıntılı bilgiye ilerleyen bölümlerde yer verilmektedir.

borçlanmaya ve ortaklığa dayalı modellerde “yatırımcı” sıfatını da alabilmektedir (Freedman & Nutting, 2015)

Örneklendirmek gerekirse, bağışa dayalı modelde verilen destek karşılığında maddi değeri olan hiçbir getiri sunulmayabileceği gibi; ödüle dayalı modelde proje sonucunda meydana getirilen ürün veya hizmetin destekçilerle paylaşılması öngörülebilir ve hatta ortaklığa dayalı modelde verilen getiri girişime ortak olma hakkı veren bir pay veya pay benzeri bir menkul kıymet dahi olabilir. Dolayısıyla, kampanya döneminin sonunda destekçilerin süreçle ilişkisi kesilebileceği gibi sürecin içerisinde kalmaya devam ettiği kitlesel fonlama modelleri de mevcuttur. Bağışa dayalı modelde genellikle proje sahibinin destekçilere karşı olan sorumlulukları sona ermekteyken⁵, borçlanmaya veya ortaklığa dayalı modellerde uzun süreli takip gerekmekte ve geri ödemelerde veya şirketin yönetim sürecinde destekçiler ile karşılıklı etkileşim halinin sürdürülmesi söz konusu olabilmektedir (Karaarslan & Altuntaş, 2015). Bu özelliği nedeniyle proje sahipleri tarafından projeye ilişkin dönemsel bilgi paylaşımı önem arz etmekte ve hatta destekçilerin karar verme mekanizmasına dahil edilmesi de gündeme gelebilmektedir (Delivorias, 2017).



Şekil 1 - Basitleştirilmiş Kitlesel Fonlama Süreci

Açıklandığı üzere, benimsenen modele göre kitlesel fonlama süreçleri büyük oranda farklılaşabilecek olsa da temel işleyiş mekanizması oldukça benzerdir. Sistem özetle, hazırlanan projenin gerekli tüm materyallerle birlikte uygun bir platforma iletilmesiyle başlar ve akabinde platform tarafından ön incelemeye tabi tutulduktan sonra bir kampanya sayfası oluşturularak potansiyel destekçilerin görüşüne sunulur. Kampanya süresi sonunda başarılı olan projeler gerekli finansmana erişim sağlamış ve hayata geçirilebilme potansiyeline kavuşmuş olurlar. Sağlanan fonlar karşılığında ise önceden belirlenen getiri ve menfaatler, proje sahiplerince öngörülen sürelerde destekçilere aktarılır.

Bu noktada, projeye ilişkin tüm hak ve yükümlülüklerin proje sahiplerine ait olduğunun özellikle vurgulanması gerekmektedir. Diğer bir ifadeyle, kitlesel fonlama platformları yalnızca kaynak arayışındaki kişiler ile kaynak arasındaki bağlantı rolünü

⁵ Özellikle bağışa dayalı modelde, elde edilen fonun taahhüt edilen şekilde kullanılmasına ilişkin sorumluluk iyi niyet esasları çerçevesinde devam etmekteyken, burada kastedilen sorumluluk proje sahibinin destekçilere karşı olan yükümlülüklerine işaret etmektedir.

üstlenmektedir. Dolayısıyla, destekçilerin muhtemel riskleri ve sunmuş oldukları fonlar karşılığında proje sahiplerinin taahhüt ettikleri edimlerin aktarılması noktasında platformların herhangi bir garantörlük rolünü üstlenmediklerini iyi algılamış olmaları beklenmektedir (Freedman & Nutting, 2015). Sistemin ardındaki ana motif ise bu yolla geleneksel finansal sistemin beraberinde getirdiği yüksek maliyetler ve operasyonel süreçlerin minimize edilmesi ve riskin tabana yayılarak yönetilmesi olarak gösterilebilir (Terry, Schwartz, & Sun, 2015).



Şekil 2 - Kitlesel Fonlamanın Temel Unsurları

Özetle, belirli bir amaç için kaynak geliştirilmesinde internet kullanımını ön plana çıkaran alternatif bir finansman yöntemi olarak tanımlanabilecek kitlese fonlamanın ana unsurları aşağıdaki gibi özetlenebilir:

- i. **GİRİŞİMCİ** - Bir iş veya proje için fon gereksinimi
- ii. **KİTLE** - Pek çok kişiden düşük tutarlarda fon temini
- iii. **PLATFORM** - Sosyal medya esasına dayalı dijital ortam

B) Kısa Tarihçesi ve Gelişiminde Rol Oynayan Etkenler

Kitlese fonlama, mikro düzeyde katılımcı finans fikrinden ortaya çıkmıştır (Jenik, Lyman, & Nava, 2017). Her ne kadar son yıllarda popüler bir kaynak geliştirme

yöntemi haline gelmiş olsa da kitlesel fonlamanın özünde yatan temel prensipler yüzyıllar öncesine dayanmaktadır. Zira 18 inci yüzyılda İrlanda’da yüksek gelirli kesimin birikimlerinin düşük gelirli kırsal kesim mensubu ailelere sıkı teminat koşulu aranmaksızın veya ödeme kabiliyetine bakılmaksızın kredi adı altında transfer edilmesine dayalı bir sistem oluşturulmuştur. O dönem kredi fonları olarak adlandırılan bu sistem daha sonra literatürde “*mikrofinansman*” modelinin ilk örneği olarak kendisine yer bulmuş olup, aynı zamanda bu alanda en başarılı uygulama örnekleri arasında sayılmaktadır (Hollis & Sweetman, 2003). Diğer yandan, “*imece*” usulü olarak bilinen benzer uygulamaların da insanlık tarihinde pek çok örneği bulunmaktadır.

Günümüzde ise teknolojik ilerlemeyle birlikte internet tabanlı sosyal paylaşım esasına dayalı bir yapıya büründürülen bu sistem, birkaç modifikasyonla beraber bugün bilinen kitlesel fonlama halini almıştır. Önceki yıllarda benzer uygulamalara rastlansa da, modern kitlesel fonlama modelinin temelini 2003 yılında müzisyenlerin ve sanatçıların fan kitleleri tarafından desteklenmesini mümkün kılmak amacıyla geliştirilen internet sitesi Artistshare⁶ ile atıldığı; ancak, bir kavram olarak 2006 yılında literatüre kazandırıldığı bilinmektedir (Howe, 2008).

Artsitshare tarafından yayımlanan ilk kitlesel fonlama kampanyası, 2003 yılında jazz sanatçısı Maria Schneider’in “*Concert in a Garden*” albümünün hazırlanması için ihtiyaç duyduğu fonun temini amacıyla yürütülmüştür. Projeye göre, 9,95 USD tutarında katkıda bulunan destekçilere 2004 yılında piyasaya sürülen albüm verilmiş; 250 USD ve üzeri fon sağlayanlar ise albüme ek olarak “*emeği geçenler listesi*”ne kaydedilmiştir. 10.000 USD bağışta bulunan bir kişi ise “*baş yapımcı*” olarak ödüllendirilmiştir. Bu yolla 130.000 USD fon toplayan Schneider, çıkarmış olduğu albümle 2005 yılında Grammy Ödülü’ne layık görülmüştür.

Diğer yandan, 2000’li yıllarda internet üzerinden yürütülen bağış ve yardım kampanyalarında da ciddi bir artış gözlenmiş ve bu yolla Birleşik Krallık’ta 700 milyon İngiliz Sterlini büyüklüğünde fon yaratılmıştır. Modelin başarıya kavuşmasının ardından, bankalara alternatif olabilecek nitelikte yeni bir uygulama başlatılmıştır. 2005 yılında kurulan Kiva adlı platform, özellikle finansmana erişimde güçlük çeken bölgelerdeki sosyal amaçlı projelere borç adı altında kaynak aktarılabilmesine olanak tanıyan yeni bir model geliştirmiştir. “*Bireyler Arasında Borçlanma*” (P2P Lending) olarak adlandırılabilen bu sistem daha sonra başta Birleşik Krallık olmak üzere dünya genelinde yaygın bir biçimde uygulanmış olsa da ilk yıllarda sıkı düzenlemelerin varlığı ve internet kullanımının pek yaygın olmayışının etkisiyle amaçlanan düzeyde etki doğuramamıştır (Castrataro, 2011).

⁶ Artistshare, sanatçıların fan kitlelerinden destek alarak albüm çıkarabilmelerini veya konser verebilmelerini sağlayan ve günümüzde bunlara ek olarak film ve fotoğrafçılık projelerini de portföyüne katan kitlesel fonlama platformu örneklerinden bir tanesidir (Artistshare, 2017).

Kitlesel fonlamanın alternatif bir finansman kaynağı olarak başarısı ise 2008 ve 2009 yıllarında Indiegogo ve Kickstarter adlı platformların faaliyete geçmeleri ile başlamıştır. Önceki yıllarda ağırlıklı olarak sanatsal ve kültürel projelerin desteklenmesi amacıyla veya sosyal sorumluluk bilinciyle yürütülen kampanyalar, bu platformlar ile birlikte artık girişimcilerin ve mikro ölçekli şirketlerin iş fikirlerini hayata geçirebilmelerine olanak tanıyacak şekilde dizayn edilmiştir (Freedman & Nutting, 2015). Ödüle dayalı modeli benimseyen bu platformların getirdiği dinamizm ile birlikte rüzgarı arkasına alan sektör büyük bir gelişme kaydetmiştir.

Ancak, kitlesel fonlamanın gerçekleştirdiği atılımın bu yıllara denk gelmesini yalnızca tesadüfe bağlamak da doğru olmayacaktır. Özellikle 2008 yılında yaşanan küresel finansal krizin ardından finansal sisteme duyulan güvenin azalmasıyla birlikte alternatif yöntemlere daha fazla ihtiyaç duyulmaya başlanmıştır. Kriz sonrası dönemde başta sanatçılar, girişimciler ve başlangıç aşamasındaki işletmeler gibi yüksek risk teşkil eden oluşumların fon temininde yaşamış oldukları sıkıntılar, sermaye oluşturma sürecinde alternatif arayışlara yol açmıştır (Dünya Bankası, 2013).

Bilindiği üzere, kriz ile birlikte halihazırda bankaların portföylerinde yer alan enstrümanların riskliliklerinin alarm seviyesine ulaşması; diğer taraftan, bu süreçte birkaç köklü bankanın ve diğer finansal kuruluşların iflas etmeleri gibi nedenlerle bankaların faaliyet ve yeterliliklerine ilişkin olarak dünya genelinde uygulanmak üzere Basel III adı altında yeni bir düzenleme seti getirilmiştir. Bu düzenleme seti, bankaların özellikle KOBİ ve girişimlerin yüksek riskli yatırım projelerinin finansmanında rol almalarını büyük ölçüde sınırlamış ve bu tip yatırımlar için kredi mekanizması işletilememiştir (IOSCO, 2015). Bu sebeple, kredi aktarım süreçlerinde de alternatif birtakım arayışlar baş göstermiştir.

Bankalara ve diğer geleneksel finansal sisteme uygulanan sıkı regülasyonlara karşın kitlesel fonlamanın henüz gelişmekte olan bir yapı olması nedeniyle yerleşik bir düzenleme setinin bulunmaması, başta bankacılık sistemine karşı olmak üzere bu yapıya karşılaştırmalı bir üstünlük getirmiştir. Diğer bir ifadeyle, kitlesel fonlamanın henüz kapsamlı bir düzenlemeye tabi olmaması; buna karşın, kriz sonrası dönemde bankaların fonlama maliyetlerinde ciddi artışların gözlenmesi, kitlesel fonlama için bir nevi arbitraj olanağı sunmuştur (IOSCO, 2015).

Diğer yandan, teknolojik kaynaklarda ve bu kaynakların kullanımında ise, dünya ekonomisindeki zayıflamanın aksine, kayda değer bir gelişme olmuştur. Mobil cihazlar başta olmak üzere çevrimiçi internet kullanımının yaygınlaşması, bizzat kullanıcılar tarafından özgün içerik oluşturulabilmesi, sosyal medya platformlarının geliştirilmesi ve bu platformların kullanımında ciddi bir artış yaşanması, tüm bunların sonucu olarak internetin tüketimden ziyade bir üretim ortamı haline gelmesi ve tabi ki FinTech devrimi ile birlikte kitlesel fonlama potansiyelini yansıtabilmiştir.

Tüm bu gelişmelerle beraber, 2000’li yılların sonlarında kitlesel fonlama yeni bir hal almış ve alternatif bir yatırım aracı olarak kullanılmaya başlanmıştır. Bağışa ve ödüle dayalı modellerin yanı sıra, borçlanmaya ve ortaklığa dayalı modellerin de başarılı bir şekilde uygulanmaya başlamasıyla yüksek getiri elde etmek hedefiyle hareket eden bireysel yatırımcıların ve hatta nitelikli ve melek yatırımcıların dahi ilgisini çeken bir yöntem haline gelmiştir. Bu doğrultuda, sosyal medya platformları aracılığıyla fikirlerini sunarak fon sağlayan girişimcilerin sayısında da büyük bir artış yaşanmış ve bu durum kitlesel fonlama platformlarının kurulmasının hızlanmasını sağlamıştır (Freedman & Nutting, 2015).

Ülkemizde ise kitlesel fonlamanın kaydettiği bu gelişimden pay çıkarıldığını söylemek pek mümkün değildir. İlk olarak 2011 yılında kurulan kitlesel fonlama platformlarından tamamı ödüle veya bağışa dayalı modellerle çalışmaktadır. Zira sektör katılımcıları bankacılık ve sermaye piyasası mevzuatından kaynaklı nedenlerle borçlanmaya ve ortaklığa dayalı modellerin uygulanmasının mevcut durumda mümkün olmadığını dile getirmektedir (Yavuz, 2016). 2016 yıl sonunda sektör temsilcilerinin önderliğinde Kitlesel Fonlama Derneği kurulmuş olup, bu gelişmenin sektör için olumlu olduğu söylenebilir. Ayrıca, son dönemde Turkcell Grubu’nun sermayedarı olduğu Arıkovani ve Boyner Grubu tarafından kurulan Buluşum gibi platformlar, kurumsal ölçekli yatırımcı ağının da sektöre olan ilgisini ortaya koymaktadır. Mevcut durumda ülkemizde yaklaşık olarak 10 adet kitlesel fonlama platformunun olduğu bilinmektedir. Son olarak, sektör temsilcileri tarafından kitlesel fonlamaya ilişkin kapsamlı bir düzenleme altyapısının oluşturulmasının sektörün gelişimi için önem arz ettiği belirtilmektedir (Kitlesel Fonlama Derneği, 2017).

C) Kitlesel Fonlama Modelleri

Her ne kadar her bir proje için kendine özgü koşullar oluşturabilme imkanı tanıyan esnek bir yapıya sahip olsa da, kitlesel fonlama genellikle sağlanan desteğin amacı ve niteliği itibarıyla iki ana kategori altında ele alınmaktadır:

a) Finansal Olmayan Getiri Modelleri (Kitle Sponsorluğu)

- i) Bağışa Dayalı Kitlesel Fonlama**
- ii) Ödüle Dayalı Kitlesel Fonlama**

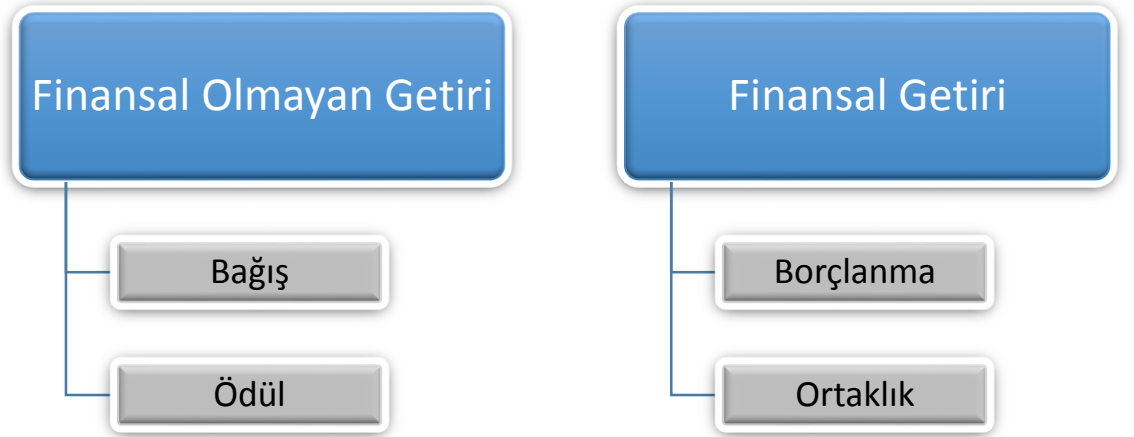
b) Finansal Getiri Modelleri (Kitlesel Yatırım)

- i) Borçlanmaya Dayalı Kitlesel Fonlama**
- ii) Ortaklığa Dayalı Kitlesel Fonlama**

Bünyesinde hem girişimci, hem platform hem de destekçiler açısından farklı karakteristik özellikler barındıran bu modellerin her birinin kendine özgü kurallar seti ve uygulama stratejisi bulunmaktadır (Gabison, 2015). Bu ana kategoriler altında

bağışa ve ödüle dayalı türler finansal olmayan getiri vaat eden modellerin; borçlanmaya ve ortaklığa dayalı türler ise finansal getiri vaat eden kitlesel fonlama modellerinin ana başlıklarını oluşturmaktadır. Aynı zamanda, IOSCO (2014) tarafından ilk kategori “*kitle sponsorluğu*” (crowd-sponsoring); ikincisi ise “*kitlesel yatırım*” (crowd-investing) olarak da adlandırılmaktadır.

Özetle, uygulanan modele bağlı olarak arz tarafında yararlanıcı, borçlu, ihraççı gibi sıfatlara bürünen proje geliştiriciler; bireylerden KOBİ'lere, girişimcilerden yardımsever örgütlere, mikro ölçekli işletmelerden sivil toplum örgütlerine kadar geniş bir yelpazeye sahiptir. Talep tarafında ise, bağışçı, sponsor, borç veren, ortak, yatırımcı gibi nitelikleri kazanan destekçiler; bireylerden melek yatırımcılara, nitelikli yatırımcılardan hayır kurumlarına, kurumsal şirketlerden sivil toplum örgütlerine ve girişim sermayesi yatırımcılarına kadar değişkenlik gösterebilmektedir (Jenik, Lyman, & Nava, 2017).



Şekil 3 - Ana Kategoriler Bazında Kitlesel Fonlama Modelleri

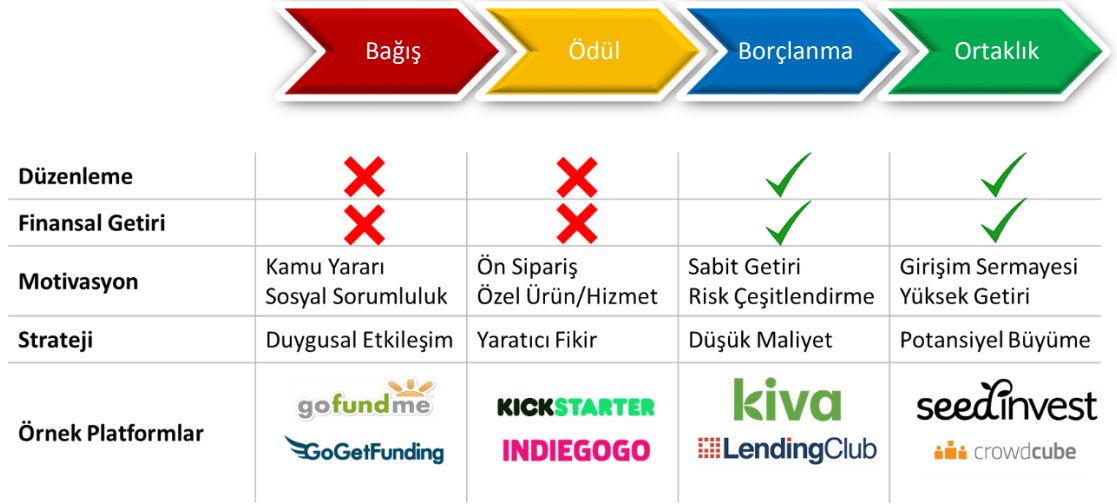
İlk kategori, destekçilerin projeye sunmuş oldukları katkılarının karşılığında finansal bir beklenti içerisinde bulunmadıkları; proje sahiplerinin ise finansal bir yükümlülük altına girmedikleri durumu ifade etmektedir. Bu yöntemde destekçilerin projeye katılım göstermelerindeki asıl motifleri kamu yararı ve sosyal sorumluluk gibi değerler olabileceği gibi bir ürünün veya hizmetin geliştirilmesine katkı sağlamak veya bu ürün ve hizmete önceden veya özel yoldan sahip olma isteğinden de kaynaklanabilmektedir. Dolayısıyla, finansal olmayan getiri modellerine dayalı olarak kurgulanan projelere ilişkin kampanyalardaki stratejilerin oluşturulmasında, potansiyel destekçilerin duygusal yönlerinden veya bir ürün veya hizmete duyulan ihtiyaçtan faydalanılmaktadır (Avrupa Komisyonu, 2016).

İkincisinde ise, destekçilerin ana güdüsü yapmış oldukları yatırımın karşılığında finansal bir getiri elde etmektir. Diğer bir ifadeyle, bu modelde aktarılan kaynağa yatırım gözüyle bakılır. Bu amaçla, destekçiler tarafından bireylere veya girişimcilere önceden belirlenen oranda gelir sağlanmak üzere kredi aktarım sistemi temelinde fonlama olanağı sağlayan borçlanmaya dayalı kitlesel fonlama ve girişime ortak olma imkanı sunan ortaklığa dayalı kitlesel fonlama modelleri geliştirilmiştir. Bu sistemde ise ağırlıklı olarak projenin kısa ve orta vadedeki nakit yaratma kabiliyeti, uzun vadedeki hedefleri ve yatırım karşılığında sabit getiri elde etme ve bu yolla risk çeşitlendirme gibi konular asıl konu başlıklarını oluşturmaktadır. Zira finansal getiriye dayalı kitlesel fonlama modeli yatırımcılara, üstlendikleri riskler karşılığında başlangıç aşamasındaki şirketlere sermaye desteği sağlama veya küçük ve orta ölçekli şirketlere yasal yollardan kredi olanağı sunma imkanı tanımaktadır (Crowdsurfer Ltd.; Ernst&Young LLP, 2015).

Ancak, kitlesel fonlamanın yalnızca bu modeller ile sınırlı olmadığı, sektörde gerek bu modellerin bir arada kullanılabileceği hibrit yapıların ve gerekse kendine has uygulamaların varlığından söz etmenin de mümkün olduğunun altını çizmek gerekir. Örneğin, ABD’de yaygın olarak kullanılan bir kitlesel fonlama modeli de girişimciler tarafından destekçilerine dönüştürülebilir tahvil ihraç edilmesi esasına dayanmaktadır (IOSCO, 2017). Böylesi bir yapı, borçlanmaya ve ortaklığa dayalı kitlesel fonlama modellerinin bir arada kullanıldığına işaret etmektedir. Benzer şekilde, bazı projelerde düşük profilli destekler karşılığında teşekkür mektubu gibi maddi değeri olmayan getiriler sunulurken; aynı projedeki yüksek profilli katkılardan dolayı projeye geliştirilmesi amaçlanan ürünün özel üretim bir kopyası da verilebilmektedir. Dolayısıyla, uygulamada bağışa ve ödüle dayalı yöntemler de bir arada kullanılabilmektedir. Tüm bunların dışında, işletmelerin henüz tahsil edilmemiş çek, senet vb. alacaklarının getirilerine ortak olma imkanı sunan (invoice crowdfunding) veya işletmeler tarafından borçlanma aracı ihraç edilerek fon temin edilmesine dayalı farklı uygulamalar da bulunmaktadır.

Son olarak belirtmek gerekir ki, farklı kitlesel fonlama modelleri başarıya ulaşmak adına farklı düzeylerde güven, şeffaflık, bilgi ve veri paylaşımını beraberinde gerektirmektedir. Bu anlamda, sırasıyla bağışa, ödüle, borçlanmaya ve ortaklığa dayalı kitlesel fonlama modelleri daha karmaşık strateji oluşturma ve kurgulama süreçlerini içermektedir (Avrupa Komisyonu, 2016). Bu nedenledir ki dünya uygulamalarında düzenleyici ve denetleyici otoriteler tarafından kitlesel fonlamaya ilişkin düzenleme altyapısı, birbirinden farklı bu yapıların temel unsurları ve hitap ettikleri kitleler göz önünde bulundurularak ele alınmaktadır. Örneğin, son dönemde dünya genelinde kitlesel fonlamanın finansal getiri modellerinin, denkleme yatırımcı tabanının da dahil olduğu göz önünde bulundurularak, kanun, ikincil düzenleme veya rehberler boyutunda ele alındığı; buna karşın, finansal olmayan getiri modellerinin ise

gönüllülük esasına dayalı özelliği nedeniyle ayrıca bir düzenlemeye tabi tutulmadıkları görülmektedir (CCA, 2016).



Şekil 4 - Tür Bazında Kitlese Fonlama Modellerinin Temel Unsurları

1) Bağışa Dayalı Kitlese Fonlama

“İnternet” ve “kitle” mefhumlarının kitlese fonlamanın esas unsurlarını teşkil ettiği göz önünde bulundurulduğunda, 90’lı yılların sonlarından itibaren internet üzerinden belirli sosyal amaçlar doğrultusunda geniş kitlelerden bağış toplanmasına aracılık eden internet sitelerinin vermiş olduğu hizmetler kitlese fonlamanın ilk uygulama örnekleri olarak gösterilebilir (Castrataro, 2011). Ancak, özellikle 2010 yılından itibaren kitlese fonlama platformu adı altında yapılan internet sitelerinin ortaya çıkmasıyla birlikte yerel ve mikro düzeyde de genele yönelik bir bağış kampanyası başlatılabilmesi mümkün kılınmıştır (Freedman & Nutting, 2015).

İsminden de anlaşılacağı üzere, genellikle sosyal sorumluluk projelerinin veya toplumsal fayda sağlama potansiyeli bulunan fikirlerin finansman ihtiyacının karşılanması için başvuru yöntemlerinin başında gelen bağışa dayalı kitlese fonlama modelinde, destekçilerin projeye sağlamış oldukları fonlar karşılığında maddi bir beklentileri bulunmamaktadır. Bu tip projelerde, verilen bağışlar karşılığında destekçilere manevi değeri olan bir hediye sunulmakta; hatta uygulamadaki pek çok örnekte bağış yaparak katkıda bulunmanın verdiği manevi hazdan öte somut hiçbir hediye dahi verilmemektedir. Bu nedenle, her ne kadar kampanya geliştiriciler tarafından ihtiyaç duyulan fon miktarının sınırları çizilse de, destekçilerin sağlayabilecekleri katkıların herhangi bir alt ve üst limiti veya bağış kategorileri belirlenmemektedir.

Uygulamada karşılaşılan örnekler, bir hastanın tedavi giderlerinin karşılanması amacı taşıyan bireysel nitelikteki mikro ölçekli kampanyalardan doğal afetlerden etkilenen mağdurların temel ihtiyaçlarının giderilmesi için gerekli kaynağın sağlanması amaçlı yürütülen daha kapsamlı ve organizasyon boyutundaki kampanyalara; dar gelirli coğrafyalardaki eğitim faaliyetlerinin desteklenmesini hedefleyen burs programlarından küresel ısınma, kuraklık ve nükleer enerji gibi çevresel hassasiyet içeren projelere yönelik bilimsel çalışmaların desteklenmesine kadar geniş bir yelpazeye sahiptir. Benzer şekilde, bağışa dayalı kitlesel fonlama modelinin öncü platformlarından GoFundMe'nin ana proje kategorilerini de tıbbi, afet ve acil durum, eğitim, spor, ailevi, hayvanseverlik, çevresel ve bilimsel konular oluşturmakta olup, mevcut durumda platform aracılığıyla 3 milyar USD tutarında kaynak geliştirilmiştir (GoFundMe, 2017).

Bu sistemde karşılaşılabilecek en büyük risk, diğer modellerde de olduğu gibi dolandırıcılık riskidir. Özellikle organizasyon boyutundaki kampanyalarda, bu organizasyonların vakıf veya dernek yapılanmasını haiz oldukları ve çeşitli düzenlemelere tabi oldukları da göz önünde bulundurularak, destekçiler ile proje sahibinin arasındaki güvenin teşkili daha kolay olmaktadır. Ancak, bireysel kampanyalar içinse çoğu zaman güven problemi gündeme gelebilmektedir. Zira bireysel ihtiyaçlar için düzenlenen bu tip kampanyalarda, projenin hayata geçirilip geçirilmediğinin kontrolünü sağlamak her zaman mümkün olmayabilir. Bu noktada, platformların da projenin gereği gibi yerine getirileceğine yönelik herhangi bir garantörlük mercii olmadıkları düşünüldüğünde, bağışların amaçlanan doğrultuda kullanılması yalnızca proje sahibinin iyi niyetine dayanmaktadır (Jenik, Lyman, & Nava, 2017). Fakat yine de özellikle medikal amaçlar güden pek çok bireysel projenin başarılı bir şekilde uygulandığı görülmektedir.

Dünya örneklerinde, doğası gereği bağışa dayalı modelin uygulanmasında herhangi bir ilave düzenlemeye ihtiyaç duyulmamaktadır. Platformlar yalnızca bu tip projelerin coğrafi sınırlara bağlı kalmaksızın geniş kitleler tarafından desteklenebilmesi için bir nevi kolaylaştırıcı görevi görmektedir. Bu nedenle, bağışa dayalı kitlesel fonlamada genel hukuk hükümleri geçerli olmaktadır.

2) Ödüle Dayalı Kitlesel Fonlama

Proje sayısı bakımından kitlesel fonlamanın kullanılan en yaygın biçimi olan ödüle dayalı model, proje geliştiriciler tarafından genellikle projenin çıktısı olan ürün veya hizmete dayalı olarak maddi değeri olan ödül yelpazesinin, destekçilerin sağlamış oldukları fonlar ile orantılı olacak şekilde bu fonlar karşılığında destekçilere verilmesi usulüne dayanmaktadır. Diğer bir ifadeyle ödüle dayalı sistemde, bağışa dayalı modelin taşıdığı özellikler dışında, destekçiler tarafından somut ve maddi değeri olan bir getiri elde edilmesi amaçlanır.

Özellikle ABD kökenli Kickstarter ve Indiegogo gibi platformların öncülüğünde çok büyük sükse yapan bu model, öncelikli olarak yeni girişimlerin finansmana kavuşturulmasından ziyade yaratıcı bir fikrin geniş kitlelerin ufak katkılarıyla hayata geçirilmesine odaklanmaktadır. Dolayısıyla bu model, kültür ve sanat etkinliklerine ek olarak başta yenilikçi ürün ve hizmetlere dayalı Ar-Ge faaliyetlerinin desteklenmesinde kullanılmıştır. Ancak yine de, ödüle dayalı bu yöntemin özellikle Ar-Ge, bilim ve kültürel alanlardaki yaratıcı fikirleri hayata geçirmeye odaklanan başlangıç aşamasındaki girişimlerin ihtiyaç duydukları finansmanın sağlanmasındaki rolü göz ardı edilmemelidir (Avrupa Komisyonu, 2016).

Bir örnekle açıklamak gerekirse, kitlesel fonlamanın günümüzdeki başarısına ulaşmasında en büyük pay sahiplerinden biri olan Kickstarter üzerinden tanıtımı gerçekleştirilen ve kitlesel fonlama tarihinin en başarılı ve örnek projeleri arasında gösterilen bir akıllı saat projesi olan “*Pebble Watch*” için, 37 günlük kampanya süresince yaklaşık 70 bin destekçi tarafından 10 milyon USD’nin üzerinde, yani 100 bin USD olarak belirlenen hedefin yüz katı büyüklüğünde bir kaynak yaratılmıştır. 2012 yılı içerisinde uygulanan projede geliştirici firma, sağlanacak her bir 99 USD karşılığında piyasa değeri 150 USD olan bir adet saat; 10.000 USD karşılığında ise bin adet farklı tasarımlara sahip saatlerden destekleyicilerine hediye etmeyi taahhüt etmiştir. O dönemde akıllı saat pazarında uygun bütçeli ilk modellerden olan Pebble, bu özelliğiyle kısa sürede bu saate sahip olmak isteyen kitlenin ilgisini çekebilmiştir. Her ne kadar gelen fazla talep nedeniyle ödüllerin dağıtımında gecikme yaşansa da, ilk parti saatler kampanya süresinin sona ermesinin ardından yaklaşık on ay içerisinde destekçilere gönderilmiştir. Projenin gördüğü ilgiyi daha iyi ifade edebilmek adına, 2015 ve 2017 yıllarında “*Pebble Time*” ve “*Pebble 2*” adı altında iki başarılı projenin daha gerçekleştirildiğini ve her iki proje için sırasıyla 20 milyon USD ve 13 milyon USD; Pebble projesi içinse toplamda 43,4 milyon USD fon girişi sağlandığını özellikle vurgulamak gerekir.

Bu modelin uygulamasına ilişkin olarak ülkemizden de bir örnek vermek faydalı olacaktır. Turkcell Grubu tarafından kurulan Arıkovanı adlı platformda görücüye çıkan akıllı defter projesi “*Outliers*”, 2016 yılı Haziran ayında başlatmış olduğu kampanya neticesinde yaklaşık 2.000 destekçiden 340 bin TL tutarında fon toplamayı başarmıştır. Hedeflenen fon miktarının 40 bin TL olarak belirlenmiş olması, projenin başarısını daha net yansıtmaktadır. Kampanyaya göre destekçilere her bir 49 TL katkıları karşılığında geliştirilmesi planlanan akıllı defter, kalem ve mobil uygulamadan oluşan setin verilmesi vaat edilmiştir. 2016 yılının Kasım ayından itibaren teslimatlara başlanmış; ancak, ürünün piyasa değerinin de destekçilerin ödemiş oldukları tutara denk olacak şekilde 49 TL olarak belirlenmiş olmasından destekleyicilerin rahatsızlık duydukları görülmüştür. Ayrıca, İş Yatırım ve Turkcell gibi kurumsal firmaların da projeye platform üzerinden destek verdikleri bilinmektedir (Arıkovanı, 2017). Son olarak, aynı ekip ilk olarak 2015 yılının Nisan ayında

Kickstarter üzerinden ABD piyasasında kampanya başlatmış; 5.000 USD olarak belirlemiş oldukları hedef fon tutarın üzerinde 6.700 USD fon toplamış olsalar da girişimciler bu kampanyadan ABD piyasasında rekabet edememe ve tecrübesizlik gibi nedenlerle umduklarını bulamadıklarını dile getirmişlerdir.

Kitlesel fonlama platformlarının kural ve uygulamaları birbirinden farklılık gösterse de ödüle dayalı uygulamalarda genellikle komisyon uygulaması %5 ila %10 arasında değişkenlik göstermektedir. Öte yandan, hedeflenen fon miktarının tamamının karşılanamaması halinde sağlanan fonların iade edilip edilmeyeceği hususunda da platformlar arasında farklılıklar olduğu görülmektedir. Örneğin, Kickstarter üzerinden gerçekleştirilen projelerde %5 komisyon uygulanmakta ve kampanya süresince hedeflenen fona ulaşamaması durumunda katılımcıların fonları herhangi bir kesinti yapılmaksızın iade edilmektedir (Kickstarter, 2017). Diğer taraftan, sektörün bir diğer büyük platformu Indiegogo üzerinden yürütülen kampanyalarda da komisyon oranı %5 olmakla birlikte, hedeflenen fon miktarına ulaşamaması durumunda fonlamaya devam edilmesine karar verilmesi durumunda bu oran daha da yükselmektedir. Son olarak, pek çok platformda ödeme hizmetleri için uygulanan ücret %3 civarında belirlenmektedir.

Gerekli kaynağın yaratılmasının dışında bu modelin girişimciler için başlıca avantajı, fikirlerini hayata geçirmeden evvel potansiyel müşterilerinin proje hakkındaki geri beslemelerini elde edebilmeleri ve böylelikle geliştirilecek ürün veya hizmetin potansiyelini test etmek adına maliyetsiz bir pazar araştırması yapabilmelerini mümkün kılmasından ileri gelmektedir. Aynı zamanda girişimciler, kitlesel fonlama platformları üzerinden geliştirmekte oldukları ürün ve hizmetlerin tanıtımını ve pazarlamasını da yapabilmektedir. Bunlara ilaveten girişimciler, coğrafi sınırlara bağlı kalmaksızın dünyanın her noktasına projelerini duyurma ve böylece daha fazla kişiye ulaşarak fonlama maliyetini de minimize edebilme imkanına erişmiş olmaktadır. Destekçilerin bakış açısından ise ihtiyaç duyulan ancak piyasada var olmayan yeni geliştirilecek bir ürün veya hizmete ilk elden sahip olmak ve hatta ortaya çıkarılacak ürünün özel üretim bir kopyasını elde etmek bu yöntemle mümkün olmaktadır (Avrupa Komisyonu, 2016).

Pek çok faydasının dışında elbette sistemin barındırdığı çeşitli riskler de bulunmaktadır. Sistemin doğası gereği daha önce örneği bulunmayan ve belirli bir ihtiyaçtan kaynaklanan yaratıcı fikirlere dayalı ürün veya hizmetlerin desteklenmesi üzerine kurgulandığı bilinmektedir. Bu nedenle pek çok kampanyada, projenin sonlanması durumunda ortaya çıkarılacak ürün veya hizmetin özellikleri bir öngöründen ibarettir. Bu nedenle, dolandırıcılık riskine ilave olarak, destekleyiciler tarafından iyimser bir değerlendirme yapılması ve bu yolla belirli bir projeye gerçekte hak ettiğinden fazla değer atfedilmesi söz konusu olabilmektedir. Ödüllerin tam, zamanında ve beklenen nitelikte veya kalitede destekçilere sunulmasının garantisi bulunmamaktadır. Örneğin, Kickstarter verilerine göre, teknoloji ve dizayn

kategorilerindeki projelerde ortaya konan ürün veya hizmetin yarısının öngörülen teslim sürelerinden sonra destekçilere iletildiği; toplam projelerin %9'unun ise hiç ödül dağıtmadığı görülmektedir (Mollick, 2013). Dolayısıyla, ters seçim riski her zaman potansiyel bir risk unsuru olmaktadır.

Girişimciler içinse, projeleriyle ilgili pek çok detayın genele açık bir internet sitesinde ilan edilmesi, fikri ve mülkiyet haklarının zedelenmesine veya adil olmayan rekabet koşullarının oluşmasına neden olabilir. Uygulamada bu gibi durumların önüne geçilebilmesi adına, bazı platformların proje detaylarının yalnızca üyeler tarafından görüntülenmesi ve üyelik aşamasında proje geliştiricilerin mülkiyet haklarının korunması adına her türlü tedbirin alınacağı yönünde üyelerden beyan alınması uygulamasını benimsedikleri görülmektedir. Ancak yine de platformlar, proje sahiplerince kampanya başlatılması esnasında projeye ilişkin fikri ve mülkiyet haklarının içerik olarak yayımlanmasına onay verdiklerini dile getiren bir beyan da imzalatmaktadır (Jenik, Lyman, & Nava, 2017). Bunun dışında, girişimcilerin karşılaşabilecekleri bir diğer risk, kurumsal finansman desteği aranmaksızın doğrudan kitlesel fonlama yoluna gitmenin potansiyel kurumsal yatırımcıları dışlayacağı hususudur. Zira melek ve girişim sermayesi gibi kurumsal yatırımcıların, girişim şirketlerine bilgi, tecrübe, çevre ve profesyonel çözümler sunmak üzere faaliyette bulundukları dikkate alındığında, bu konu bir alternatif maliyet olarak da değerlendirilebilir. Ancak, son dönemde kitlesel fonlama platformlarının bu tip kurumsal yatırımcılar için de bir odak noktası haline geldiği göz önünde bulundurulduğunda, kitlesel fonlamanın girişimcilerin kurumsal finansmana erişim olanaklarını da iyileştirdiği söylenebilir.

Bağışa dayalı modele benzer şekilde, ödüle dayalı kitlesel fonlama modeli de dünya genelinde yaygın bir şekilde kullanılmasına rağmen özel bir düzenlemeye tabi değildir (Jenik, Lyman, & Nava, 2017). Bu model de girişimciler ve destekçiler arasında iyi niyet ve gönüllülük esaslarına dayalı bir biçimde uygulanmakta olup, taraflar arasındaki muhtemel uyuşmazlıklar için borçlar hukuku ve genel hukuk hükümleri çerçevesinde yargı yolu açık bulunmaktadır. Ancak, çoğu zaman desteğe konu fon tutarlarının yargılama giderlerine kıyasla daha düşük seviyelerde olmasının, taahhütlerini yerine getirmeyen proje sahipleri ile destekleyiciler arasındaki davaları dışlayıcı nitelikte olduğu bilinmektedir (Grella, 2015). Bu nedenle, operasyonel anlamda ödüle dayalı sistemdeki uyuşmazlıkların çözüme kavuşturulmasını daha uygulanabilir kılan düzenlemelerin yapılması da zaman zaman gündeme gelmektedir (Jenik, Lyman, & Nava, 2017).

3) Borçlanmaya Dayalı Kitlesel Fonlama

Borçlanmaya dayalı kitlesel fonlama, bünyesinde “*Bireyler Arası Borçlanma*” (P2P Lending), “*Bireyler ve İşletmeler Arası Borçlanma*” (P2B Lending) ve

“İşletmeler Arası Borçlanma” (B2B Lending) gibi farklı metotları barındıran bir üst tanım olarak kullanılmaktadır. Bunlardan ilkinde kişisel bir ihtiyacın veya bir girişimcinin ihtiyaç duyduğu finansmanın yine pek çok kişiden elde edilen ufak meblağlar ile karşılanması söz konusuyken, ikincisinde KOBİ’lerin ve mikro ölçekli şirketlerin bireyler tarafından desteklenmesi ve üçüncünde ise genellikle küçük işletmelerin getiri arayışındaki diğer işletmeler tarafından fonlanması söz konusu olmaktadır.

Bu yöntem, finansman arayışında olan kişilerin banka ve finansman kurumları dışında, platformlar üzerinden birden çok kişiden sağladıkları krediler karşılığında borçlanarak faiz ödeme yükümlülüğü altına girdikleri bir kitlesel fonlama yöntemi olarak uygulanmaktadır. Borçlanmaya dayalı kitlesel fonlama yoluyla borçlanmak isteyen kişiler, teminat mekanizması işletilmeden platformlar üzerinden kitlelerden fon temin etmekte ve karşılığında vadeye bağlı bir getiri vaat etmektedir (Freedman & Nutting, 2015). Bunun dışında, işletmeler tarafından borçlanma aracı veya benzeri bir menkul kıymet ihraç edilerek fon toplanması ve destekleyicilerin de sağladıkları fonlar karşılığında faiz ve anapara geri ödemesine hak kazanmaları esasına dayalı farklı uygulamalar da bulunmaktadır.

Yatırımcılar, kredi vermeye değer gördükleri kişileri, girişimleri veya projeleri risk ve getiri temelli bir yaklaşımla irdeleyerek serbestçe seçebilecekleri gibi, kredi kullanımının gerekçesi hakkında da bilgi sahibi olarak uygun gördükleri projeleri de destekleyebileceklerdir. Dolayısıyla, bazı platformların uygulamaları gereği borçlanmaya dayalı kitlesel fonlama yöntemiyle kaynak geliştirecek kişilerin bu kaynağı özgüledikleri alanları belirtmeleri ve vade boyunca projenin ilerleyişi hakkında bilgi vermeleri beklenmektedir. Bu suretle borç vererek kaynak sağlama eğilimindeki destekleyicilerin sağlayacakları fonların hangi amaçla kullanılacağını ve toplanan fonların özgülünen amaç için kullanılıp kullanılmadığını takip etme imkanı sunulmaktadır (Castrataro, 2011).

Platformların misyonları doğrultusunda, borçlanmaya dayalı kitlesel fonlama modeli hem sosyal hem de ticari amaçlar için kullanılabilir. Örneğin, sosyal amaçlı borçlanma modelini başarılı bir şekilde uygulayan Kiva, dünyada finansman kaynaklarının geniş olduğu bölgelerden bu ihtiyacın yoğun olduğu bölgelere düşük maliyetli ve hatta bazı projelerde sıfır maliyetli finansman sağlanması misyonuyla hareket etmektedir (Kiva, 2017). Bu nedenle, Kiva’nın projelerinde fonun kullanım amacı önemli bir unsur olmaktadır. Diğer taraftan, kitlesel fonlamayı ticari ve yatırım boyutuyla ele alan bir diğer öncü platform Lending Club ise bireysel veya kurumsal finansman ihtiyacının bankalar veya diğer geleneksel yöntemlere başvurulmaksızın karşılanmasına odaklanmaktadır. Dolayısıyla, Lending Club üzerinden gerçekleştirilen borçlanma kampanyalarında fonun kullanım yönteminden ziyade risk ve getiri profili ön plana çıkmaktadır (LendingClub, 2017).

Çıkış noktası itibarıyla, özellikle 2008 küresel finansal krizin ardından bankalardan kredi temininde zorluk çeken KOBİ'lerin, girişimcilerin ve hatta bireylerin tercih ettiği yöntemlerin başında gelen sistemde genellikle borçlunun kredi notu veya kredi geçmişi öncelikli bir kriter olmamaktadır. Ancak platformlar düzeyinde, borçlanma yoluna gidecek kişilerin kendi platformlarından varsa daha önce bu yolla sağlamış oldukları fonlar karşılığında ödeme yükümlülüklerini yerine getirme kapasitesi hakkında bilgi paylaşımında bulunmaktadır. Bir nevi platformlar bu kişilerin güvenilirliğini ve taahhütlerini zamanında ve eksiksiz olarak yerine getirip getiremeyeceklerinin değerlendirilebilmesini teminen bir derecelendirme sistemi geliştirmiştir.

Proje sahiplerinin başvurularının onaylanmasının ardından, platformlar tarafından her bir başvuruda için çeşitli kriterler dikkate alınarak kredi risklilik puanı oluşturulur ve böylelikle proje sahipleri risklilik seviyelerine göre kategorilere ayrılır. Yüksek risklilik seviyesindeki kategorilere denk gelen kişilere görece yüksek; düşük risklilik seviyesine denk gelen kişilereyse görece düşük faiz oranları uygulanır. Örneğin, işlem hacmi ve yaratılan gelir anlamında en büyük borçlanmaya dayalı kitlesel fonlama platformu olan ABD kökenli Lending Club üzerinden gerçekleştirilen projelerde uygulanan basit faiz oranları USD cinsinden %5 ila %20 arasında değişkenlik göstermektedir. Ancak, her bir proje bazında öngörülebilecek ek getiri oranlarının ilave edilmesi ve yatırımcılar tarafından benimsenecek stratejilerin de etkisiyle birlikte bu oranlar çok daha yüksek seviyelere çıkabilmektedir (LendingClub, 2017).

Günümüzde borçlanmaya dayalı kitlesel fonlama, yenilenebilir enerjiden emlak sektörüne, sinema endüstrisinden inşaat ve tedarik yönetimlerine kadar geniş yelpazede girişimci ve yatırımcıların ilgi odağı haline gelmiştir. Şöyle ki, son yıllarda başta sigorta fonları olmak üzere kurumsal yatırımcıların da kitlesel fonlama yoluyla borç vererek kaynaklarını değerlendirildiği bilinmektedir (Freedman & Nutting, 2015). Lending Club'ın Eylül 2015 tarihli verilerine göre, platform üzerinden borçlanma yoluyla sağlanan fonların toplam tutarının 13,4 milyar USD; en yaygın borçlanma gerekçesinin ise başka bir borcun refinansmanı olduğu bildirilmiştir (LendingClub, 2017).

Öte yandan, girişim sermayesi şirketlerinin, bu modelde gözlenen önemli hacim artışı sonrasında borçlanmaya dayalı kitlesel fonlama hizmeti sunan platformlara da yatırım yaptıkları bilinmektedir. Dolayısıyla, bu finansman yönteminin bankalar ve kurumsal finansman kuruluşları tarafından sunulan ürünlere oranla önemli ölçüde cazibe merkezi haline geldiğini söylemek mümkündür. Örneğin, 2013 yılında Google tarafından Lending Club'a 125 milyon USD tutarında yatırım yapıldığı; 2014 yılının sonunda Lending Club'ın paylarının New York Borsası'nda halka arz edilerek 1 milyar USD fon yaratıldığı ve halka açıldığı tarihteki piyasa

değerinin yaklaşık olarak 9 milyar USD olduğu vurgulanması gereken bir konudur (Freedman & Nutting, 2015).

Borçlanan taraf açısından bu sistemin en büyük avantajı, temin edilen fonun teminat mekanizmasından bağımsız olarak bir borç-alacak ilişkisini yansıtmamasından dolayı borçluyu yalnızca bir borç yükümlülüğü altına sokmasından ileri gelmektedir. Diğer bir ifadeyle, borçlu tarafın bir şirket olması durumunda, fonlayanlar şirkette herhangi bir sermayedar veya teminat sahibi konumu kazanmayacak; gerçek kişi olması durumunda ise teminat mekanizmasının işletilmemesi nedeniyle ihtiyaç duyulan krediye daha kolay erişim sağlanmış olacaktır. Borç verenler için ise, önceden anlaşılmış ve genellikle bankaların mevduat için uygulamış oldukları faiz oranlarının üzerinde bir oranda düzenli faiz ödemeleri ve anapara ödemesine olanak tanınmaktadır (Avrupa Komisyonu, 2016).

Finansman arayışındaki kişiler açısından kitlesel fonlama yoluyla borçlanmak genelde bankalar üzerinden borçlanmaya kıyasla daha az maliyetli olmaktadır. Bunun başlıca nedeni, hem sabit faiz oranlarının bankalara kıyasla daha düşük hem de platformlardaki kredi süreçlerinin basitleştirilmiş olmasından kaynaklanmaktadır. Ancak uygulamada, platformlar tarafından toplam başvuruların düşük bir oranda kabul edildiği bilinmektedir (Freedman & Nutting, 2015). Örneğin Lending Club, başvuruların ortalama %10'luk bir kısmını kabul ettiğini açıklamıştır (LendingClub, 2017).

Fon arayışındaki kişiler için bu sistem, teminat mekanizmasına tabi olmaksızın ve daha kolay yoldan borçlanma olanağı sunmaktadır. Ayrıca, genellikle platformların bir internet sitesi olmaktan öte banka benzeri bir yapılanma içerisinde olmadıkları da göz önünde bulundurularak, herhangi bir coğrafi kısıtlama bulunmaksızın 7/24 açık olan platformların uygulamış oldukları komisyon ve masraflar daha düşük seviyededir (Avrupa Komisyonu, 2016). Aynı zamanda, başışa ve ödüle dayalı sistemin sunmuş olduğu imkanlar uygulanabildiği ölçüde borçlanmaya dayalı model için de geçerli olmaktadır.

Borç veren destekçilerin bakış açınsansa, etkili bir portföy çeşitlendirmesi yapıldığı varsayımıyla, genellikle faiz oranları borçlanma araçları gibi geleneksel finansal araçlara kıyasla tatmin edici düzeyde; yaratılan toplam getiri ise paylara nazaran daha istikrarlı olmaktadır. Benzer şekilde, sağlanan düşük tutarlı kredilerin vade dağılımlarının iyi kurgulandığı varsayımıyla, portföyden güvenilir, düzenli ve sabit bir nakit akışı elde etmek mümkün olmaktadır (Freedman & Nutting, 2015). Ancak, yatırımcılar açısından bu işlemlerin başışa veya ödüle dayalı kitlesel fonlama modellerinin aksine bir finansal yatırım amacı taşıdığı, sağlanan fonun karşılığında bir finansal enstrüman elde edileceği ve bu nedenle de çeşitli risklerle karşılaşılacağı hususlarının göz ardı edilmemesi gerekmektedir.

Yatırımcılar için yeni bir varlık sınıfı olarak adlandırılabilir model, tüm fonlarını vadeli mevduat veya sınırlı sayıda enstrümandan oluşan yatırım hesaplarında muhafaza etmeye kıyasla daha geniş bir portföy çeşitlendirmesi ve böylelikle maruz kalınan sistemik riskin minimize edilmesi olanağı sunmaktadır (Kirby & Worner, 2014). Ancak yüksek getiri arayışındaki yatırımcılar, özellikle faiz oranlarının düşük olduğu ortamlarda bankaların sunmuş oldukları getiri oranlarına kıyasla tatmin edici düzeydedir. Zira araştırmalara göre, borçlanmaya dayalı kitlesel fonlamayı tercih eden yatırımcıların büyük bir çoğunluğunun bankaların uyguladıkları düşük faiz oranlarına vurgu yaptıkları bilinmektedir (Estrin, Gozman, & Khavul, 2016).

Aynı zamanda yatırımcılar, çeşitli amaçlar için talep edilen ve birbirinden farklı risk ve getiri profillerine sahip kredi talepleri arasından bir portföy oluşturmakta serbesttir. Bu yolla yatırımcılar, hem portföy çeşitlendirmesi yoluyla riski dağıtma hem de sağlamış olduğu fonların ne amaçlı kullanılacağını serbestçe belirleme imkanına kavuşmuş olacaktırlar. Böylelikle potansiyel yatırımcılar, pek çok kişinin birbirinden farklı risklilik seviyelerine sahip projelerinden bir yatırım portföyü oluşturarak riski dağıtmış ve ortalama getiri oranını risk tercihleri doğrultusunda şekillendirmiş ve portföydeki kredilerin vadeleri ve kupon ödeme tarihlerini de şekillendirerek düzenli nakit akışı yaratmış olmaktadır. Böylesi esnek bir yapıya sahip olması da borçlanmaya dayalı kitlesel fonlama yatırımlarını yatırımcılar açısından daha cazip kılmakta iken, aynı zamanda daha karmaşık hale getirmektedir. Ancak, bu imkanların yanı sıra, borçluların yükümlülüklerini tam, zamanında ve gereği gibi yerine getirememesi riski her zaman söz konusu olabilecektir.

Fon sahiplerinin maruz kalabilecekleri en büyük risk, proje sahibinin taahhüt ettiği ödeme yükümlülüklerini yerine getirmemesinden kaynaklanmaktadır. Borçlanmaya dayalı kitlesel fonlamanın doğası gereği teminat mekanizmasının işletilmemesinden kaynaklı olarak bu riskin gerçekleşmesi destekçilerin tüm yatırımlarını kaybetmelerine sonuçlanabilir. Aynı zamanda, sistemin talep tarafını genellikle bankalardan kredi temin etmekte güçlük yaşayan bireyler ve KOBİ veya mikro ölçekli işletmelerin oluşturduğu da dikkate alındığında, bu kategorideki kişi ve işletmeler için temerrüt veya ödememe riski daha sık gündeme gelebilmektedir.

Diğer taraftan, her bir başvuru sahibinin ödeme kabiliyetinin değerlendirilebilmesi ve bu yolla fon talep eden kişilerin belirli risk kategorilerine tayin edilebilmesi için genellikle platformlar tarafından algoritmik yazılımlar geliştirilmektedir. Pek çok ülkede bu uygulama bir zorunluluk olmasa da her bir platformun işletmiş olduğu kredi değerlendirme süreci birbirinden farklılaşmakta ve bu yazılımların doğruluğu ve güvenilirliği kesin bir şekilde bilinmemektedir (Miller & Jenik, 2016). Bunların da dışında, platformun internet sitesine zararlı yazılımların bulaşması ve bu yolla veri tabanında kayıtlı bulunan bilgilerin kaybedilmesi, istisnai uygulamalar haricinde bu yolla yapılan yatırımın ikincil bir piyasasının bulunmaması,

standartlaştırılmış bir bilgi paylaşımı sürecinin işletilmiyor olması gibi hususlar ilave riskler yaratabilmektedir.

Öte yandan, platformların yaratılan işlem hacmine bağlı olarak getiri elde ettikleri; diğer bir ifadeyle, başvuru sahibinin geri ödeme kabiliyetinin platform için itibar dışında bir kaygı unsuru olmadığı göz önünde bulundurulduğunda, bu durum bir çıkar çatışmasına neden olabilmektedir. Zira platformların başvuru prosedürlerini mümkün olduğunca basitleştirme eğilimi içerisinde oldukları bilinmektedir (Jenik, Lyman, & Nava, 2017). Aynı zamanda, platformların sektörde tutunabilmeleri için iyi işleyen bir sisteme sahip olmaları ve bu şekilde potansiyel yatırımcıların güvenini kazanmaları da üzerinde durulması gereken bir konudur (Estrin, Gozman, & Khavul, 2016). Elbette çalışmanın bu kısmında mikro düzeyde ele alınan bu risklerin yaygın olarak gerçekleşmesi halinde ekonominin geneline de yansıma ihtimali her zaman bulunmaktadır.

Borçlanmaya dayalı kitlesel fonlamanın içerdiği tüm bu riskler nedeniyle başta dünya genelinde yaygın olarak kullanılan ülkelerde düzenlemeye tabi tutulduğu bilinmektedir. Mevcut durumda, Güney Kore gibi halihazırda sistemin çok fazla yaygın olmadığı ülkelerde kitlesel fonlama platformlarının bankacılık ve finansal piyasalarla ilgili mevcut düzenlemelere uygun şekilde faaliyet gösterdikleri takdirde akreditasyon veya lisanslama benzeri ayrıca bir süreç işletilmediği görülmektedir. ABD’de lisanslı aracılık şirketleri olarak yapılanan kitlesel fonlama platformlarının; Almanya, Fransa ve İtalya gibi Avrupa Birliği üye ülkelerinde faaliyet gösterebilmeleri için bankacılık lisansı almaları gerekmektedir. İsrail ve Japonya gibi ülkelerde ise borçlanmaya dayalı kitlesel fonlama faaliyetlerine izin verilmediği bilinmektedir (Jenik, Lyman, & Nava, 2017). Dolayısıyla, dünya genelinde borçlanmaya dayalı kitlesel fonlamanın düzenlenmesine ilişkin farklı uygulamalar bulunmaktadır.

4) Ortaklığa Dayalı Kitlesel Fonlama

Ortaklığa dayalı kitlesel fonlama ise yatırımcılar tarafından sağlanan fonlar karşılığında pay veya benzeri bir menkul kıymet edinilmesi üzerine kurulu bir modeldir. Model, yeni kurulacak veya halihazırda kurulu bulunan ancak payları borsada veya teşkilatlanmış bir piyasada işlem görmeyen işletmelerin çeşitli nedenlerle ihtiyaç duydukları fonun temini karşılığında pay veya benzeri menkul kıymet ihraç etmeleri esasına dayanmaktadır. Böylelikle ortaklığa dayalı kitlesel fonlama, ihraç edilecek menkul kıymetlere platformlar üzerinden talep toplanmasına ve yapılan çağrı sonrasında bu şirketlere yatırım yapılabilmesine olanak tanımaktadır. Genellikle KOBİ’lerin ihtiyaç duydukları finansmanın, bireysel veya kurumsal yatırımcılar tarafından karşılanmasına dayalı model özünde ödüle dayalı kitlesel

fonlama modeline bir hayli benzerlik gösterse de, buradaki amaç sağlanan fonlar karşılığında şirkete veya en azından şirketin gelirlerine ortak olunmasıdır.

Ortaklığa dayalı kitlesel fonlamada en büyük risk ve fırsat girişime yapılan yatırımın risk ve getirisi ile paraleldir. Dolayısıyla bu model, ödüle dayalı kitlesel fonlamaya kıyasla çok daha riskli ve karmaşıktır. Ancak, ortak sıfatını alan destekçilerin başarılı projelerin uzun dönem gelirlerine de ortak olduğu dikkate alındığında, hem daha yüksek hem de sürdürülebilir getiri imkanı vaat etmektedir. Diğer taraftan, bir girişimcinin ortalama sekiz ila on iki ay süren melek yatırımcı bulma sürecini haftalara hatta günlere düşürmektedir (Freedman & Nutting, 2015). Ortaklığa dayalı modelin, gerek yatırımcıların fonlarını yüksek getiri vaat eden girişim şirketlerine yatırım yaparak değerlendirmelerine olanak tanınması gerekse sermaye ve finansmana erişimde sıkıntı yaşayan girişimlerin desteklenmesine zemin hazırlaması nedeniyle mikro ve makro düzeyde oldukça faydası bulunduğunu söylemek mümkündür.

Bu yöntemde göz önüne alınması gereken riskler ise yatırım kaybı, girişimin ve yatırımcıların likidite sorunları yaşaması, uzun süreli kar payı dağıtma şartlarının oluşmaması, özsermaye kaybının yaşanması ve şirketin yatırım alanlarının çeşitlendirilmesi eğilimi olarak özetlenebilir. Bu şekilde yatırım yapılan projelerde dikkat edilecek bir başka önemli konu ise yine karlılığın sağlanamaması durumu başta olmak üzere yapılan yatırımın realize edilebilmesi için gerekli çıkış stratejilerinin önceden öngörülebilir ve sağlıklı bir şekilde planlanmış olmasıdır. Zira mevcut durumda bu tip enstrümanlar için teşkilatlanmış bir ikincil piyasanın bulunmaması ve bu sebeple gündeme gelen eksik likidite koşulları nedeniyle yapılan yatırımın hızlı ve maliyetsiz bir şekilde realize edilmesi mümkün olmayabilir. Benzer şekilde, kitlesel fonlama yoluyla fon temin eden şirketlerin borsada veya teşkilatlanmış piyasalarda işlem görmemesinden bahisle çeşitli kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinden muaf tutulması da küçük yatırımcılar için önemli belirsizlikler doğurabilmektedir.

Uygulamada bu modelin her bir platform ve hatta platformlar nazarındaki projeler bazında farklı şekillerde kurgulanabildiği görülmektedir. Buna göre, bu yapılardan en sık rastlanılan birkaçına aşağıda yer verilmektedir:

- i. **Gelir Paylaşımı Modeli:** Bu modelde gerçek anlamda bir ortaklık ilişkisi söz konusu olmayıp, taraflar arasında girişimin gelecekte yaratması beklenen gelirlerine ortak olunması gündeme gelmektedir. Bu amaçla proje başarıyla sonuçlandığında her bir destekçi ile gelir paylaşımı sözleşmesi imzalanmaktadır.
- ii. **Temsilci Modeli:** Destekçiler tarafından sağlanan fonlardan oluşan fon havuzunu temsilen yeddi emin sıfatıyla üçüncü bir tarafın -ki genellikle kitlesel fonlama platformu veya platformun anlaşma sağladığı bir tüzel kişi- girişime

ortak olması üzerine kurulmuştur. Dolayısıyla, yatırımcılar doğrudan girişimde ortak konumunda olmayıp, yararlanıcı konumundadırlar.

iii. Doğrudan Yatırım Modeli: Girişim tarafından ihraç edilen payların yatırımcılara, yapmış oldukları yatırım oranında doğrudan aktarılması esasına dayanmaktadır. Bu paylar oydan yoksun paylar veya kar payı imtiyazına sahip paylar olabileceği gibi tüm sermayeyi temsil eden eşit statüdeki paylardan da olabilmektedir.

iv. Dönüştürülebilir Tahvil Modeli: Girişimin bir sonraki kitlesel fonlama kampanyasında veya belirlenen çıkış koşullarında paya dönüştürülebilir veya fonu iade etme imkanı sunmaktadır. Bu yapının en büyük avantajı ve dolayısıyla tercih edilme sebebi, girişimin değerlemesinin projenin tamamlanmasının ardından yapılmasına olanak tanımasıdır.

Ortaklığa dayalı kitlesel fonlama hakkında ayrıntılı bilgiye ilerleyen bölümlerde değinilecektir.

D) Sayılarla Kitlesel Fonlama

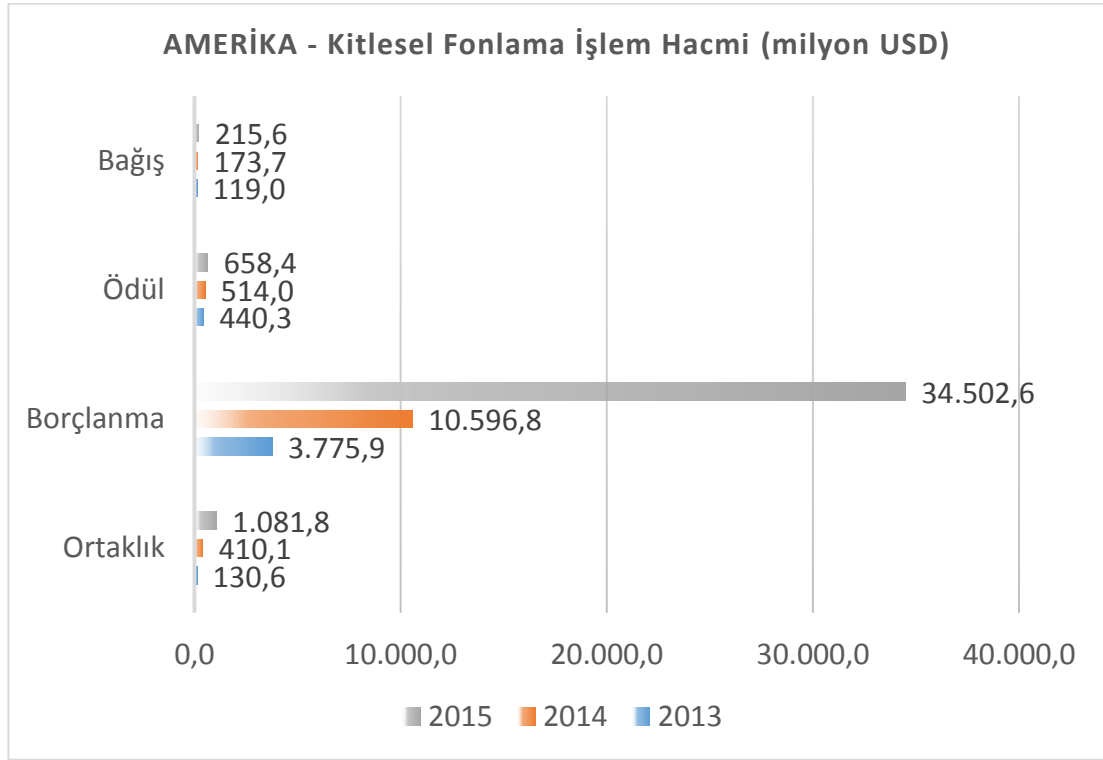
Kitlesel fonlamanın gösterdiği gelişimi sayılarla da ifade etmek mümkündür. Son dönemde büyük bir sıçrama yaşayan sektör için gelecek on yıl içerisinde dünya genelinde büyük bir gelişme potansiyelinden bahsedilmektedir (Avrupa Komisyonu, 2016). Geçmiş dönemde olduğu gibi gelecek yıllarda da kitlesel fonlamanın üç haneli büyüme oranlarına ulaşması beklenmektedir. Dünya Bankası'nın 2013 yılına ait araştırmalarına göre de kitlesel fonlama sektöründe her yıl iki katın üzerinde bir büyüme kaydedilerek 2020 yılına kadar dünya genelinde 90 milyar USD'lik bir işlem hacminin yakalanacağı öngörülmektedir. Ancak, aşağıda paylaşılan veriler ışığında bu tahminlerin gerçekleşen seviyenin oldukça altında kaldığı anlaşılmaktadır.

Diğer taraftan, son dönemde ABD, Birleşik Krallık, Çin ve Avrupa Birliği üye ülkeleri başta olmak üzere dünya genelinde düzenleme altyapısına kavuşan borçlanmaya ve ortaklığa dayalı kitlesel fonlama modellerinde kayda değer bir sıçrama yaşandığı dikkat çekmektedir. Nitekim ortaklığa dayalı kitlesel fonlama modelinin de yaratılan işlem hacmi bakımından son yıllarda olduğu gibi üç haneli büyüme oranlarını yakalayacağı ve bu yolla 2019 yılına kadar girişim sermayesi ve melek yatırımcılar tarafından yaratılan işlem hacimlerinin üzerinde bir pazar payı elde edeceği öngörülmektedir (Fisher, 2017).

Doğuşundan bu yana kitlesel fonlama sektörü, dünya çapında büyük bir gelişme kaydetmiştir. Uygulanan tüm modeller dahil edildiğinde, dünya genelinde toplam işlem hacmi 2011 yılındaki 1,5 milyar USD seviyesinden 2015 yılı itibarıyla

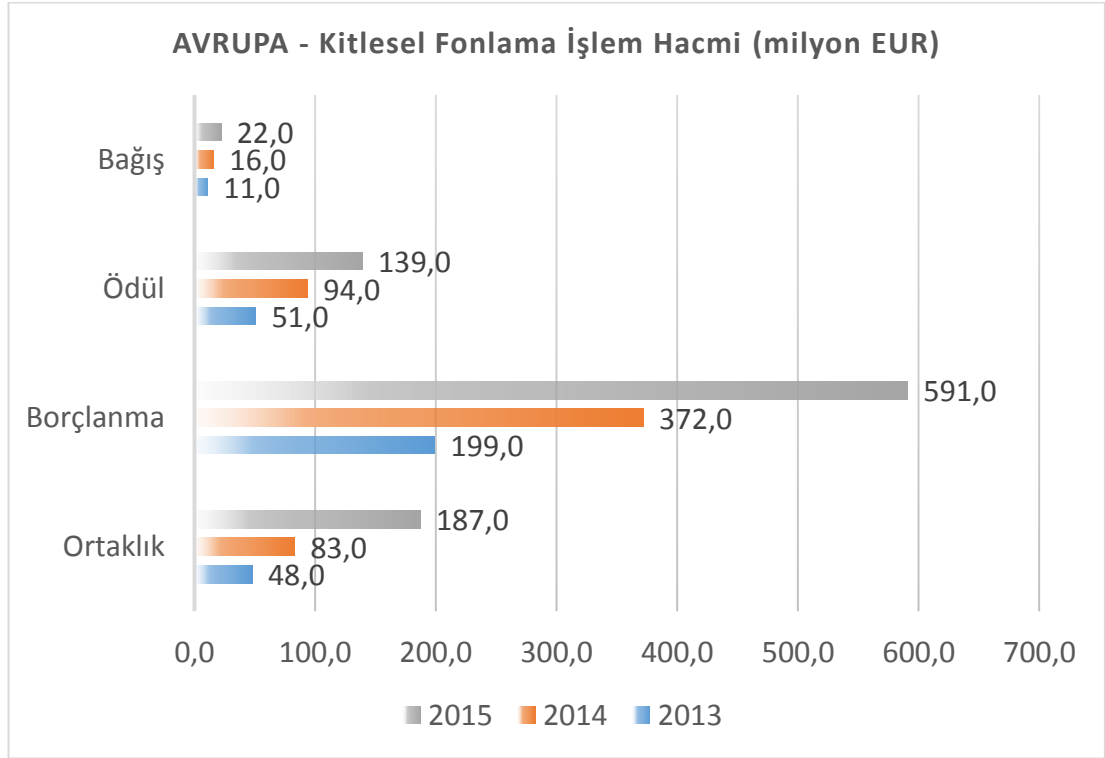
100 milyar USD'nin üzerine çıkmıştır (Jenik, Lyman, & Nava, 2017).⁷ Son yıllarda Çin'in öncülüğünde başta borçlanmaya dayalı kitlesel fonlama modeli olmak üzere alternatif finansman yöntemleri içerisinde kitlesel fonlamanın ağırlığı artış eğilimindedir.

Konuyu sayılarla açıklamadan önce belirtmek gerekir ki, her ne kadar kitlesel fonlamaya ilişkin bölgesel ve küresel pek çok veri sağlayıcısı bulunsa da, bu çalışmada yalnızca genele açık rapor ve çalışmalardan yararlanılmıştır (Wardrop & vd., 2016) (Zhang & vd., Sustaining Momentum: The 2nd European Alternative Finance Industry Report, 2016) (Zhang & vd., 2016) (Zhang & vd., 2016).

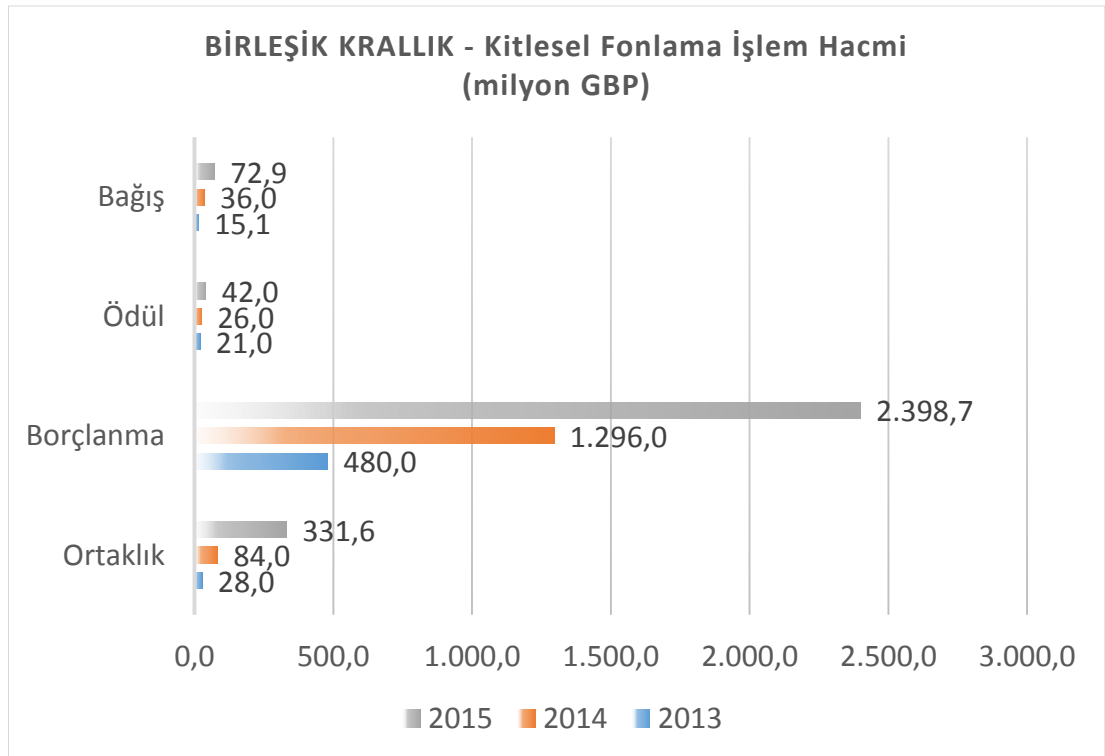


Grafik 1 - Amerika Kıtasında Gerçekleşen Kitlesel Fonlama İşlem Hacmi (2013-2015)

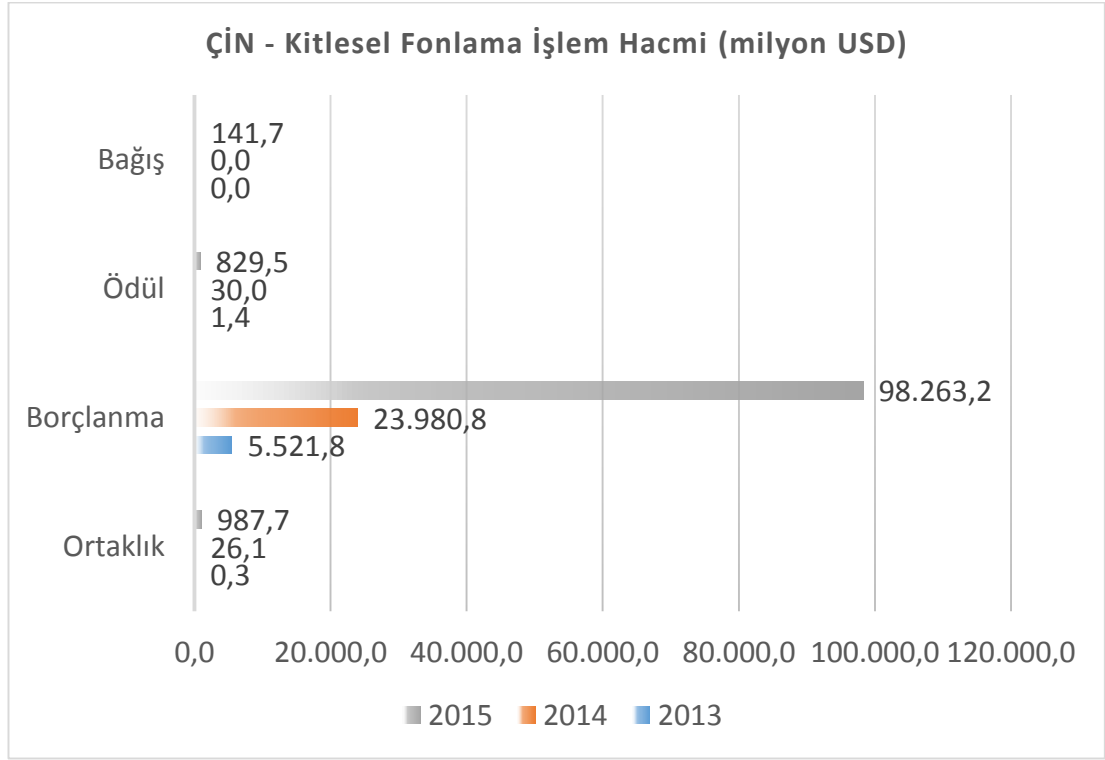
⁷ Diğer yandan, farklı kaynaklarda bu rakamlar tanım ve kapsam farklılıklarından ötürü değişiklik gösterebilmektedir. Örneğin, kitlesel fonlama endüstrisinin veri sağlayıcılarından Massolution'ın çalışmalarına göre (2015); sektörde 2015 yılında beklenen işlem hacmi 34 milyar USD olarak gösterilmektedir.



Grafik 2 - Avrupa Kıtasında (BirleŖik Krallık Hariç) GerçekleŖen Kitlemel Fonlama İŖlem Hacmi (2013-2015)



Grafik 3 - BirleŖik Krallık'ta GerçekleŖen Kitlemel Fonlama İŖlem Hacmi (2013-2015)



Grafik 4 - Çin'de Gerçekleşen Kitlesel Fonlama İşlem Hacmi (2013-2015)

İşlem hacmi bakımından borçlanmaya dayalı kitlese fonlama yönteminin en dominant model olduğu görülmektedir. Ancak, borçlanmaya dayalı modelin doğası gereği bir projenin finansmanından öte belirli bir vadeye dayalı kredi sözleşmesi niteliği taşıdığı dikkate alındığında, işlem hacmi rakamları yanıltıcı olabilmektedir. Zira borçlanma aracı ihracı verilerine benzer şekilde başta refansman amaçlı kullanılan kitlese fonlama kredilerinin varlığından dolayı bu hacim yüksek seviyelerde gerçekleşmektedir. Ayrıca, işlem bir borçlanma mahiyetinde olduğundan, bu tip işlemlerde bir kişi tarafından sağlanan fonun toplam tutarı görece daha yüksek olabilmektedir.

Öncelikli olarak bir projenin veya girişimin finansmanı amacı güden ödüle dayalı kitlese fonlama modelinin ise proje sayısı bakımından en çok tercih edilen yöntem olduğu bilinmektedir. Ancak, bu yöntemle genelde görece düşük tutarlarda fon toplandığı ve çoğu zaman bir proje için tek bir kampanya yürütüldüğü göz önünde bulundurulduğunda, toplam işlem hacmi rakamları görece düşük seviyelerde kalmaktadır. Alternatif finansman odaklı bir diğer yöntem olan ortaklığa dayalı kitlese fonlama modelinde ise 2013-2015 döneminde gözlenen aşırı büyüme oranları dikkat çekicidir. Özellikle 2015 yılında incelemeye konu tüm bölgelerde ortaklığa dayalı kitlese fonlama işlem hacminin büyük bir sıçrama yaşadığı açıkça görülebilmektedir. Son dönemde dünya genelinde ortaklığa dayalı kitlese fonlama modeline ilişkin çeşitli düzenlemelerin yapılması, bu düzenlemelerle birlikte daha regüle ve sağlıklı işleyen

bir sektörün oluşturulması ve bu yolla hem girişimcilerin hem de yatırımcıların sisteme güven duymaları toplam işlem hacminde önemli artışlara yol açmıştır.

Son olarak, modelin başarılı uygulamalarıyla beraber bir alternatif finansman yöntemi olarak kitlesel fonlamaya olan eğilimin artması, dünya genelinde hizmet veren kitlesel fonlama platformlarının sayısında da ciddi bir artış yaşanmasına yol açmıştır. Araştırmalara göre, 2010 yılında dünya genelinde faaliyet gösteren yalnızca 283 tane platformun olduğu (Statista, Statista.a, 2017) ancak bu sayının yıllar içerisinde artarak 2014 yılında dünya genelindeki platform sayısının 1.250'ye yükseldiği (Statista, 2017); 2016 yılı itibarıyla ise toplam platform sayısının 2.000'i bulmuş olabileceği (Drake, 2017) ifade edilmektedir. Dolayısıyla, kitlesel fonlama işlem hacmiyle kitlesel fonlama platformlarının sayısı arasında doğru orantılı bir ilişkiden söz etmek de doğal olarak mümkün olmaktadır.

III. ORTAKLIĞA DAYALI KİTLESEL FONLAMA HAKKINDA BİLGİLER

A) İşleyiş Mekanizması

Ortaklığa dayalı kitlesel fonlama modelinin, henüz projelendirme aşamasındaki bir girişim, bu girişime sermaye koyma saikiyle hareket eden potansiyel yatırımcılar ve bu tarafları sanal ortamda bir araya getirmek üzere sosyal medya esaslarına uygun olarak hareket eden kitlesel fonlama platformu olmak üzere üç temel unsuru bulunmaktadır (Estrin, Gozman, & Khavul, 2016). Denkleme başarılı bir kitlesel fonlama kampanyası neticesinde ihraç edilen pay veya benzeri bir enstrüman da dahil edildiğinde, bu üç unsura bir yenisi daha eklenmektedir.

Her ne kadar işleyiş sistemi platformlar düzeyinde farklılık gösterse de sistemde temel olarak fon talep eden, fon sağlayanlar ve fon transferi nedeniyle oluşan fiyattan söz etmek mümkündür. Bu özelliği nedeniyle, ortaklığa dayalı kitlesel fonlama modeli de diğer modeller gibi genele yönelik bir çağrı yapılması kapsamında ele alınmaktadır. Ancak, bu çağrı neticesinde toplanan fonlar karşılığında taahhüt edilen edim bir ürün veya hizmet yerine bir menkul kıymet olmaktadır. Bu durum aynı zamanda, kitlesel fonlamanın bu modelinde şirket ve proje değerlemesi ve bu doğrultuda menkul kıymet fiyatlamasını gündeme getirmektedir. Dolayısıyla, hem girişimcilerin hem de yatırımcıların bu yöntemi tercih etmelerinin altında yatan motivasyon ciddi ölçüde farklılaşmaktadır (Estrin, Gozman, & Khavul, 2016).

Sistemin bir menkul kıymet ihracına dayalı olarak işleyen doğası gereği, dünya genelindeki uygulamalarda fon talep eden taraf potansiyel bir ihraççı; fon arz eden taraf ise potansiyel bir yatırımcı olarak ele alınmaktadır. Diğer yandan, bu işlemin genele yönelik bir çağrı mahiyetinde olmasından kaynaklı olarak, ihraca konu menkul kıymetlerin satış yöntemi de halka arz olarak değerlendirilmektedir. Bu sebeple,

ortaklığa dayalı kitlesel fonlama yönteminin yaygın olarak kullanıldığı başta ABD, Birleşik Krallık ve Avrupa Birliği üye ülkelerinde kitlesel fonlamaya⁸ özgü düzenlemelerin olduğu ve bu düzenlemelerin genellikle yatırımcılar tarafından bu yolla girişimlere ortak olunmasına veya çok benzer uygulamalara yol açtığı bilinmektedir.

Ancak belirtmek gerekir ki, bu model gelişimiyle birlikte birbirinden pek çok farklı yapıda uygulanmaya başlanmıştır (Gabison, 2015). Örneğin, bazı platformların uygulamalarında ihraççı şirket ile ilgili gerekli ön inceleme ve tespit çalışmaları (due diligence) bizzat platform tarafından yürütülerek uygun görülen projeler için kampanya süreci başlatılırken; bazı platformlar bu süreci anlaşmalı oldukları melek yatırımcı ağı aracılığıyla gerçekleştirebilmektedir. Bir başka örnekte ise, platformlar her bir proje için gelen talepleri ortak bir havuzda biriktirerek başarılı projelerde ihraç edilen payları veya benzeri menkul kıymetleri bu havuz ve yararlanıcıları adına ancak kendi hesabına temsilci veya yeddi emin sıfatıyla izlerken; bazı platformlar doğrudan ihraç edilen kıymetleri ve bunlardan doğan hak ve yükümlülükleri yatırımcılar ile paylaşmaktadır. Dolayısıyla, ortaklığa dayalı kitlesel fonlama modelinde platformların konumları, yetki ve yükümlülükleri de farklılaşabilmektedir. Aynı şekilde, yurt dışı uygulamalarda ihraca konu edilen menkul kıymetlerin de pek çok farklı formda olduğu görülmektedir. Örneğin, bir şirket herhangi bir pay ihraç edebileceği gibi, oy hakkından yoksun veya yalnızca kar payı imtiyazı veren paylar ve hatta dönüştürülebilir tahvil bile ihraç edilebilmektedir.

Ortaklığa dayalı kitlesel fonlama süreci, standart bir kitlesel fonlama sürecine benzer şekilde, ilk olarak kampanya sahibi tarafından gerekli sunum ve materyallerin uygun görülen platforma iletilmesiyle başlar. Ancak bu noktada, çoğu zaman dünya uygulamalarında benzerlik gösteren düzenlemelerin de bir sonucu gereği, platformlar tarafından daha sıkı bir inceleme ve gözden geçirme (due diligence) süreci işletilmektedir. Zira dünya uygulamalarında proje ve kampanyalar ile ilgili oluşabilecek aksiliklerde, kabul aşamasında gerekli prosedürleri işletmeyen platformların da kusurlarına ve durumun gereklerine göre çeşitli sorumlulukları bulunmaktadır. Bu sebeple, platformların başvuruların kabulünde dikkate aldıkları kriterlerin ve izledikleri yöntemlerin standartlaştırılmış olması önem arz etmektedir. Bu durum aynı zamanda yatırımcılara da aynı platform üzerindeki farklı projeler arasında daha sağlıklı bir karşılaştırma yapabilme imkanı sunmaktadır (Estrin, Gozman, & Khavul, 2016).

Kampanya döneminin başlamasıyla birlikte genellikle bu süreç diğer modellere nazaran daha kısa sürmektedir. Kampanya süresince gerek kitlesel fonlama platformu üzerinden ve gerek diğer sosyal ağlardan potansiyel yatırımcılar ve girişimciler

⁸ Bu bölümden itibaren aksi belirtilmedikçe “*kitlesel fonlama*” ile kastedilen “*ortaklığa dayalı kitlesel fonlama*” modelidir.

arasında sürekli bir etkileşim söz konusu olmaktadır. Girişimcinin iş modeli, riskli ve avantajlı yönleri, potansiyel risklerin ne şekilde yönetileceği, geliştirilecek ürün ve hizmete ilişkin pazar araştırmaları ve girişimin finansal durumu gibi hususlar başta olmak üzere yatırımcı adayları tarafından merak edilen ve cevaplanması gerektiği düşünülen hususlar ister taraflar arasında ister genele açık bir şekilde tartışma ortamına aktarılır (Estrin, Gozman, & Khavul, 2016). Dolayısıyla, girişimcinin kampanya süresince aktif bir etkileşim kurması önem arz etmektedir. Bu etkileşim sonucunda, yatırım koşulları başta olmak üzere kampanyanın esaslı unsurlarında da birtakım değişimler gündeme gelebilmektedir.

İhraca konu menkul kıymetin bir pay olması durumunda, hedeflenen fon miktarı karşılığında girişimin sermayesini temsil eden payların belirli bir oranda yatırımcılara aktarılacağı taahhüt edilmektedir. Dolayısıyla hedeflenen fon miktarı, verilmesi planlanan payların toplam değerine eşit olmaktadır. Diğer bir ifadeyle, verilmesi planlanan ortaklık oranı, girişimin toplam piyasa değerinin hedef fon miktarı ile sınırlı kısmına işaret etmektedir. Kampanya süresinin sona ermesiyle birlikte, diğer modellerde de olduğu gibi platform bazında değişmekle birlikte, hedef fon miktarının altında veya üzerinde bir talep oluşması gündeme gelebilmektedir. Bu durum, yatırımcılar için pozitif veya negatif sulanma etkisi doğurmaktadır. İhraca konu menkul kıymetin girişimin sermayesini temsil eden payların dışında kardan pay alma hakkı tanıyan veya değiştirilebilir tahvil benzeri bir menkul kıymet olması da söz konusudur. Benzer şekilde bu tip yapılarda da, hedef fon miktarının üzerinde veya altında bir talep oluşması durumunda yatırımcıların öngörülerinde farklılıklar oluşabilmektedir.

Genel uygulamalara göre, kampanya süresinin sona ermesinin ardından başarıyla sonuçlanan projelerde, platformlar aracılığıyla ortaklık sözleşmelerinin imzalanması ve esas sözleşmenin incelenerek nihai kararın verilmesi için yatırımcılara belirli bir süre tanınmaktadır. Dolayısıyla, bu noktada dahi yatırımcıların kararlarını değiştirme imkanları bulunmaktadır. Ancak, cayma hakkının kısıtlandığı uygulamalar da mevcuttur. Sistemin işleyişi tek başına doğrudan platforma yatırım tutarının aktarılması ile sonlanmayıp, pay edinimine ilişkin gerekli sözleşmelerin de imzalanmasını gerektirmektedir. Bu yöntemde ayrıca, projenin gidişatı hakkında bilgi paylaşımı da önem arz etmektedir. Zira artık girişimin doğrudan veya dolaylı yoldan ortağı haline gelen yatırımcılar için şirket hakkında düzenli bilgi paylaşımının yapılması gerekmektedir.

Son olarak, bu yolla ihraç edilen pay veya benzeri menkul kıymetlerin bir borsada veya teşkilatlanmış pazar yerlerinde işlem görmedikleri dikkate alındığında, yatırımcıların yatırımlarını realize edebilmeleri için çeşitli çıkış opsiyonlarının sunulması bir diğer önemli konudur. Uygulamada genellikle halka açılma, pay geri alımı, yeni bir kitlesel fonlama kampanyasının yürütülmesi, birleşme veya devralma ve en son tasfiye gibi farklı çıkış opsiyonlarının uygulandığı görülmektedir. Bu amaca

hizmet etmek üzere, kitlesel fonlama yoluyla edinilen menkul kıymetler için ikincil piyasa oluşturulmasına yönelik çeşitli uygulamalar da mevcuttur. Bazı platformların kendi internet sitelerinde oluşturdukları portallar aracılığıyla potansiyel alıcı ve satıcı tarafların bir araya getirilmesine de aracılık ettikleri ve bu yolla yatırımcılara ilave likidite imkanı sundukları; bazı platformların ise borsalar veya genellikle elektronik ortamda faaliyet gösteren çok taraflı işlem platformları ile iş ortaklıkları kurmak suretiyle benzer imkanları sağladıkları tespit edilmiştir.

B) Faydaları

Kitlesel fonlama yatırımları, melek yatırımcılar ve girişim sermayesi yatırımları tarafından fazla önem verilmeyen veya geç fark edilen çekirdek işletmelere yeni bir finansman kaynağı sağlamakta ve bu tip işletmelerin ve girişimlerin toplum genelinden yararlanarak sermayeye erişimlerini kolaylaştırmak için yeni bir araç olarak ortaya çıkmaktadır. Kitlesel fonlama, potansiyel yatırımcıların teknolojiyen yararlanmalarına, finansmana erişimin çeşitlendirilerek genişletilmesine, yeni girişimlerin oluşması için elverişli bir ortam oluşturulmasına, böylelikle yeni istihdam olanakları yaratılarak ekonomik büyümeye ve toplumsal refaha katkıda bulunmaktadır. Dolayısıyla kitlesel fonlamanın pek çok faydasından söz etmek mümkündür.

Kitlesel fonlamanın girişimciliği desteklediği dikkate alındığında, girişimcilerin fikirlerini hayata geçirerek ekonomiye katkı sağlayabilmelerine imkan tanınması ve bu yolla yeni istihdam alanlarının yaratılmasına katkıda bulunması kitlesel fonlamanın makro düzeydeki faydalarının başında gösterilebilir. Başlangıç ve gelişme aşamasındaki girişimlere sermaye yoluyla finansman sağlamanın ve bu yolla ekonomik büyümenin yanı sıra toplumsal refah ve istihdam koşullarında iyileşmeye katkıda bulunmasının yanı sıra kitlesel fonlama, ekonomik büyümenin sürdürülebilmesi için hangi işletmelerin finansmana erişim sağlayıp hangisinin sağlayamayacağına karar verilmesi sürecine toplumun farklı kesimlerini de dahil eden özelliği nedeniyle hem sermayenin tabana yayılması hem de sermayeye erişimin demokratikleştirilmesi amacına hizmet etmektedir (Dünya Bankası, 2013).

Girişimcilik finansmanı ile sosyal ağ imkanlarını birleştirmekte büyük bir rol oynayan model, büyük ölçüde sermaye piyasalarında yer almayan kişi ve kuruluşları sistem içerisinde çekebilme kabiliyetine sahiptir. Geleneksel finansman modellerinde masrafların fazla olduğu bir yapı bulunurken kitlesel fonlamada ise platformlar aracılığıyla erken aşama girişimlerin bilgilerinin hızlı ve daha az maliyetli bir şekilde potansiyel yatırımcılara aktarılması mümkündür. Böylece yatırımcılar potansiyel yatırım olanaklarını karşılaştırmalı bir biçimde araştırabilmekte ve ayrıntılı bilgilere dijital ortamda ulaşabilmektedir. Diğer bir ifadeyle kitlesel fonlama, hem

yatırımcıların hem de girişimcilerin ihtiyaç duydukları bilgiye ve sermayeye merkezi bir yapıdan erişmelerini mümkün kılar (Dünya Bankası, 2013).

Kitlesel fonlama, fonlama döngüsünü de değiştirmektedir. Gelişmiş ülkelerde erken aşama girişimler genellikle girişim sermayedarları tarafından; gelişmekte olan ülkelerde ise girişimcinin kendi imkanları, aile bireyleri veya arkadaş çevresi tarafından desteklenmektedir. Bilgi ve iletişim teknolojilerinin avantajları erken aşama girişimlerin coğrafi sınırlara bağlı kalınmaksızın girişimcilerin kendi çevrelerinden daha geniş alanlara ulaşmalarını sağlamaktadır. Doğal olarak kitlesel fonlama, melek yatırımcılığın coğrafi yelpazesini de genişletmektedir. Zira bu yöntemde coğrafyaya bağlılık bir gereklilik olmaktan çıkmaktadır (Kirby & Worner, 2014).

Başlangıç aşamasındaki girişimler bir ürün veya hizmetin uygulanabilirliğini araştırmak için de kitlesel fonlama sistemini kullanabilmektedirler. Bu sistem aynı zamanda projelerin tanıtımının yapılmasıyla pazarlama avantajı sağlamaktadır. Diğer bir ifadeyle, kitlesel fonlama sistemi ürünlere yönelik piyasanın test edilmesi ve talebin ölçülmesi amacıyla hizmet edebilmektedir. Üstelik bu yöntem, diğer geleneksel pazar araştırması faaliyetlerine nazaran sıfır maliyetli ve çok daha pratik olmaktadır (Avrupa Komisyonu, 2016).

Kitlesel fonlamanın bir diğer faydası da pazar hakkında bilgi ve işbirliğine imkan sağlamasından ileri gelmektedir. Kitlesel fonlama ile girişimciler amaçladıkları pazar fırsatları ve pazarlama stratejilerine ilişkin erken geribildirim alabilirler. Potansiyel yatırımcılardan gelen geri bildirimler iş modelinde yenilikler yapılmasına olanak sağlamaktadır. Kitlesel fonlama, girişimcilere odaklarını yeni bir pazara çevirmeleri konusunda bilgi ya da yeni tedarikçiler ve satıcılar aranması gibi ihtiyaçlar hakkında ön bilgi verebilir. Bu durum ise piyasada pazar verimliliğini önemli ölçüde artırmaktadır (Dünya Bankası, 2013).

Sonuç olarak, kitlesel fonlamanın ekonomik büyüme, toplumsal refah ve istihdam gibi makroekonomik düzeydeki faydalarının yanı sıra, girişimcilerin sermayeye erişiminin kolaylaştırılması, bireysel yatırımcıların yüksek getiri potansiyeli taşıyan girişimlere yatırım yapabilmelerine olanak tanınması, maliyet etkin ve pratik bir pazar araştırması ve pazarlama aracı olarak kullanılabilmesi ve böylelikle sürdürülebilir bir yatırım ortamı oluşturulması noktasında çok çeşitli faydaları bulunduğu söylenebilir.

C) Riskleri

Elbette, kitlesel fonlamanın faydaları olduğu kadar risklerinden de söz etmek mümkündür. Bu riskler ağırlıklı olarak projenin başarısız sonuçlanması, platformun kapanması veya yetersiz hale gelmesi, likidite eksikliği, siber saldırı ve veri güvenliğine ilişkin sorunlar ve düşük şeffaflık düzeyi konu başlıkları etrafında

toplanmaktadır (Kirby & Worner, 2014). Ancak hiç şüphesiz öncelikli risk unsurunu dolandırıcılık teşebbüsleri oluşturmaktadır. Kitlesel fonlama, sistemin üç ana unsuru olan girişimci, yatırımcı kitlesi ve platformun her biri için çeşitli risk unsurlarını da beraberinde getirmektedir. Genellikle bu riskler, tipik sermaye piyasası faaliyetlerinden kaynaklanan risklerle benzer olmakla birlikte, çoğu zaman sistemin deneyimsiz tarafları odak noktası halinde getiren yapısı gereği daha yıkıcı olabilmektedir. Diğer taraftan, teknolojik olanakların sık ve yoğun olarak kullanılıyor oluşu nedeniyle ilave birtakım riskler daha gündeme gelebilmektedir.

Yatırımcı kitlesi açısından bakıldığında, bilgi asimetrisi ve ters seçim gibi piyasa aksaklıklarından kaynaklı riskler en büyük ve yıkıcı risk unsurlarını teşkil etmektedir (Bruton, Khavul, Siegel, & Wright, 2015). Bilgi asimetrisi genellikle sermaye arayışındaki bir girişimci ile potansiyel sermayedarlar arasında gündeme gelir (Estrin & Khavul, 2016). Her ne kadar girişimci tarafından belirli bir iş modeli sunulsa da bu modelin uygulamaya geçmemiş olması nedeniyle başlangıç aşamasındaki girişimler için potansiyel risk ve getiri profili gibi hususlar her zaman soru işareti doğurabilmektedir. Dolayısıyla, potansiyel yatırımcılar olduğu kadar girişimci de projesinin geleceği hakkında kesin bir yargıda bulunamaz.

Diğer yandan, girişimin karşı karşıya kalabileceği sistemik olmayan riskler hakkında girişimcinin potansiyel yatırımcılara kıyasla daha iyi bir öngörüsü olmasını beklemek son derece normal bir durumdur. Bu da ters seçim sorunsalını beraberinde getirmektedir. Zira girişimci her zaman tüm kartlarını masaya yatırmayabilir. Bu da yatırımcılar tarafından zarar edilmesine ve hatta yatırımcıların dolandırılmalarına bile yol açabilir.

Girişim şirketlerine yatırım oldukça riskli olabilmektedir. Genellikle spekülatif özellik taşıyan bu piyasada yatırımcılar tüm yatırımlarını kaybetme riskiyle karşı karşıya kalabilir. Geçmiş dönem faaliyetlere ve finansal verilere sahip kurumsal bir işletmeye kıyasla pek çok girişim şirketi henüz projelendirme veya geliştirme aşamasındaki bir ürün veya hizmete dayalı gelir yaratma potansiyeli taşımaktadır. Dolayısıyla yatırımcıların, yatırımdan kaynaklanabilecek riskleri detaylı ve kapsamlı olarak anlamış olmaları beklenmektedir.

Yapılan yatırım karşılığında elde edilecek pay veya benzeri menkul kıymetlerin yatırımcıların hesaplarına aktarılmasının ardından yeniden satılmak istenmesi durumunda, bu kıymetlerin hızlı ve maliyetsiz bir şekilde elde çıkarılmasının garantisi bulunmamaktadır. Zira bu paylar için teşkilatlanmış bir piyasa bulunmadığı gibi gelecekte böyle bir piyasanın oluşmasının garantisi de bulunmamaktadır. Diğer bir ifadeyle, yatırım neticesinde elde edilen menkul kıymetler likit varlıklar kategorisinde gösterilememektedir.

Öngörülebilir bir süre boyunca yatırım yapılan işletmenin kar payı dağıtmaması veya gelecekte yapılacak kitlesel fonlama kampanyaları veya sermaye

artırımları nedeniyle negatif sulanma etkisi söz konusu olabilir. Diğer taraftan, bu yatırım karşılığında temin edilecek pay veya benzeri menkul kıymetlerin satış fiyatının tespitinin projenin fiyatlaması dayandığı dikkate alınarak, bu fiyat çoğunlukla girişimcinin öngörülerine dayanmaktadır. Bu nedenle, yatırım aşamasında ederinden daha yüksek bir bedel ödenmiş de olabilir. Benzer şekilde, bu fiyatlamaya neden olan şirket kapitalizasyonun da olması gerekenden daha yüksek veya düşük olma ihtimali bulunmaktadır.

Girişim tarafından mevzuata aykırı biçimde etkin olmayan kamuyu aydınlatma uygulamalarına gidilmesi söz konusu olabilir. Bu durum, yatırımcıların sahip oldukları payların değerine etki edebilecek faktörlerden geç veya hiç haberdar edilmemelerine yol açabilir. Benzer şekilde, bu girişimlerin tipik bir halka açık şirketin tabi olduğu kamuyu aydınlatma ve finansal raporlama ve yayımlama yükümlülüklerine tabi olmadıkları dikkate alınarak, dönemsel gelişmeler hakkında sınırlı bilgi sahibi olunabilmektedir.

Diğer taraftan, bu yatırım özünde bir girişimciyi veya girişimci ekibini fonlamaktan ibarettir. Zira erken aşama bir girişimin en büyük sermayesi beşeri sermayesidir. İş planına ve dolayısıyla taahhüt edilen amaç ve hedeflere sadık kalınabilmesi beşeri sermayenin etkin bir şekilde işletilmesiyle mümkün olabilmektedir. Bu durum aynı zamanda, girişimin kurumsal ve profesyonel destekten yoksun olabileceği ve yönetim süreçlerinin kişi odaklı olabileceği anlamına gelmektedir.

Sonuncusu ve en önemlisi; en başta belirtildiği gibi dolandırıcılık riskidir. Girişimcilerin açıklanan amaçla fon topladıklarının ve toplanan fonu belirtilen şekilde kullanacaklarının bir garantisi bulunmamaktadır. Dolayısıyla, iş planına sadık kalınmaması ve potansiyel getirilerin eksik veya hiç yaratılamaması ihtimal dahilinde olabilir. Bu da yatırımcıların yapmış oldukları yatırım karşılığında beklenenden daha düşük veya hiçbir getiri elde edememelerine yol açabilir.

Yatırımcıların maruz kalabilecekleri risklere ek olarak, elbette girişimcinin de çeşitli risklere açık olduğunun vurgulanması gerekmektedir. Bunlardan ilki, kampanya sürecini başarılı bir şekilde yönetememe riskidir. Bir diğer ise, başarılı bir kampanya sürecinin ardından proje sürecinin başarılı bir şekilde ilerletilememesinden kaynaklanmaktadır. Diğer taraftan, özellikle belirli bir ürün veya hizmete ilişkin Ar-Ge faaliyeti yürüten girişimcilerin, başarılı bir kampanya süreci yürütebilmek adına iş modellerini ve projelerine ilişkin yararlı olabilecek tüm detayları yatırımcı adaylarıyla paylaşması gerekmektedir. Dolayısıyla, proje hakkında gizli kalması önem arz eden birtakım bilgilerin genel erişime açılmasının, geliştirilmesi planlanan ürün veya hizmete ilişkin fikri ve mülkiyet haklarına zarar verebilme riski mevcuttur.

Bunlara ek olarak, bir internet sitesi şeklinde yapılanan kitlesel fonlama platformlarının siber saldırı ve benzeri veri güvenliğini tehlikeye düşürebilecek

tehditlere karşı önlem alması önem arz etmektedir. Zira yatırımcılar, girişimciler ve projeler hakkındaki tüm önemli bilgiler platformlar nezdinde dijital ortamda saklanmaktadır. Örneğin, platformdaki bu verilerin telafisi mümkün olmayacak bir şekilde silinmesi veya yok edilmesi durumunda, hangi yatırımcının hangi şirkette ne kadar ortaklık payının olduğunun tespiti mümkün olmayabilecektir. Diğer yandan, herhangi bir projeyle ilgili dolandırıcılık teşebbüsünde bulunulması durumu ilgili platformun itibarını da ciddi oranda zedeleyebilecektir.

Kitlesel fonlama yoluyla başlangıç veya girişim seviyesindeki işletmelere yapılan yatırımın bu denli risk unsurlarını da beraberinde getireceği dikkate alındığında, elbette katlanılacak bu riskleri telafi edecek veya yatırımcıyı tatmin edecek düzeyde bir getiri vaat etmesi beklenecektir. Yapılan araştırmalar, yatırımcıların kitlesel fonlama yoluyla yapmış oldukları yatırımlar için ayrılan fonlara “*atık fon*” gözüyle bakıldığını; ancak, ana motivasyonun genel faiz oranlarının çok düşük seviyelerde olmasından kaynaklandığını göstermektedir (Estrin, Gozman, & Khavul, 2016).

D) Trendler

Görece yeni ve gelişmekte olan bir alternatif finansman yöntemi olmasından kaynaklı olarak kitlesel fonlama sektöründe büyük ve hızlı bir inovasyon sürecinin yaşandığını söylemek mümkündür. Zira doğası gereği teknoloji yoğun bir yapıda faaliyet gösteren sektörün dinamizmini dile getirmek yanlış olmayacaktır. Son yıllarda sektörün geçirdiği önemli değişimler ve kesin olmamakla birlikte ilerleyen yıllarda sektörde gözlemlenecek trendlere aşağıda kısaca değinilmektedir (Avrupa Komisyonu, 2016):

- **FinTech:** Ortaklığa dayalı kitlesel fonlama yönteminin regüle bir şekilde kullanılmaya başlamasıyla birlikte kitlesel fonlama, teknoloji odaklı finansman alanında alternatif finansman yöntemlerinden en büyük paya sahip model olarak kullanılmaktadır. Dolayısıyla, kurumsal finansman enstrümanlarına alternatif bir yapı teşkil etmekte; gelecekte ise çeşitli kurumsal finansman modellemelerini kendisine özgü dinamikleriyle birleştiren karma bir finansman yapısı haline geleceği öngörülmektedir. İlerleyen yıllarda geleneksel finansman yöntemlerindeki algoritmik varlık yönetimi ve yatırım danışmanlığı hizmeti ile entegre edilerek bu yönde bir evrim geçireceği düşünülmektedir.
- **Kurumsallaşma:** Sistemin başta yatırımcı tarafı olmak üzere katılımcılarında bir profesyonelleşme ve kurumsallaşma trendinin yaşanması beklenmektedir. Nitekim araştırmalar, geçtiğimiz yıllarda girişim sermayesi ve melek yatırımcı ağlarının sistem içerisindeki paylarının kayda değer ölçüde artış kaydettiğini göstermektedir. Öte yandan, çeşitli kurumsal firmaların da kitlesel fonlama

yoluyla ve hatta kitlesel fonlama platformlarına bile yatırım yaptıkları bilinmektedir.

- **Uzmanlaşmış Platformlar:** Benzer şekilde, son dönemde kitlesel fonlama platformları arasında yaşanan rekabet nedeniyle platformların daha spesifik projelere yöneldikleri ve bu yolla pazar oluşturma gayreti içerisinde oldukları görülmektedir. Örneğin, bazı platformlar yalnızca belirli tutarsal büyüklükteki projeler için veya örneğin uzay araştırmaları kategorisindeki projeler için kaynak sağlama hizmeti verirken; bazıları yalnızca kadın girişimciler tarafından yürütülen projelere destek verebilmektedir.
- **Küresel Ölçekli Platformlar:** Kitlesel fonlamanın coğrafi sınırları aştığı göz önünde bulundurulduğunda, küresel çaplı kitlesel fonlama platformlarının da varlığından söz etmek yanlış olmayacaktır. Böylelikle platformların, ölçek ekonomisinden faydalanmaları ve daha geniş yatırımcı tabanına hitap etmeleri mümkün olacaktır. Benzer şekilde, bazı yerel platformlar arasındaki işbirlikleriyle de platformlar arası yatırımcı ve proje paylaşımı söz konusu olabilmektedir.
- **İkincil Piyasa:** Uygulamada karşılaşılan bir diğer sorun ise, kitlesel fonlama yoluyla edinilen pay veya benzeri menkul kıymetlerin ikincil bir piyasasının olmaması nedeniyle bu yatırımlardan çıkış opsiyonlarının oldukça kısıtlı olmasıdır. Bu durum aynı zamanda, yapılan yatırımlardan elde edilen karın realize edilmesini de büyük ölçüde engellemektedir. Bazı platformlar, çıkış yapmak isteyen kişilerle geçmiş projelere kampanya süresi sonrasında yatırım yapmak isteyen kişiler arasında serbest bir şekilde alım-satım yapılabilmesine olanak tanıyan çevrimiçi portallar oluşturmaktadır. Benzer şekilde, bazı platformların çok taraflı alım satım platformları oluşturarak bu ihtiyaca cevap verdikleri görülmektedir. Bazıları ise, çeşitli borsa veya benzeri teşkilatlanmış pazar yerleriyle anlaşma sağlayarak yatırımcısına bu tip likidite ve çıkış opsiyonları sunmaktadır. Elbette bu noktada, tabi olunan mevzuatın sınırları önem arz etmektedir.
- **Gayrimenkul Fonlaması:** Son dönemde yaygınlık kazanan bir diğer yöntem ise, tek başına gayrimenkul yatırımı yapmaya gücü yetmeyen kişilerin platformlar aracılığıyla bir araya gelerek sağladıkları fonlar karşılığında bir gayrimenkul havuzunun oluşturulması ve bu havuzun platform tarafından yeddi emin sıfatıyla yönetilmesi üzerine kurgulanmıştır. Ancak belirtmek gerekir ki bu yöntemin uygulanışı, platformlar ve yatırımcıların hak ve yükümlülükleri platformlar bazında oldukça farklılaşabilmektedir.

Özetle, kitlesel fonlama oldukça genç ve dinamik bir sektör olma özelliği taşımaktadır. Dolayısıyla, sürekli değişime açık bulunan sektörde gelecek yıllarda gözlenebilecek pek çok yenilik ve fırsat bulunduğu söylemek gerekir.

IV. YURT DIŞI UYGULAMALAR VE MEVZUAT ALTYAPISI

Kitlesel fonlamanın karşılık esasına göre çeşitlenen yasal altyapılar, ülkelerin kaynak aktarım politikaları, sermaye piyasalarına ilişkin uygulamaları ve tabi oldukları uluslararası finansman düzenlemeleri çerçevesinde farklılıklar göstermektedir. Uygulamada genellikle finansal getiri modelleri olarak sınıflandırılan borçlanmaya ve ortaklığa dayalı modellerin düzenlemeye tabi tutulduğu; buna karşın başıa ve ödüle dayalı modellerin ise genel hukuk hükümleri çerçevesinde ele alındığı bilinmektedir. Ancak, finansal olmayan getiri modellerinin uygulanmasında karşılaşılan çeşitli zorluklara -ki bu zorluklar genellikle edimlerin zamanında, tam ve gereğı gibi yerine getirilmemesinden kaynaklanmaktadır- yönelik olarak her bir ülkenin yasal altyapısı çerçevesinde birtakım ilave düzenlemelere ihtiyaç duyulup duyulmadığı da ayrı bir tartışma konusudur (Dünya Bankası, 2013).

Genellikle bu düzenlemelerin ana çıkış noktası, sistemin hem yatırımcı tabanı hem de girişimciler için içerdiği risklerden kaynaklanmaktadır. Zira sistem hem yatırımcı tarafında hem de girişimci tarafında profesyonel olmayan unsurlar barındırmaktadır. Diğer bir ifadeyle, yalnızca uygulamaya yön veren platformların gerekli bilgi ve tecrübeye sahip olduklarına inanılmaktadır (Jenik, Lyman, & Nava, 2017). Bu noktada, dünya genelindeki uygulamalarda ağırlıklı olarak kitlesel fonlama platformlarının yayımlayacakları projeler için iyi niyetli ön araştırma sürecini (due diligence) belirli kurallar ve standart süreçler işletilerek gerçekleştirmesi; karşılığında potansiyel yatırımcı statüsündeki üyeler tarafında doğabilecek risklere ilişkin farkındalığın yaratılması üzerine kurgulanan bir sistemden bahsetmek mümkündür.

Finansal otoriteler tarafından ortaklığa dayalı kitlesel fonlamaya özgülenmiş bir düzenleme seti oluşturulmasındaki en büyük gereksinim, yatırımcıların korunması idealinden kaynaklanmaktadır. Zira başlangıç aşamasındaki işletmelere olan yatırımlar çok büyük riskler içermektedir. 2008 küresel finansal krizin ardından bankaların ve geleneksel finansal kurumların bu tip oluşumlara finansman sağlamaktan çekinmelerindeki en büyük etken de bu gerekçeye dayanmaktadır (Estrin, Gozman, & Khavul, 2016). Bu noktada gündeme gelen en büyük tehlikelerden birisi de, platformların pastadan daha büyük pay alabilmek adına esasen bu tip yatırımlara uygunluğu olmayan kitleleri de sisteme dahil edebilme ihtimallerine dayanmaktadır. Ancak belirtmek gerekir ki, platformlar için itibar kaygıları bu tip uygulamalarda doğal bir tampon işlevi görmektedir.

Ortaklığa dayalı kitlesel fonlama sisteminde, diğer modellere kıyasla, risklilik seviyesi çok daha yüksek seviyelere çıkmaktadır. Çünkü bu tip uygulamalarda projeye sağlanan destek karşılığında elde edilen veya elde edilmesi beklenen getiri proje sahibi şirket veya girişimin ihraç etmiş olduğu pay ve benzeri menkul kıymetlerden ibarettir. Üstelik bu menkul kıymetlerin özünde bir borsada veya teşkilatlanmış bir başka pazar yerinde işlem görmeyen kategorideki ürünlerden olmaları da ilave likidite riskini beraberinde getirmektedir.

Bu gibi riskler dikkate alındığında, genellikle düzenleyici ve denetleyici otoriteler tarafından ortaklığa dayalı kitlesel fonlamaya ilişkin dünya uygulamalarında çeşitli mekanizmaların oluşturulduğu görülmektedir. Örneğin, kitlesel fonlama platformlarının üyelik kabul etme kriterlerini daha katı bir şekilde oluşturmaları ve hatta yalnızca belirli kriterleri sağlayan kişilerin sisteme dahil edilmeleri, belirli bir dönemde belirli bir kişi veya girişim tarafından sınırlı bir kaynak yaratılabilmesine imkan tanınması, benzer şekilde yatırımcıların belirli bir proje için yapabilecekleri yatırıma üst sınır getirilmesi vb. uygulamalar hemen hemen tüm düzenleme çevrelerinde gözlenen benzer uygulamalardır.

Kitlesel fonlamanın bir yatırım aracı olarak ele alınmasıyla birlikte, özellikle 2010 yılından itibaren ortaklığa dayalı kitlesel fonlama platformları başta olmak üzere bu tip uygulamalar, Birleşik Krallık, Avustralya ve Hollanda gibi ülkelerin önderliğinde dünya genelinde düzenleme altyapısına kavuşmuştur (Kshetri, 2015). Daha sonra, 2012 yılında ABD’de hayata geçirilen “*İş Kuruluşlarını Hızlandırma Yasası*” (Jumpstart Our Business Startups -JOBS- Act) ile daha kapsamlı ve yol gösterici nitelikte bir yasal altyapıya kavuşan bu uygulamalar, günümüzde pek çok ülke tarafından düzenlenmektedir (Estrin, Gozman, & Khavul, 2016).

Halihazırda Düzenleme Seti Bulunan			Düzenleme Çalışmaları Devam Eden	
ABD	Güney Kore	Malezya	TÜRKİYE	Hindistan
Almanya	Hollanda	Portekiz	Avustralya	Litvanya
Avusturya	İspanya	Singapur	Belçika	Meksika
Birleşik Krallık	İsrail	Tayvan	Brezilya	Tayland
Çin	İtalya	Yeni Zelanda	Finlandiya	
Endonezya	Japonya			
Fransa	Kanada			

Tablo 1 - Kitlesel Fonlamaya Özgü Düzenleme Yapan Ülkeler

ABD’deki düzenlemeler ile birlikte popülerliği iyice artan kitlesel fonlama, günümüzde Birleşik Krallık ve Avrupa Birliği üye ülkeleri başta olmak üzere Kanada, Brezilya, Çin, Japonya, Avustralya, Malezya ve birtakım Afrika ülkelerinde de düzenleme altyapısına kavuşturularak mikro ölçekli işletmelerin finansman arayışında başvurulan bir model olarak ele alınmaktadır.

A) Amerika Birleşik Devletleri

Amerika Birleşik Devletleri'nde kitlesel fonlama aracılığıyla fon temin eden proje sahiplerinin bu fona karşılık olarak şirket paylarını teklif etmesi ve dolayısıyla şirketin faaliyetleri neticesinde elde edilecek gelirlerin ve şirket karının paylaşımına dayalı kitlesel fonlama yöntemi akımının yaygınlaşması üzerine yasal düzenleme yapılması ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Böylesi bir gelir paylaşımı modelinde sermaye piyasası araçlarının sisteme dahil olması, menkul kıymetlere ilişkin düzenlemelerin bu işlemlerde de uygulanması sonucunu doğurmuştur. ABD'nin mezkur sermaye piyasası mevzuatı uyarınca her türlü menkul kıymet ihracı, istisnai haller dışında, "*Menkul Kıymetler ve Borsalar Komisyonu*" (Securities and Exchange Commission -SEC-) kaydına alınmalıdır. Ancak uygulamada tecrübe edildiği üzere, SEC kaydına alınan ihraçların yüksek maliyet içermesi ve akabinde şirketlerin uymakla yükümlü oldukları kamuyu aydınlatma ve finansal raporlama vb. maliyetler, kitlesel fonlama işlemlerindeki gibi görece küçük ölçekli şirketler tarafından yapılacak küçük hacimli menkul kıymet ihraçları söz konusu olduğunda makul ve uygulanabilir olmamaktadır.

Bu doğrultuda, kitlesel fonlamanın sermaye ortaklığına dayalı şekilde uygulanmasına ve bu şekilde yapılacak pay ihracı işlemlerinin kayda alma yükümlülüğünden muaf tutulmasına imkan tanıyan İş Kuruluşlarını Hızlandırma Yasası 05.04.2012 tarihinde yürürlüğe girmiştir. Yasa'nın 3 numaralı "*Kitlesel Fonlama*" başlığı ile yürürlükte bulunan sermaye piyasası mevzuata yapılan eklemeler doğrultusunda ortaklığa dayalı kitlesel fonlama yoluyla ihraç edilen payların kayda alma yükümlülüğünden muaf tutulması ve bu suretle fon toplanmasına SEC tarafından izin verilmesine ilişkin usul ve şartlar hüküm altına alınmıştır.

Söz konusu Yasa'nın uygulamasına ilişkin olarak SEC, 30.10.2015 tarihinde, 16.05.2016 tarihinden itibaren uygulamaya konulmak üzere 685 sayfalık "*Kitlesel Fonlama Tüzüğü*" (Regulation Crowdfunding)'nü kamuoyu bilgisine sunmuş ve ortaklığa dayalı kitlesel fonlamaya ilişkin oldukça kapsamlı ve detaylı düzenlemeler getirmiştir. Söz konusu düzenlemeye göre özetle; kitlesel fonlama platformları SEC kaydına alınarak bir aracı kurum türü olarak ele alınmakta; ihraççılar ve yatırımcılar ise SEC tarafından belirlenen limitler dahilinde faaliyet gösterebilmektedir. Düzenlemede ihraççılara, yatırımcılara ve platformlara ilişkin sınırlamalar ve hak, yükümlülük ve sorumluluk paylaşımları, kamuyu aydınlatma usul ve esasları, finansal raporlama ve ilan etme yükümlülükleri, kampanya süreçleri, çıkış opsiyonları, ikincil piyasa olanakları vb. sistemin tüm yönlerinin detaylıca ele alındığı görülmektedir.

B) Birleşik Krallık

ABD'den sonra kitlesel fonlamanın başarılı bir şekilde uygulandığı bir diğer ülke olan Birleşik Krallık'ta ise finans çevreleri, kitlesel fonlamanın gelişmesine katkı sağlarken özellikle küresel finansman uygulamalarının zarar görmemesine azami çaba

sarf etmektedirler. Uzun yıllar özellikle ödüle dayalı kitlesel fonlamanın ülke genelinde etkisini gösterdiği ülkede borçlanmaya dayalı kitlesel fonlama uygulamaları ilk olarak 2011 yılında yenilenebilir enerji projelerinin fonlanması vesilesiyle gündeme gelmiş ve Birleşik Krallığın finansal piyasalardan sorumlu otoritesinin (Financial Conduct Authority -FCA-) onayı ile ilk platform bu yıl kurulmuştur. Ortaklığa dayalı kitlesel fonlama platformları ise ilk olarak 2012 yılında yine FCA'nın izni ile faaliyete geçmiştir. Bu noktada, Birleşik Krallık'ta kitlesel fonlama modelinin uygulanabilmesi için mevcut düzenlemelerde bir dizi değişiklik yapılarak sektörden gelen talepler ayrıca bir düzenleme yapılmaksızın karşılanabilmiştir (Estrin, Gozman, & Khavul, 2016).

İlerleyen süreçte, 2014 yılı içerisinde kitlesel fonlama uygulamalarına ilişkin olarak yayımlanan bir rehber ile çeşitli düzenlemeler ve yol gösterici nitelikte prosedürler getirilmesi yoluna gidilmiştir. Buna göre, yalnızca finansal getiri modellerinin (borçlanmaya ve ortaklığa) düzenlendiği görülmektedir. Ayrıca, ortaklığa dayalı modelde sadece akredite, yani kurumsal ve profesyonel yatırımcıların kitlesel fonlama yatırımlarında bulunmalarına izin verilirken bireysel yatırımcıların ise genel itibarıyla azami yıllık yatırım tutarının yıllık net varlıklarının yüzde onu ile sınırlandırılması kaydıyla yatırım yapabilmelerine izin verilmektedir (FCA, 2015).

C) Avrupa Birliği

Avrupa Birliği'nde ise kitlesel fonlamaya ilişkin tüm üye ülkeleri kapsayan tek bir düzenleme bulunmamakla birlikte, gerçekleştirilen kitlesel fonlama işleminin türüne göre işlemler farklı mevzuatlara tabi olabilmektedir. Örneğin, hem ödüle dayalı hem de ortaklığa ve/veya borçlanmaya dayalı kitlesel fonlama işlemleri, taraflar arasında fon transferi gerçekleştirilmesi ve katılımcılardan tahsil edilen fonun projenin finansmanı için gerekli olan asgari tutara ulaşılan kadar mevduat kapsamında değerlendirilmesi gibi sebeplerden ötürü “*Ödeme Hizmetleri Direktifi*” (Payment Services Directive) ile doğrudan ilişkili olmaktadır.

Ortaklığa dayalı kitlesel fonlama işlemleri özelinde ise “*İzahname Direktifi*” (Prospectus Directive)'nin birtakım hükümleri geçerli olmaktadır. İzahname Direktifi ile 100 bin EUR tutarı aşmayacak şekilde ihraç edilecek menkul kıymetlerin halka arzına ilişkin muafiyet tanınmıştır. Ancak, üye ülkelerin finansal otoritelerine birtakım manevra alanları da getirilmiş ve her halükarda bu tutarın 5 milyon EUR'ü aşamayacağı hüküm altına alınmıştır. Böylelikle, AB üyesi ülkelerde genel-geçer ve standart bir yapıdan söz edilememektedir. Ortaklığa dayalı kitlesel fonlamayla ilgili bir başka düzenleme ise söz konusu işlemlerin aracılığının çeşitli internet siteleri üzerinden gerçekleştirilmesi ve bu faaliyetlerin yatırım hizmeti kapsamında değerlendirilmesi gibi hususlar göz önünde bulundurularak “*Finansal Araç Piyasaları Direktifi*” (Directive on Markets in Financial Instruments -MiFID II-)’dir.

Borçlanmaya dayalı kitlesel fonlama işlemleri ise yukarıda anılanlar haricinde “*Sermaye Yeterliliği Tüzüğü*” (Capital Requirements Regulation –CRR-) ile “*Sermaye Yeterliliği Direktifi*” (Capital Requirements Directive -CRD IV-) hükümlerine tabi olabilmektedir.

Ancak, son dönemde Avrupa Birliği Komisyonu öncülüğünde gerçekleştirilen çalışmalarda, kitlesel fonlamanın AB genelinde serbestçe ve eşit rekabet koşulları altında yapılabilmesini mümkün kılacak düzenleme çalışmalarına ağırlık verildiği bilinmektedir. Diğer bir ifadeyle, son dönemde kitlesel fonlamanın AB genelinde harmonize edilmesi yönünde çalışmalar mevcuttur. Zira üye ülke uygulamalarındaki farklılıklar, kitlesel fonlama faaliyetinin AB genelinde potansiyelini yansıtamamasının en önemli gerekçesi olarak görülmektedir (Avrupa Komisyonu, 2016). Örneğin bazı ülkeler aracılık faaliyetlerinin yalnızca mevcut yatırım kuruluşlarınca yapılabilmesine müsaade ederken; bazıları AB genelinde faaliyet gösterebilmek için gerekli olan pasaporta sahip olmayan kitlesel fonlama platformlarınca da bu hizmetlerin verilebilmesine imkan tanımaktadır. Ülkeler arasında kitlesel fonlama yoluyla yatırım yapabilecek yatırımcıların taşınması gereken kriterler ve her bir yatırımcı kategorisi bazında yatırım yapılabilir üst ve alt limitler de değişebilmektedir (Delivorias, 2017).

Ülkeler arasındaki bu gibi uygulama farklılıklarına işaret edilmesi ve AB Komisyonu’nun nihai hedefi doğrultusunda kitlesel fonlama faaliyetlerinin AB genelinde yaygınlaştırılarak serbestçe ve eşit rekabet koşulları altında yürütülebilmesi amacıyla 2013 yılında “*Avrupa Kitlesel Fonlama Ağı*” (European Crowdfunding Network) kurulmuştur. Bu Ağ öncelikli olarak AB üye ülkelerinde kitlesel fonlama uygulamalarına ilişkin mesleki kurallar ve uygulama usul ve esasları geliştirmiş olup, Ağ tarafından üye ülkelerin katılımıyla yapılan çalıştaylar ve üye ülkelerce yapılan geri bildirimler aracılığıyla söz konusu mesleki kurallar düzenli bir şekilde gözden geçirilmektedir (ECN, 2017).

V. KİTLESEL FONLAMAMANIN ÜLKEMİZE ENTEGRASYONU

A) Düzenleme Gerekliliğinin Çıkış Noktası ve KOBİ’lerin Finansmanındaki Rolü

Önceki kısımlarda detaylıca açıklandığı üzere, kitlesel fonlamanın KOBİ’lerin çekirdek sermayeye ve gereksinim duydukları dış finansmana maliyet etkin bir şekilde erişim sağlayabilmelerine olanak tanıdığı ve bu yolla istihdam, refah ve ekonomik büyüme üzerinde itici bir güç unsuru olduğu bilinmektedir. Ülkemiz ekonomisine bakıldığında, Türkiye İstatistik Kurumu’nun verilerine göre; 2014 yılında toplam

girişimlerin %99,8'ini; istihdamın %73,5'ini ve katma değerin %53,5'ini KOBİ'lerin⁹ oluşturduğu görülmektedir (TÜİK, 2016). Bu rakamlar, KOBİ'lerin ülkemiz ekonomisindeki önemini açıkça ortaya koymaktadır.

Diğer yandan, KOBİ'lerin yaşadıkları en büyük problemlerin başında özkaynak yetersizliği ve kredi teminindeki güçlüklerden kaynaklanan finansal sorunlar gösterilmektedir. Dolayısıyla, bu problemlerin çözüme kavuşturulması veya KOBİ'lerin bunların üstesinden gelme kapasitelerinin artırılması, makroekonomik duruma yansımaları da göz önünde bulundurularak, son derece önem arz etmektedir. Zira bu durum, girişimciliği de daha cazip hale getirerek yeni KOBİ'lerin kuruluşunu da sağlayacak ve bu yolla üretim, refah ve istihdamı artırarak ekonomik büyüme ve kalkınmayı destekleyecektir.

Ülkemizde KOBİ'lerin desteklenmesi ve karşılaştıkları problemlerin çözüme kavuşturulması noktasında Bilim, Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı'nın ilgili kuruluşu T.C. Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı tarafından yoğun bir gayret sarf edildiği bilinmektedir. Benzer şekilde, KOBİ'lerin finansmana erişimde yaşadıkları sıkıntılar KOSGEB'in üzerinde yoğunlaştığı ana konu başlıını oluşturmaktadır (KOSGEB, 2016). Son dönemde bankaların KOBİ'lere sağladıkları kredilerin hacimlerinde yaşanan gevşeme ve bu krediler için uygulanan faiz oranlarındaki artışlar, KOSGEB'i alternatif arayışlara itmiştir. Bu kaygıların bir sonucu olarak KOSGEB, KOBİ'lere hibe programları ve kredi faiz desteği gibi teşvik paketleri sunarak finansman kolaylığı sağlamaktadır. Örneğin, son dönemdeki ekonomik koşulların KOBİ'ler üzerindeki yıkıcı etkisinin azaltılabilmesi amacıyla oluşturulan Kredi Garanti Fonu'na da KOSGEB tarafından katılım sağlanmıştır.

Bununla beraber, KOBİ'lerin başta sermaye piyasası kanalıyla melek yatırımcı ve girişim sermayesi gibi oluşumlara erişimlerinin hızlandırılması ve teşvik edilmesi amacıyla birtakım çalışmalar da yürütülmektedir. Örneğin, Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği önderliğinde kurulan KOBİ Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. ile Avrupa Yatırım Fonu tarafından danışmanlığı yürütülen İstanbul Risk Sermayesi Girişimi (iVCi) gibi kurumlara pek çok kurumsal yatırımcı ve öz düzenleyici kuruluş tarafından destek verilmektedir. Ancak belirtmek gerekir ki, tüm bu arayışların çıkış noktası ülkemizde melek yatırımcı ağının yeteri kadar gelişmemiş olmasından kaynaklanmaktadır.

T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı tarafından 2013 yılında yürürlüğe alınan düzenlemeyle birlikte melek yatırımcılar yasal bir zemine taşınmıştır. Buna göre, Hazine Müsteşarlığı'ndan melek yatırımcı faaliyet izni ve lisansı alarak girişim şirketlerine yatırım yapan kişi ve kurumlar, başta vergi indirimleri olmak üzere çeşitli

⁹ TÜİK tanımına göre çalışan sayısı 250'nin altında olan işletmeler KOBİ statüsünde kabul edilmektedir. Ancak, mevzuattaki tanıma göre bir işletmenin KOBİ sayılabilmesi için istihdam kriterinin yanı sıra yıllık net satış hasılatı veya aktif toplamından herhangi birinin 40 milyon TL'yi aşmaması gerekmektedir.

teşvik ve istisnalardan yararlanabilmektedir. Düzenlemenin yürürlüğe girdiği 15 Şubat 2013 tarihinden 2016 yılının ikinci yarısına kadar olan dönemde 382 adet lisanslı melek yatırımcı birikimi gerçekleşmesine rağmen, bu yatırımcılar tarafından toplam 3,2 milyon TL tutarında ve yalnızca 14 adet yatırım gerçekleştirildiği görülmektedir (Hazine Müsteşarlığı, 2016).

Ek olarak, 2008 yılında yaşanan küresel finansal kriz sonrasında dünya genelinde olduğu gibi ülkemizde de KOBİ'ler başta olmak üzere başlangıç aşamasındaki girişimler, banka kredileri gibi geleneksel finansman araçlarına erişimde büyük oranda sıkıntı yaşamaya başlamıştır. Bu durum, ekonomik büyüme ve kalkınmayı destekleyici potansiyel taşıyan yenilikçi girişimlerin hayata geçirilmesine ve sürdürülebilirliklerine büyük ölçüde engel olmuştur. Tam da bu noktada, alternatif bir finansman yöntemi olarak kitlesel fonlamanın KOBİ'lerin ve erken aşama işletmelerin karşılaştıkları finansman sıkıntılarına çözüm getirilmesinde taşıdığı potansiyel önem kazanmaktadır.

Kitlesel fonlama sisteminin etkin bir şekilde uygulanmasıyla birlikte bazı tasarruf sahiplerinin ellerinde bulunan atıl tasarruflar ekonomiye aktarılabilir. Bu yönü ile kitlesel fonlama, yüksek birikime sahip olmayan bireyler için yatırım yapma imkanı sunacaktır. Ekonomideki atıl fonların yatırıma yönlendirilmesi ile birlikte aynı zamanda ülkemizde yatırımların finansmanı açısından önemli bir sorun olan iç tasarrufların yetersizliği sorununun çözümüne katkı sağlanmış olunacaktır. Buna karşılık yatırımcılar, ellerinde atıl durumda bulunan tasarruflarından gelir elde etme imkanına da kavuşmuş olacaklardır. Sonuç olarak kitlesel fonlama sistemi tasarruf sahipleri, yatırımcılar ve girişimciler açısından birçok faydayı da beraberinde getirmiş olacaktır. Kitlesel fonlamanın, ekonomik büyüme, istihdam olanaklarının yaratılması, işsizliğin düşürülmesi, sermayenin tabana yayılması, refah artışı, ekonomik kalkınma, kamu gelirlerinin artırılması ve böylece kamunun borçlanma gereksiniminin azaltılması gibi pek çok makroekonomik göstergeye de olumlu etki etme potansiyeli taşıdığı düşünülmektedir.

Benzer kaygılar ve amaçlar gözetilerek, Kalkınma Bakanlığınca hazırlanan 2014-2023 stratejilerinde de KOBİ'lerin finansmana erişimini kolaylaştırıcı araç ve düzenlemelerin uygulamaya alınması, KOBİ ve mikro ölçekli işletmelerin geliştirilmesinin sağlanması, girişimcilerin finansmana erişim olanaklarının artırılması için girişim sermayesi, bireysel katılım sermayesi, kitlesel finansman, kredi garanti fonu gibi destek mekanizmalarının bölge düzeyinde geliştirilmesi gibi hususlar üzerinde durulmaktadır (Kalkınma Bakanlığı, 2014).

Son olarak, Girişimlerde Bilişim Teknolojileri Kullanım Araştırması'nın 2016 yılı sonuçlarına göre (Hazine Müsteşarlığı, 2016); 10 ve daha fazla çalışanı olan girişimlerin %93,7'si internet erişimine sahip olup, bu oran KOBİ'lerde %93,5 olmuştur. Araştırma kapsamındaki girişimlerin bilgisayar kullanım oranı 2016 yılında %95,9 ve internet sayfası sahiplik oranı ise %66 iken KOBİ'lerde aynı oranların

sırasıyla %95,8 ve %65,2 olduğu görülmüştür. Dolayısıyla, ülkemizde KOBİ'lerin ve mikro ölçekli işletmelerin kitlesel fonlama imkanlarından yararlanabilmeleri pratik olarak da mümkün olabilecektir.

B) Ülkemizdeki Konumu ve Mevzuat Karşısındaki Durumu Hakkında Bilgiler

Kitlesel fonlama, ülkemizde de platform kurarak aracılık faaliyetinde bulunmak isteyen kişi ve kurumların hızla artmasıyla birlikte gün geçtikçe artan bir ilgi toplamaktadır. 2016 yıl sonunda sektör temsilcilerinin önderliğinde Kitlesel Fonlama Derneği kurulmuş olup, bu gelişmenin sektör için olumlu olduğu söylenebilir. Ayrıca, son dönemde başta payları borsada işlem gören şirketler tarafından kurulan veya yatırım yapılan platformlar, kurumsal yatırımcı ağının da sektöre olan ilgisini ortaya koymaktadır. Mevcut durumda ülkemizde yaklaşık olarak 10 adet kitlesel fonlama platformunun olduğu bilinmektedir.

Ancak, ülkemizdeki kitlesel fonlama platformları yalnızca bağışa ve ödüle dayalı şekilde faaliyet göstermektedir. Zira sektör katılımcıları bankacılık ve sermaye piyasası mevzuatından kaynaklı nedenlerle borçlanmaya ve ortaklığa dayalı modellerin uygulanmasının mevcut durumda mümkün olmadığını dile getirmektedir (Yavuz, 2016). Ayrıca, kitlesel fonlamaya ilişkin kapsamlı bir düzenleme altyapısının oluşturulmasının sektörün gelişimi için önem arz ettiği bizzat sektör temsilcileri tarafından dile getirilen bir husustur (Kitlesel Fonlama Derneği, 2017).

Gerek yasal altyapı eksiklikleri gerekse de girişimciler ve kamuoyu tarafından bilinirliğin henüz istenilen düzeyde olmamasından bahisle ülkemizde kitlesel fonlama sisteminin mevcut durumda gelişim safhasında olduğu söylenebilir. Bu platformlarda yer alan proje içerikleri incelendiğinde de projesini sunan girişimcilerin bir kısmının projelerine uygun ön çalışmayı yeterince yapmadığı ve iş fikri temasının yatırım kararı alınması için yeterince vurgulanmadığı görülmektedir. Bu sebeple, yapılan incelemede pek çok projenin başarıya ulaşmadığı dikkat çekmektedir.

Her ne kadar son yıllarda ülkemizde ödüle ve bağışa dayalı kitlesel fonlama modellerinin başarılı uygulamalarına rastlansa da mevcut durum itibarıyla borçlanmaya ve ortaklığa dayalı modellerin başta bankacılık ve sermaye piyasası mevzuatından kaynaklı olarak uygulanması mümkün olmamaktadır.

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda; sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan genele yönelik bir çağrı yapılması ve bu çağrı devamında satışın gerçekleştirilmesi “*halka arz*” olarak tanımlanmakta ve halka arz yoluyla sermaye piyasası aracı ihraç edilebilmesi için hazırlanacak izahnameye Kurulumuzca onay verilmesi gerekmektedir.

SPKn'nun 3 üncü maddesinde;

- Halka arz; Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrı ve bu çağrı devamında gerçekleştirilen satış,
- İhraç; Sermaye piyasası araçlarının ihraççılar tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışı,
- İhraççı; Sermaye piyasası araçlarını ihraç eden, ihraç etmek üzere Kurula başvuruda bulunan veya sermaye piyasası araçları halka arz edilen tüzel kişiler, tanımlamalarına yer verilmektedir.

Buna göre, sermaye piyasası araçlarının satın alınması amacıyla genele yönelik olarak yapılan her türlü çağrı ve devamında gerçekleştirilen satış halka arz sayılmakta ve sermaye piyasası araçları halka arz edilen tüzel kişiler ise ihraççı sıfatıyla SPKn'nun ihraççılar için öngördüğü yükümlülöklere tabi olmaktadır. Ortaklığa dayalı kitlesel fonlama modelinde de internet sitesi formatındaki platformlar aracılığıyla genele yönelik bir çağrı yapılması ve bunun devamında şirkete ortak olma hakkı veren bir menkul kıymetin satışının yapılması da bir halka arz işlemi olarak değerlendirilmeyi gerektirmektedir.

Aynı zamanda SPKn'nun 4 üncü maddesinin birinci fıkrasında;

“Sermaye piyasası araçlarının halka arz edilebilmesi veya borsada işlem görebilmesi için izahname hazırlanması ve hazırlanan bu izahnamenin Kurulca onaylanması zorunludur.”

hükmü yer almakta olup, dolayısıyla kural olarak sermaye piyasası araçları halka arz edilmek suretiyle ihraç edilen ihraççıların Kurulumuz düzenlemeleri uyarınca izahname hazırlama yükümlölüğü bulunmaktadır.

Bu nedenle, ortaklığa dayalı kitlesel fonlamanın Kurulumuz nezdindeki süreçler işletilmeden yapılması usulsüz halka arz suçunun unsurlarını oluşturmaktadır ki SPKn'nun 109 uncu maddesi uyarınca bu durum sorumlular hakkında iki yıldan beş yıla kadar hapis cezası yaptırımının uygulanmasına yol açabilir. Benzer şekilde, ortaklığa dayalı kitlesel fonlama faaliyetinin Kurulumuzca sermaye piyasasında yatırım hizmeti ve faaliyeti sunmaya yetkili bir yatırım kuruluşu aracılığıyla gerçekleştirilmemesi de izinsiz sermaye piyasası faaliyeti olarak değerlendirilerek aynı yaptırımlara tabi tutulabilir. Dolayısıyla, kitlesel fonlama platformlarının da net bir şekilde tanımlanarak faaliyet sınırlarının çerçevesinin oluşturulması önem arz etmektedir. Açıklanan gerekçelerle, mezkûr sermaye piyasası mevzuatı uyarınca ortaklığa dayalı kitlesel fonlama faaliyeti yürütölememektedir.

Benzer şekilde, 5411 sayılı Bankacılık Kanunu uyarınca kredi verme yetkisi mevduat ve katılım bankaları başta olmak üzere Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumunca faaliyet izni verilen finansal kuruluşların yetkisindedir. Her ne kadar,

uygulamada bu işlemler kredi olarak adlandırılrsa da özünde karşılıklı gönüllülük esasına dayalı borçlanılması anlamına gelmektedir. Zira genellikle kitlesel fonlama platformlarının bizzat kredi mercii olmadıkları göz önünde bulundurulduğunda, borçlanmaya dayalı kitlesel fonlamanın bu formunun mevcut düzenlemeler çerçevesinde uygulanabilirliğinin de ayrıca irdelenmesi gerekebilir. Ancak, ülkemizde ortaklığa dayalı kitlesel fonlama yolunun açılabilmesi için çeşitli mevzuat değişikliklerinin yapılmasının gerektiği tartışılmayacak bir gerçektir.

Bu amaçla, Kurulumuzca hazırlanan 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun Tasarısı ilk olarak Ekonomi Koordinasyon Kurulu'nun 20.09.2016 tarihli toplantısında değerlendirilerek Bakanlar Kuruluna sevk edilmiş, daha sonra hazırlanan tasarı Bakanlar Kurulunca 21.11.2016 tarihinde kararlaştırılarak 26.12.2016 tarihi itibarıyla Türkiye Büyük Millet Meclisi Başkanlığına iletilmiş ve son olarak TBMM Başkanlığınca 30.12.2016 tarihinde Plan ve Bütçe Komisyonuna sunulmuş olup, mevcut durumda söz konusu tasarıya ilişkin komisyon incelemesi devam etmektedir.

İlgili tasarıya göre kitle fonlaması; *“Bir projenin veya girişim şirketinin ihtiyaç duyduğu fonu sağlamak amacıyla Kurul tarafından belirlenecek esaslar dahilinde Kanunun yatırımcı tazminine ilişkin hükümlerine tabi olmaksızın kitle fonlama platformları aracılığıyla halktan para toplanması”* olarak tanımlanmaktadır. Ancak, tasarıya göre kitlesel fonlama platformları aracılığıyla fon toplayanlar halka açık ortaklık ve ihraççı tanımının dışında bırakılmış olup, böylelikle kitlesel fonlama yoluyla fon girişi sağlayacak girişimlerin sermaye piyasası mevzuatında ihraççılar ve halka açık ortaklıklar için aranan ve çoğu zaman maliyetli uygulamalara yol açan izahname düzenleme, belirli periyotlarda finansal rapor hazırlama, yayımlama ve bağımsız denetime tabi tutma, etkin kamuyu aydınlatma prosedürleri belirleme vb. yükümlülüklerle tabi olmalarının önüne geçilerek sistemin girişimciler için çeşitli olumsuzlar yaratma potansiyeline sahip yönleri üzerinde esneklikler sağlanmıştır.

Tasarıya göre aynı zamanda, kitlesel fonlama suretiyle halktan para toplanması Kurulumuzca faaliyet izni verilen kitlesel fonlama platformları aracılığıyla gerçekleştirilecektir. Dolayısıyla, kitlesel fonlama platformlarının, girişimciler tarafından hazırlanacak kampanyalara aracılık edebilmeleri için Kurulumuz'dan faaliyet izni almaları gerekecektir. Tasarıda yer alan bir diğer önemli husus ise kitlesel fonlama yoluyla fon sağlayanlar, fon toplayanlar ve kitlesel platformları arasındaki ilişkilerin genel hükümlere tabi olacağı konusudur. Diğer bir anlatımla, taraflar arasında herhangi bir uyuşmazlık çıkması ve bu uyuşmazlıkların taraflar arasında çözülememesi durumunda yargı sürecinin işletilmesi gündeme gelecektir.

Tasarının TBMM tarafından kabul edilerek SPKn'nun öngörülen şekilde değiştirilmesi durumunda, Kurulumuzca kitlesel fonlamaya ilişkin ikincil düzenlemeler yapılabilecektir. Zira kitlesel fonlamanın *“ortaklığa dayalı”* formatında proje sahipleri tarafından yatırımcıların projeyi gerçekleştirecek olan girişime ortak

olmaya davet edilmesi, konunun sermaye piyasası mevzuatı hükümleri çerçevesinde ele alınması gerekliliğini ortaya çıkarmıştır.

C) Ülkemiz Uygulamasına İlişkin Öneriler

Bilindiği üzere, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 1 inci maddesinde;

“Bu Kanunun amacı; sermaye piyasasının güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişinin ve gelişiminin sağlanması, yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması için sermaye piyasasının düzenlenmesi ve denetlenmesidir.”

hükmüne yer verilmektedir. Dolayısıyla, Kurulumuzca yapılacak ikincil düzenlemelerin sermaye piyasasının güvenilir, etkin ve adil bir yapıda yatırımcı hak ve menfaatini engellemeyecek şekilde gerçekleştirilmesinin önemine vurgu yapılmış ve bu şekilde yapılacak düzenlemelerin ana eksenini oluşturulmuştur. Bu bağlamda, başta ortaklığa dayalı kitlesel fonlama olmak üzere sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde değerlendirilecek kitlesel fonlama işlemlerine ilişkin olarak Kurulumuzca yapılacak çalışmalarda SPKn'nun amacı doğrultusunda hareket edilmesi gerektiği düşünülmektedir.

Kitlesel fonlamanın mikro ve makro düzeydeki faydalarının yanı sıra, başta yatırımcı tabanı olmak üzere sektör katılımcılarına ve bu yolla ekonomi ve finansal piyasaların geneline yönelik barındırdığı riskler; sistemin bu faydaları üst düzeyde yansıtabilen ve aynı zamanda riskleri de mümkün olduğunca minimize eden bir yasal altyapıya kavuşturulmasının önemini gün yüzüne çıkarmaktadır. Diğer bir ifadeyle, yatırımcıların korunması ve girişimlere erken aşama sermaye akışının sağlanması arasında bir denge kurulması önem arz etmektedir. Yapılan düzenlemelerin, yatırımcı hak ve menfaatlerinin korunması, başta dolandırıcılık teşebbüsleri olmak üzere yaşanabilecek mağduriyetlerin önüne geçilmesi, bu yöntemle girişimlerin ihtiyaç duydukları sermayeyi temin edebilmelerinin mümkün kılınması ve dolayısıyla sistemin etkin ve verimli çalışmasının sağlanmasına hizmet etmesi en büyük gereksinim olarak karşımıza çıkmaktadır.

Mevcut durumda özellikle ülkemiz sermaye piyasasının derinliği, yatırımcı profili, ihraççıların sermaye piyasası mevzuatına uyum konusundaki istek ve kabiliyetleri, yapılacak düzenlemeler ile getirilecek kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin uygulanabilirliği ve denetlenebilirliği, kitlesel fonlama sonucunda elde edilecek nakdin etkin bir şekilde kullanılmama ihtimali ve hatta olası dolandırıcılık teşebbüsleri gibi hususlar göz önünde bulundurulduğunda, kitlesel fonlamaya ilişkin risklerin yatırımcı mağduriyeti ve sermaye piyasasının güvenilirliği başta olmak üzere bazı sorunlara yol açabileceği düşünülmektedir. Ancak yine de, kitlesel fonlamanın girişimci tarafının da tecrübesiz katılımcılardan oluştuğu

unutulmamalıdır. Profesyonel destek almayan bu tip girişimcilerin özünde iyi niyetli olmakla beraber hukuki ve teknik konularda eksik kaldıkları dikkate alındığında, karmaşık düzenlemelerin sistemin etkin ve verimli çalışmasına engel oluşturabileceği göz ardı edilmemelidir.

Bağışa ve ödüle dayalı kitlesel fonlama modellerinde sermaye piyasası aracı veya menkul kıymet benzeri bir getiri taahhüdü bulunmadığı; öte yandan, genel-geçer formattaki borçlanmaya dayalı kitlesel fonlamanın ise kredi mekanizması üzerine kurgulandığı hususları ile SPKn'nun Kurulumuza tanımış olduğu görev ve yetki sınırları da dikkate alınmak suretiyle, çalışmanın bu kısmında yalnızca, aynı zamanda çalışmanın da ana konusu olan, ortaklığa dayalı kitlesel fonlama modelinin ülkemiz sermaye piyasası mevzuatına entegrasyonuna ilişkin çeşitli öneriler maddeler halinde sunulmaktadır.

Ancak yine de, kitlesel fonlamanın her bir proje bazında kendine özgü koşullar oluşturabilme imkanı tanıyan esnek bir yapıya sahip olduğu ve bu nedenle geliştirilecek düzenlemelerin, ülkemiz gerçekleri de dikkate alınmak suretiyle, yatırımcı ve girişimci menfaatleriyle sistemin işlerliği arasında pozitif bir denge kuracak ölçüde ve bu esnekliği zedelemeyecek şekilde kurgulanmasının son derece önem arz ettiği hususunu da üstüne basarak vurgulamak gerekir.

1) İhraç ve tutar sınırlamaları

Özellikle uygulamanın ilk yıllarında sektörün sağlıklı gelişimi için işleyişin yakın bir şekilde izlenmesi ve takip edilmesi önem taşımaktadır. Zira öngörülemeyen risk unsurlarının minimum düzeyde tutulması ve olası risklerin yayılmasının önlenmesi gerekmektedir. Bu nedenle, hem bir girişim tarafından sağlanacak fona hem de yatırımcılar tarafından sağlanabilecek fonlara üst limit tayin edilmesinin bu amaca hizmet edeceği düşünülmektedir.

Dolayısıyla;

- Belirli bir hesap döneminde, bir girişimci veya girişim tarafından kitlesel fonlama yoluyla azami 1 milyon TL tutarında¹⁰ kaynak yaratılabilir.
- Bir yatırımcı tarafından herhangi bir girişim için sağlanabilecek azami fon tutarı **(i)** bireysel yatırımcı için hedef fon miktarının %1'ini ve her halükarda 5 bin TL'yi; **(ii)** nitelikli yatırımcı için ise hedeflenen fon miktarının %10'unu aşmayacak şekilde belirlenebilir.

¹⁰ Hazine Müsteşarlığı verilerine göre (Hazine Müsteşarlığı, 2016); lisanslı melek yatırımcılar tarafından 14 farklı proje için toplam 3,2 milyon TL kaynak sağlandığı göz önünde bulundurulduğunda, bir projenin ortalama fon gereksiniminin 250 bin TL seviyesinde olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, 1 milyon TL'nin girişimler için azımsanmayacak bir meblağ olduğu düşünülmektedir.

Böylelikle, hem görece küçük ve orta ölçekli girişimlerin sermaye piyasası mevzuatının kitlesel fonlama için tanımış olduğu istisnalardan faydalanması teşvik edilmiş; hem de sisteme kitleye dayalı bir yapı kazandırılarak beraberinde getirdiği fayda ve risklerin tabana yayılması sağlanmış olacaktır.

2) Aracılığa ilişkin düzenlemeler

Kanun tasarısı ile kitlesel fonlama platformları; kitlesel fonlamaya aracılık eden ve elektronik ortamda hizmet veren kuruluş olarak tanımlanmış olup, buna göre kitlesel fonlama işlemleri Kurulumuzca faaliyet izni verilen platformlar aracılığıyla yürütülecektir. Ayrıca, bu platformların faaliyetleri sırasında uymaları gereken ilke ve esaslara ilişkin hususlar da Kurulumuzca belirlenecektir.

Tahmin edilebileceği üzere, hem girişimci hem de yatırımcı tarafının deneyimsiz ve kurumsal kapasiteden yoksun kişilerden oluşması kitlesel fonlama sisteminin doğası gereğidir. Dolayısıyla, sisteme kurumsal bir altyapı kazandırılması ancak belirli iş süreçlerine sahip, gerekli prosedürleri yerine getiren, bilgi ve tecrübe sahibi kadrosu bulunan, şeffaf ve profesyonel platformların varlığı ile mümkün olacaktır.

Bu platformların yalnızca fon talep eden girişimler ile fon sahibi yatırımcıların dijital ortamda bir araya getirilmesine olanak tanıyan ve her iki tarafa da gerekli bilgi akışını zamanında ve tam bir şekilde sağlayan oluşumlar şeklinde yapılanmalarının sağlanması yapılacak düzenlemelerdeki çıkış noktası olmalıdır. Böylece, çıkar çatışması sorununun minimize edilmiş ve yatırımcılar ile girişimciler arasında her iki tarafa da eşit mesafede bir aracı rolü üstlenecek platformların tarafsızlığı sağlanabilmiş olacaktır.

Buna göre, kitlesel fonlama platformları;

- Üyelik kabul ederek faaliyette bulunur.¹¹
- Üyelik kabul etme esnasında girişimci ve yatırımcıların kişisel ve kurumsal bilgilerini içeren bir veri tabanı oluşturur ve bu bilgileri saklar.
- Yatırımcılara içeriği Kurulumuzca belirlenen yerindelik testini uygular; risk bildirim ve değerlendirme formlarını imzalatır ve bunları saklar.¹²

¹¹ Projeler platformun ana sayfasında ilan edilecek, projenin detayının görüntülenebilmesi ve yatırım yapılabilmesi; aynı zamanda proje başlatılabilmesi içinse üye olunması gerekecektir.

¹² Her bir yatırımcının Kurulumuzca belirlenen standartlara uygun yatırımcı bilgilendirme materyallerini gözden geçirdiği, tüm yatırımlarını kaybetme riski ile karşı karşıya olduğunu anladığı ve bu durum ile başa çıkabileceği, yeni kurulacak ve gelişen işletmelerde ve bunlar tarafından yapılacak küçük ölçekli ihraçlarda genel bir risk bulunduğunu anladığı, bu menkul kıymetlerin likiditesinin az olduğu ve bu durum sebebiyle riske maruz kalabileceği vb.

- Girişimlerin yükümlülükleri hakkında bir bilgilendirme dokümanı hazırlar. Bu dokümanı girişimci ekibine imzalatır ve saklar.¹³
- Her bir proje kategorisi bazında standartlaştırılmış ön inceleme ve değerlendirme (due diligence) kriterleri geliştirerek başvuru değerlendirme süreçlerini bu kriterler çerçevesinde işletir.
- Belirli tecrübe, lisans ve eğitim kriterlerini taşıyan kişilerden oluşan bir yatırım komitesi oluşturarak projelerin yayımlanabilmesi için yatırım komitesinin onayı gerekir. Yatırım komitesinde en az bir icracı yönetim kurulu üyesi bulundurulur.
- Üyelerine yatırım danışmanlığı hizmeti veremez ve yatırım tavsiyelerinde bulunamaz.
- Kampanyası gerçekleştirilen menkul kıymetlerin alınması veya satılması konusunda tavsiyede bulunamaz.
- Fon akışına doğrudan taraf olmaz. Diğer bir ifadeyle, fon transferleri platform tarafından onay verilmesinin ardından bir banka veya ödeme kuruluşu aracılığıyla gerçekleştirilir.
- Kampanyasına aracılık edilen menkul kıymetlerin veri tabanını tutar ve saklar. Her bir üye bazında oluşturulan profil sayfalarında yatırım bilgisini paylaşır.
- Bu menkul kıymetleri, Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. nezdinde açılan havuz hesabında her bir yatırımcı üye alt hesabıyla ilişkilendirerek izler.
- Kurulumuzca belirlenen kriterleri sağlaması şartıyla, kampanyasına aracılık edilen menkul kıymetlerin üyeleri arasında serbest piyasa koşullarına göre alım-satımına olanak tanıyan portal oluşturur.
- Bu portallarda yatırım tavsiyesinde bulunamaz, piyasa yapıcılığı görevi üstlenemez, alt-üst fiyat veya miktar belirleyemez ve alıcı veya satıcı taraf olamaz. Diğer bir ifadeyle, bu portallar yalnızca potansiyel alıcı ve satıcıları bir araya getirmek amaçlı oluşturulur.
- Proje ve girişimler hakkında edindiği ilave bilgi ve gelişmeleri derhal ilgili kampanya sayfasında yayımlar ve bu duyuruları sürekli olarak erişime açık tutar.
- Yanıltıcı ve yanlış reklam ve promosyon yapamaz, sosyal medya ilanları ile ilgili olarak bir veya birkaç kişiyi sorumlu olarak atar. Böyle bir belirleme yapılmamışsa yönetim kurulu sorumludur.

¹³ Girişimlerin ticaret ve şirketler hukuku ile sermaye piyasası mevzuatından kaynaklanan yükümlülükleri başta olmak üzere, yatırımcılara ve platforma karşı olan yükümlülüklerini içeren bir bilgilendirme kitapçığı hazırlanması gerekmektedir.

- Menkul kıymet satışına bağlı olarak yatırımcıları tazmin mercii olamaz.
- Yatırımcı ile girişim arasındaki uyuşmazlıklarda çözüm mekanizmasını anlatan prosedürleri hazırlar ve bunları internet sitesinde yayımlar.
- Yatırımcı ve girişimci ile arasındaki çıkar çatışmalarını asgari seviyeye indirmek adına gerekli önlemleri alır. Buna ilişkin iç denetim prosedürlerini belirler ve internet sitesinde açıklar.
- Siber saldırı riskini önleyebilmek adına gerekli bilgi işlem altyapısını kurar, veri tabanını yedekli olarak tutar.
- Belirli periyotlarda yatırımcı bilgilendirme raporu yayımlayarak dönem içerisinde yürütülen kampanyalar hakkında yatırımcıları ilgilendiren hususlara ilişkin toplu bilgi verir.

3) Girişime ilişkin düzenlemeler

Kanun tasarısı ile kitlesel fonlama yoluyla fon toplayan kişiler ihraççı ve halka açık ortaklık tanımı dışında tutulmuşlardır. Böylelikle, kitlesel fonlama yoluyla fon temin edecek küçük ölçekli şirketlerin, mevcut düzenlemelerin halka açık şirketler için zorunlu kıldığı finansal rapor hazırlama ve bağımsız denetime tabi tutma, kurumsal yönetim ilkelerine uyum vb. çoğu zaman maliyetli ve belirli bir kurumsal tecrübe gerektiren yükümlülüklerden muaf tutulmaları sağlanmıştır. Dolayısıyla, bu tür küçük ölçekli şirketlerin belirli bir proje için ihtiyaç duydukları fona daha az maliyetle erişebilmelerine olanak tanınmış ve sisteme işlerlik kazandırılmıştır.

Ancak, ortaklığa dayalı kitlesel fonlama yöntemine başvurarak fon toplama işleminin teknik olarak bir menkul kıymet ihraç edilmesi anlamı taşıdığı açıktır. Üstelik bu tip ihraçların satış yönteminin, genele yönelik bir çağrı ve sonrasında gelen satışı içermesi nedeniyle “*halka arz*” veya bu çağrının yalnızca platformlara üye kişilerce görüntülenebilmesi nedeniyle “*tahsisli satış*” olarak tanımlamak mümkündür. Diğer bir ifadeyle, mevcut düzenlemeler çerçevesinde kitlesel fonlama yoluyla gerçekleştirilen ihraç işlemlerinin hangi kategori altında değerlendirileceği bakış açısına göre değişebilmektedir.

Yatırımcıların bu tip girişimlere ortaklık hakkı veren menkul kıymetlere yatırım yapacakları dikkate alındığında, sağlıklı bir işleyiş için girişimlere öncelikli olarak kapsamlı kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin getirilmesi; aynı zamanda bu yükümlülüklerin daha uygulanabilir ve düşük maliyetli olacak şekilde kurgulanması uygun olacaktır. Diğer taraftan, ülkemizdeki yerli yatırımcı tabanının sermaye piyasası araçlarını elde tutma süresinin çok düşük seviyelerde olduğu ve kitlesel fonlama sisteminin yatırımcılar için getirmiş olduğu en büyük risk unsurlarından birinin de

likidite konusu olduğu göz önünde bulundurulduğunda, çıkış stratejilerinin önceden öngörülebilir ve sağlıklı bir şekilde planlanması önem arz etmektedir.

Bu kapsamda;

- Kitlesel fonlama yoluyla ancak anonim şirket statüsündeki girişimler belirli bir projenin gerçekleştirilmesi amacıyla fon toplayabilir.
- Yalnızca sermaye artırımı yoluyla ve girişimdeki mevcut ortakların yönetim hakimiyetini değiştirmeyecek ölçüde fon toplanabilir.
- Faaliyet konusu ve elde edilecek fonun kullanım yerleri Türkiye Cumhuriyeti Kanunlarına uygun şekilde ve ülkemiz mevzuatının izin verdiği ölçüde belirlenir.
- Girişimci ekibindeki¹⁴ kişiler hakkında hapis cezası ya da zimmet, irtikap, rüşvet, hırsızlık, dolandırıcılık, sahtecilik, güveni kötüye kullanma, hileli iflas, ihaleye fesat karıştırma, verileri yok etme veya değiştirme, banka veya kredi kartlarının kötüye kullanılması, kaçakçılık, vergi kaçakçılığı veya haksız mal edinme suçlarından dolayı alınmış cezai kovuşturma ve/veya hükümlülüğün ve ortaklık işleri ile ilgili olarak taraf olunan dava konusu hukuki uyuşmazlık ve/veya kesinleşmiş hüküm bulunmaması gerekir.
- Başvuru aşamasında girişime, projeye ve ihraç edilecek menkul kıymetlere ilişkin içeriği Kurulumuzca belirlenecek bir bilgi formu¹⁵ hazırlanır ve bu form platforma iletilir. Kampanyanın yayımlanması halinde bilgi formu kampanya sayfasında ilan edilir. Bilgi formunda yer alan hususlarda herhangi bir değişiklik olması durumunda bu değişiklikler forma işlenerek güncellenen form aynı şekilde duyurulur.
- Başvuru esnasında girişimin ve projesinin hukuki ve mali durumunun tespiti amacıyla bağımsız bir veya birkaç kuruluş tarafından durum tespit raporu hazırlanarak platforma iletilir. Kampanyanın ilan edilmesi durumunda bu raporlar kampanya sayfasında ilan edilir.
- Kampanya süresi boyunca girişime ve projeye ilişkin yatırımcıların karar süreçlerinde etkili olabilecek tüm bilgi ve gelişmelerin kampanya sayfasında ilan edilmesi gerekir.
- Kampanya süresince ve sonrasında potansiyel ve fiili yatırımcılar ile olan iletişimin yürütülmesinden sorumlu bir iletişim ekibi oluşturulur. İletişim ekibinde en az bir icracı yönetim kurulu üyesi bulundurulur.

¹⁴ Bu yükümlülüğün, girişimin yönetim kurulu üyelerinden ziyade girişimci ekibinin tamamını kapsayacak şekilde düzenlenmesinin mevzuatın dolanılması ihtimalini daha düşük seviyelere taşıyacağı düşünülmektedir.

¹⁵ Bu amaçla hazırlanan kitlesel fonlama bilgi formu Ek'te verilmektedir.

- İletişim ekibi, potansiyel ve fiili yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisinin minimize edilebilmesini teminen gerekli önlemleri alır. İletişim ekibinin oluşturulmaması halinde bu sorumluluk yönetim kurulundadır.
- Girişimler tarafından bir internet sitesi ve yatırımcılarla ilişkiler sayfasının oluşturulması zorunludur. Bu sayfada, girişimin sürekli bilgileri düzenli olarak güncellenir ve içsel bilgileri açıklanır. İletişim ekibi bu açıklamalardan sorumludur.
- Kurulumuzca belirlenen usul ve esaslar çerçevesinde girişimler tarafından kamunun aydınlatılmasına ilişkin prosedürler detaylı bir şekilde hazırlanır ve yatırımcılarla ilişkiler sayfasında ilan edilir. Bu prosedürlerin hazırlanmasındaki sorumluluk yönetim kurulundadır.
- Yatırımcılarla ilişkiler sayfasında finansal bilgilere yer verilir. Girişimin çeyreklik geçici vergi beyannameleri, Vergi Usul Kanunu'na uygun olarak hazırlanan yıllık bilançosu ve gelir tablosu bu sayfada ilan edilir.
- Belirli periyotlarda faaliyet raporu ile birlikte projenin durum bilgisi ve toplanan fonun belirtilen amaçlarla kullanılıp kullanılmadığı hakkında yatırımcı raporları hazırlanarak kamuya duyurulur. Bu raporların hazırlanmasından ve ilanından yönetim kurulu sorumludur.
- Girişimin yönetim hakimiyetinde bir değişiklik meydana gelmesi veya böyle bir değişikliğin öngörülmesi durumunda, yeni ortaklara ve yönetime ilişkin bilgiye ek olarak bunların girişime ilişkin stratejik planları ve projeleri hakkında bilgi verilir.
- Ortak sayısı beş yüzün üzerinde olan girişimler, Kurulumuz düzenlemeleri uyarınca finansal tablo büyüklükleri açısından SPKn kapsamından çıkarılma şartlarını aşmaları ve kotasyon kriterlerini karşılamaları durumunda, bu şartların sağlandığı tarihten itibaren iki yıl içerisinde kotasyon başvurusunda bulunur.
- Ortak sayısı beş yüzün altında olan girişimler ise aynı süre zarfında kotasyon konusunun görüşülerek karara bağlanacağı genel kurul toplantısı düzenler. Bu toplantıda kotasyon yönünde karar çıkmaması durumunda, olumsuz oy kullanarak toplantı tutanağına şerh düşüren ortaklar, hazırlanacak fiyat tespit raporunda belirlenen fiyattan aşağı olmamak kaydıyla anlaşılan pay başı fiyat üzerinden sahip oldukları payları şirkete veya hakim ortağa satarak ayrılma hakkına sahiptir.

4) Vergisel düzenlemeler

Bilindiği üzere, finansal piyasalardaki her bir yenilikçi uygulamanın vergisel boyutu önemli bir konu başlığını oluşturmaktadır. Dolayısıyla, kitlesel fonlamanın hem girişimciler hem de yatırımcılar tarafında teşvik edilerek sektöre bir ivme kazandırılabilmesi adına vergisel boyutunun da ele alınması gerekmektedir. Getirilecek istisna ve muafiyetlerle sektör katılımcılarının teşvik edilmesinin ve bu yolla özellikle ilk yıllardaki rekabet altyapısının oluşturulmasının da iyi uygulama modeli oluşturabilmek adına bir gereksinim olduğu düşünülmektedir.

Bu amaçlarla;

- Alternatif bir finansman yöntemi olarak kitlesel fonlama faaliyetlerinin teşvik edilmesi amacıyla bu yolla fon temin eden girişimlerin belirli bir süreliğine kurumlar vergisinden tamamen muaf tutulması,
- Girişimlerin kitlesel fonlama projelerinden elde etmiş oldukları gelir ve kazançlarının kurumlar vergisi matrahına dahil edilmemesi,
- Yatırımcıların teşvik edilmesi ile pay devrinin ve çıkışın kolaylaştırılması adına kitlesel fonlama yatırımlarından elde edilen sermaye kazançlarının gelir ve kurumlar vergisinden muaf tutulması,
- Kitlesel fonlama platformlarının, teminine aracılık ettikleri fon bazında artan oranda kurumlar vergisinden muaf tutulmaları ve böylelikle platformlar arasındaki rekabetin artırılarak girişimciler ve yatırımcılar için olan maliyetlerin düşürülmesi,
- Sektöre kurumsal yatırımcı desteğinin aktararak profesyonel bir yatırım ortamı oluşturulabilmesi adına melek yatırımcılara sağlanan vergisel teşviklerin, kitlesel fonlama yoluyla yatırım yapan kurumsal ve nitelikli yatırımcıları da kapsayacak şekilde genişletilmesi

yönünde esneklikler sağlanmasının sistemin sağlıklı işleyişine büyük katkı sağlayacağı ve bu yolla kitlesel fonlama yatırımlarının nitelik ve nicelik anlamında kayda değer bir ivme kazanacağı öngörülmektedir.

VI. SONUÇ

Ülkemizin kalkınma stratejisinin önemli bileşenlerinden birini de girişimcilik ortamının iyileştirilmesi ve mikro ölçekli işletmeler dahil KOBİ'lerin finansman olanaklarının çeşitlendirilerek geliştirilmesi oluşturmaktadır. Zira KOBİ'lerin ülkemiz ekonomisinin itici gücü oldukları dikkate alındığında bu konu daha da önemli hale gelmektedir. Ancak, 2008 sonrası dönemde bankacılık düzenlemelerinin sıkılaştırılması, bu tip geleneksel finansal kurumların girişimciler ve KOBİ'ler başta olmak üzere yüksek risk grubundaki kişi ve işletmelere kaynak ayırmalarını büyük ölçüde dışlamaktadır.

Bunun dışında, son yıllarda ülkemizdeki yüksek faiz oranlarının ve döviz kurlarındaki dalgalanmaların, gerekli kaynağı finansal borçlanma yolunda bulabilen işletmelerin mali yapılarında telafi edilmesi güç kırılganlıklara sebebiyet verdiği şahit olunmaktadır. Diğer taraftan, özel sermaye, risk sermayesi ve melek yatırımlarının da yalnızca sınırlı sayıdaki belirli bir girişimci grubuna katkı sağladıkları ve bu noktada kişisel ilişkiler seviyesindeki bağlantıların en önemli kriter olduğu; ayrıca, coğrafi ve fiziki bariyerlere ek olarak finansal sistemin temelinde bulunan piyasa aksaklıklarının da bu tip kurumsal yatırımcı ağının girişimcilerin desteklenmesine temkinli yaklaşımlarına yol açtığı bilinmektedir.

Dolayısıyla, büyüme potansiyeline sahip girişimler ve başlangıç evresindeki işletmelere erken aşama ve çekirdek sermaye akışının sağlanmasının girişimcisine, yatırımcısına ve bu yolla ekonominin geneline yönelik pek çok faydasından söz etmek mümkündür. Örneğin, projelerini başarılı bir şekilde hayata geçirebilen bir girişim ekonomik büyümeye ve istihdama katkıda bulunacak, yaratmış olduğu katma değeri yatırımcıları ve çalışanları aracılığıyla ekonomiye kazandırarak toplumsal refaha fayda sağlayacak ve uzun dönemde yeni yatırım arayışlarına girerek sürdürülebilir ekonomik kalkınmaya hizmet edecektir.

Ancak, bu faydalar kadar olası risklerin de göz ardı edilmemesi son derece önem arz eden bir husustur. Zira iyi dizayn edilmiş mali, ekonomik ve hukuki bir zemine oturtulmadığı sürece girişimlere yapılan yatırımların başta piyasa aksaklıklarından kaynaklı riskler olmak üzere yüksek riskli doğası gereği tüm bu açıklanan faydaları tersine çevirme potansiyeli de bulunmaktadır. Dolayısıyla, çoğu zaman deneyim ve tecrübeden yoksun bireysel yatırımcılar tarafından yüksek risk ve potansiyel taşıyan girişimlere yatırım yapılmasına yol açan yöntemlerin, olası tüm boyutlarıyla ele alınması ve bir düzenleme altyapısına kavuşturulmasının önemi açıktır.

Bu noktada, belirli bir amaç için ihtiyaç duyulan finansmanın internet tabanlı platformlar aracılığıyla geniş bir kitleden elde edilen ufak meblağlar ile sağlanması anlamı taşıyan kitlesel fonlamanın, yatırımcılardan meydana gelen bir kitle tarafından girişimlere ortak olunmasına olanak tanıyan ortaklığa dayalı formunun, hizmet

edeceği bu amaç doğrultusunda yasal bir çerçeveye taşınması gerekliliği gündeme gelmiştir. Kitlesel fonlamanın “ortaklığa dayalı” formatında proje sahipleri tarafından yatırımcıların projeyi gerçekleştirecek olan girişime ortak olmaya davet edilmesi, konunun sermaye piyasası mevzuatı hükümleri çerçevesinde ele alınması gerekliliğini ortaya çıkarmıştır.

Nitekim son dönemde büyük bir sıçrama yaşayan kitlesel fonlama sektörünün kaydettiği bu gelişme paralelinde dünya genelinde aynı amaç ve gerekçeler gözetilerek regüle bir yapıya büründürüldüğü görülmektedir. Benzer şekilde ülkemizde de bu konuda resmi girişimler başlatılmış olup, kitlesel fonlamaya ilişkin esasların belirlenmesi yetkisinin Kurulumuza tanınması amacıyla 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda yapılması öngörülen değişiklik seti Türkiye Büyük Millet Meclisi’nin inceleme ve değerlendirmelerine sunulmuştur. Tasarının TBMM tarafından kabul edilerek SPKn’nun öngörülen şekilde değiştirilmesi durumunda, Kurulumuzca kitlesel fonlamaya ilişkin ikincil düzenlemeler yapılabilecektir.

Yapılacak düzenlemelerin, yatırımcı hak ve menfaatlerinin korunması, başta dolandırıcılık teşebbüsleri olmak üzere yaşanabilecek mağduriyetlerin önüne geçilmesi, bu yöntemle girişimlerin ihtiyaç duydukları sermayeyi temin edebilmelerinin mümkün kılınması ve dolayısıyla sistemin etkin ve verimli çalışmasının sağlanmasına hizmet etmesi en büyük gereksinim olarak karşımıza çıkmaktadır. Ortaklığa dayalı kitlesel fonlamanın faydalarının yanı sıra barındırdığı risklerin de üst düzeyde gözetilerek yasal bir çerçeveye taşınması; diğer bir ifadeyle, yatırımcıların korunması ve girişimlere erken aşama sermaye akışının sağlanması arasında bir denge kurulması önem arz etmektedir. Ancak böylesi bir yaklaşım SPKn’nun amacına hizmet edecektir.

Ayrıca, son derece dinamik ve esnek bir yapıya sahip kitlesel fonlama faaliyetlerine ilişkin uygulama usul ve esaslarının belirlenmesinde, uluslararası uygulamalarla ters düşmeyen fakat ülkemiz gerçeklerini de göz ardı etmeyen bir yaklaşımın benimsenmesinin uygun olacağı değerlendirilmektedir. Kitlesel fonlamaya ilişkin ikincil düzenleme çalışmalarında yatırımcı ve girişimci menfaatleriyle sistemin işlerliği arasında pozitif bir denge kurulması, dinamizmin ve esnekliğin büyük ölçüde korunması elzemdir.

Sistemin çoğu zaman tecrübesiz bireylerden oluşan bir kitle unsurunu ve benzer özellik gösteren bir girişimci grubunu merkezine aldığı dikkate alındığında, yapıya iyi ve sağlıklı bir işleyiş kazandırılması için çift taraflı koruma ve teşvik mekanizmalarının yürürlüğe alınmasının faydalı olacağı düşünülmektedir. Bu noktada, kitlesel fonlama yoluyla fon temin edecek küçük ölçekli şirketlerin, mevcut düzenlemelerin halka açık şirketler için zorunlu kıldığı finansal rapor hazırlama ve bağımsız denetime tabi tutma, kurumsal yönetim ilkelerine uyum vb. çoğu zaman maliyetli ve belirli bir kurumsal tecrübe gerektiren yükümlülüklerden muaf tutulmaları; buna karşın, yatırımcıların karar verme süreçlerinin dış müdahaleden

yoksun ve etkili bir şekilde yönetilebilmesi için uygulanabilir ve düşük maliyetli kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin getirilmesi uygun olacaktır.

Diğer taraftan, sisteme kurumsal bir altyapı kazandırılması ancak belirli iş süreçlerine sahip, gerekli prosedürleri yerine getiren, bilgili ve tecrübeli kadrosu bulunan, şeffaf ve profesyonel platformların varlığı ile mümkündür. Dolayısıyla, öncelikli olarak kitlesel fonlamaya aracılık eden platformların faaliyet esaslarının bu kurumsal yapıya zemin hazırlayacak şekilde oluşturulması gerekmektedir. Platformların her iki tarafa da gerekli bilgi akışını zamanında ve tam bir şekilde sağlamaları durumunda çıkar çatışması sorununun minimize edilmiş ve yatırımcılar ile girişimciler arasında her iki tarafa da eşit mesafede bir aracı rolü üstlenecek bu platformların tarafsızlığının tesis edilmiş olacağı düşünülmektedir.

Modele gerçekten de “*kitleye dayalı*” bir yapı kazandırılabilmesi ve özellikle ilk yıllarda öngörülemeyen risk unsurlarının minimum düzeyde tutularak olası risklerin yayılmasının önlenmesi adına, dünya uygulamalarına benzer şekilde, hem girişimci hem de yatırımcı taraflar için ihraç ve tutar sınırlamalarının tesis edilmesi uygun olacaktır. Son olarak, kitlesel fonlamanın vergisel muafiyet ve istisnalarla donatılmasının, finansal piyasalardaki her bir yenilikçi uygulamada olduğu gibi ilk yıllarda katılımcı bir uygulama modeli oluşturulabilmesi ve bu modelin teşvik edilerek ivme kazanması adına son derece önemli bir gereksinim olduğu düşünülmektedir.

Sonuç olarak, kitlesel fonlamanın girişimleri hayata geçirmedeki lokomotif rolü ve alternatif bir finansman aracı olarak potansiyeli gün geçtikçe gün yüzüne çıkmaktadır. Bu potansiyelin yansımalarını sayılarla da ifade etmek mümkündür. Zira 2015 yıl sonu itibarıyla alternatif finansman yöntemlerinin en parlak yapıtaşını oluşturan kitlesel fonlamanın dünya genelindeki işlem hacminin 100 milyar USD’nin üzerine çıktığı yapılan araştırmaların bir sonucudur.

Ülkemizde ise son dönemde sektör için olumlu gelişmelerin yaşandığını ifade etmek mümkünse de gerek yasal altyapı eksiklikleri gerekse de girişimciler ve kamuoyu tarafından bilinirliğin henüz istenilen düzeyde olmamasından bahisle kitlesel fonlama sisteminin mevcut durumda gelişim safhasında olduğunu söylemek gerekir. Ancak konu, sistemin KOBİ’lerin finansmanındaki rolü ve ülkemiz ekonomisinde KOBİ’lerin rolü bağlamında değerlendirildiğinde, ülkemizde kitlesel fonlamaya sağlıklı bir işleyiş kazandırılmasının önemi açık ve net bir şekilde anlaşılmaktadır. Özetle, ortaklığa dayalı kitlesel fonlamanın KOBİ’lerin gelecekteki borsası olacağını öngörmek yanlış olmayacaktır.

KAYNAKÇA

- Arikovani. (2017, 07 16). *Arikovani*. <https://arikovani.com/projeler/outliers-notebook/detay> adresinden alındı
- Artistshare. (2017, 07 05). *Artistshare*. <https://www.artistshare.com> adresinden alındı
- Avrupa Komisyonu. (2016). *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*. Brüksel: European Commission.
- Bruton, G., Khavul, S., Siegel, D., & Wright, M. (2015). New financial alternatives in seeding entrepreneurship: Microfinance, crowdfunding, and peer-to-peer innovations. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(1), 9-26.
- Castrataro, D. (2011, 12 12). *Crowdcentric Media LLC*. Social Media Week: <https://socialmediaweek.org/blog/2011/12/a-social-history-of-crowdfunding/> adresinden alındı
- CCA. (2016). *Global Best Practice to Develop Crowdfunding Ecosystems*. Crowdfund Capital Advisors.
- Cosh, A., Cumming, D., & Hughes, A. (2009). Outside Entrepreneurial Capital. *Economic Journal*, 119(540), 1494-1533.
- Crowdsurfer Ltd.; Ernst&Young LLP. (2015). *Crowdfunding: Mapping EU markets and events study*. European Union: European Commission.
- Delivorias, A. (2017). *Crowdfunding in Europe*. European Parliamentary Research Service.
- Drake, D. (2017, 07 16). *Huffington Post*. http://www.huffingtonpost.com/david-drake/2000-global-crowdfunding-_b_8365266.html adresinden alındı
- Dünya Bankası. (2013). *Crowdfunding's Potential for the Developing World*. *infoDev, Finance and Private Sector Development Department*. Washington, DC: World Bank.
- ECN. (2017, 07 16). *European Crowdfunding Network*. <http://eurocrowd.org/> adresinden alındı
- Estrin, S., & Khavul, S. (2016). "Equity Crowdfunding: A New Model for Financing Entrepreneurship? *CentrePiece*, 20(3), 6-9.
- Estrin, S., Gozman, D., & Khavul, S. (2016). *Case Study of the Equity Crowdfunding Landscape in London: An Entrepreneurial and Regulatory Perspective*. Londra: Financial and Institutional Reforms for an Entrepreneurial Society.

- FCA. (2015, 07 16). *A review of the regulatory regime for crowdfunding and the promotion of non-readily realisable securities by other media*. Financial Conduct Authority.
- Fisher, J. (2017, 01 28). *Medium*. <https://medium.com/crowdfund-research/top-trends-in-equity-crowdfunding-7db76efd7cae> adresinden alındı
- Freedman, D. M., & Nutting, M. R. (2015). *A Brief History of Crowdfunding*. Freedman and Nutting.
- Gabison, G. A. (2015). *Understanding Crowdfunding and its Regulations*. European Union: European Commission Joint Research Centre Institute for Prospective Technological Studies.
- GoFundMe. (2017, 07 16). *GoFundMe*. <https://www.gofundme.com/> adresinden alındı
- Grella, S. (2015). Fraudulent Crowdfunding Campaign Sets Precedent. *Observer*.
- Hazine Müsteşarlığı. (2016). *BKS İlerleme Raporu*. Mali Sektörle İlişkiler ve Kambiyo Genel Müdürlüğü, Finansal Araçlar ve Piyasalar Geliştirme Dairesi.
- Hazine Müsteşarlığı. (2016). *Girişimlerde Bilişim Teknolojileri Kullanım Araştırması*. Hazine Müsteşarlığı.
- Hollis, A., & Sweetman, A. (2003). *Microfinance and Famine: The Irish Loan Funds during the Great Famine*.
- Howe, J. (2008). *Crowdsourcing: Why the Power of the Crowd Is Driving the Future of Busines*. New York: Crown Publishing.
- Indiegogo. (2017, 07 4). *Indiegogo*. <https://www.indiegogo.com/> adresinden alındı
- IOSCO. (2015). *Crowdfunding 2015 SURVEY RESPONSES REPORT*. IOSCO.
- IOSCO. (2017). *Research Report on Financial Technologies (Fintech)*. IOSCO.
- Jenik, I., Lyman, T., & Nava, A. (2017). *Crowdfunding and Financial Inclusion*. Londra: Consultative Group to Assist the Poor .
- Kalkınma Bakanlığı. (2014). *Bölgesel Gelişme Ulusal Stratejisi 2014-2023*. Bölgesel Gelişme ve Yapısal Uyum Genel Müdürlüğü.
- Karaarslan, M., & Altuntaş, B. (2015). Sosyal Pazarlamanın Yeni Aracı: Kitle Fonlaması. 20. *Ulusal Pazarlama Kongresi*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi.
- Kickstarter. (2017, 07 16). *Kickstarter*: <https://www.kickstarter.com/> adresinden alındı
- Kirby, E., & Worner, S. (2014). *Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast*. IOSCO.

- Kitlesel Fonlama Derneği. (2017). Çalıştay Raporu. *Kitlesel Fonlama Derneği*.
- Kiva. (2017, 07 16). *Kiva*. <https://www.kiva.org> adresinden alındı
- KOSGEB. (2016). *2016 Faaliyet Raporu*. T.C. Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı.
- Kshetri, N. (2015). Success of Crowd-based Online Technology in Fundraising: An Institutional Perspective. *Journal of International Management*, 21(2), 100-116.
- LendingClub. (2017, 07 16). *LendingClub*. <https://www.lendingclub.com/> adresinden alındı
- Massolution. (2015). *Crowdsourcing*. <http://reports.crowdsourcing.org/> adresinden alındı
- Miller, M., & Jenik, I. (2016). *Big Data and Crowdfunding—Is This the Wild West for Credit Evaluation, the Logical Evolution of Credit Scoring or Both?* Responsible Finance Forum.
- Mollick, E. R. (2013). *Swept Away by the Crowd? Crowdfunding, Venture Capital, and the Selection of Entrepreneurs*. Philadelphia: University of Pennsylvania - Wharton School.
- Ordanini, A., Meceli, L., Pizzeti, M., & Parasuraman, A. (2011). Crowdfunding: Transforming customers into investors through innovative service platforms. *Journal of Service Management*, 22(4), 443-470.
- Parker, S. (2009). *"Economics of Entrepreneurship"*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Prive, T. (2012, 11 13). *Forbes*. <https://www.forbes.com/sites/tanyaprive/2012/11/13/navigating-the-sea-of-crowdfunding-how-to-pick-the-right-platform-for-your-brand/#3b5cbb732252> adresinden alındı
- Statista. (2017, 07 16). *Statista.a*. <https://www.statista.com/statistics/269948/estimated-number-of-crowdfunding-platforms-worldwide/> adresinden alındı
- Statista. (2017, 07 16). *Statista.b*. <https://www.statista.com/statistics/497227/number-of-crowdfunding-platforms-globally-by-region/> adresinden alındı
- Terry, H., Schwartz, D., & Sun, T. (2015). *The Future of Finance Part 3: The Socialization of Finance*. New York: Goldman Sachs.
- TÜİK. (2016). *Küçük ve Orta Büyüklükteki Girişim İstatistikleri*. Türkiye İstatistik Kurumu . <http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=21540> adresinden alındı

- Wardrop, R., & vd. (2016). *Breaking New Ground: The Americas Alternative Finance Benchmarking Report*. University of Cambridge Judge Business School. Cambridge Centre for Alternative Finance.
- Yavuz, H. (2016, 07 28). *Start Up Dergisi*. <http://www.startupdergi.com/kose-yazarlari/hande-yavuz/kitlesel-bagis.html> adresinden alındı
- Zhang, B., & vd. (2016). *Harnessing Potential: The Asia-Pacific Alternative Finance Benchmarking Report*. University of Cambridge Judge Business School & University of Sydney Business School. Cambridge Centre for Alternative Finance.
- Zhang, B., & vd. (2016). *Pushing Boundaries: The 2015 UK Alternative Finance Industry Report*. University of Cambridge Judge Business School. Cambridge Centre for Alternative Finance & NESTA.
- Zhang, B., & vd. (2016). *Sustaining Momentum: The 2nd European Alternative Finance Industry Report*. University of Cambridge Judge Business School. Cambridge Centre for Alternative Finance.

EK DİZİNİ

- 1) Kitlesel Fonlama Bilgi Formu

(Bu sayfa bilinçli olarak boş bırakılmıştır.)

KİTLESEL FONLAMA BİLGİ FORMU

Bu bilgi formu Sermaye Piyasası Kurulu (SPK veya Kurul) onayına tabi olmamakla birlikte, [GİRİŞİMİN TİCARET UNVANI] ve [PLATFORMUN TİCARET UNVANI] tarafından, sahip olunan tüm bilgiler çerçevesinde, formda yer alan bilgilerin gerçeğe uygun olduğu ve formun hazırlanmasında bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü makul özenin gösterildiği kabul edilmektedir.

[GİRİŞİMİN TİCARET UNVANI] Yetkilisinin/Yetkililerinin Adı, Soyadı, Görevi, Tarih ve İmza	Sorumlu Olduğu Kısım
	BİLGİ FORMUNUN TAMAMI

[PLATFORMUN TİCARET UNVANI] Yetkilisinin/Yetkililerinin Adı, Soyadı, Görevi, Tarih ve İmza	Sorumlu Olduğu Kısım
	BİLGİ FORMUNUN TAMAMI

Bu bilgi formu, “*düşünülmektedir*”, “*planlanmaktadır*”, “*hedeflenmektedir*”, “*tahmin edilmektedir*”, “*öngörülmektedir*”, “*amaçlanmaktadır*” ve “*beklenmektedir*” gibi kelimelerle ifade edilen geleceğe yönelik açıklamalar içermektedir. Bu tür açıklamalar belirsizlik ve risk içermekte olup, sadece formun yayım tarihindeki öngörülerini ve beklentileri göstermektedir. Birçok faktör, girişimin ve platformun geleceğe yönelik açıklamalarının öngörülenden çok daha farklı sonuçlanmasına yol açabilecektir.

1. ÖZET

[GİRİŞİMİN TİCARET UNVANI] Tanıtıcı Bilgiler		
Ticaret Unvanı	:	
Merkez Adresi	:	
Telefon Numarası	:	
Faks Numarası	:	
E-Posta Adresi	:	
İnternet Sitesi	:	

[PLATFORMUN TİCARET UNVANI] Tanıtıcı Bilgiler		
Ticaret Unvanı	:	
SPK Yetki Belgesi Numarası	:	
Merkez Adresi	:	
Telefon Numarası	:	
Faks Numarası	:	
E-Posta Adresi	:	
İnternet Sitesi	:	

[PROJE ADI] Tanıtıcı Bilgiler		
Projenin	:	
Adı	:	
Konusu	:	Projenin amacı hakkında özet bilgi verilecektir.
Çıkarılacak Menkul Kıymetin	:	
Türü	:	
Nominal Değeri	:	
Sermayeye Oranı	:	Çıkarılacak menkul kıymetin toplam içerisindeki oranı belirtilecektir. Örneğin, bu menkul kıymetin pay olması durumunda bunların sermayeyi temsil eden toplam paylara oranı verilecektir.
Satış Fiyatı	:	Çıkarılacak birim menkul kıymetin satış fiyatı hakkında bilgi verilecektir.
Hedef Fon Miktarı	:	Hedeflenen fon tutarı belirtilerek bu tutarın üzerinde ve altında talep gelmesi durumlarında izlenecek yöntem hakkında kısa bilgi verilecektir.
Asgari Yatırım Tutarı	:	Yatırım yapılabilecek asgari tutar hakkında bilgi verilecektir.
Yatırım Kategorileri	:	Varsa her bir kategori bazında yatırım tutarı ile bu yatırım karşılığında sunulacak haklar belirtilecektir.
Kampanya Süresi	:	Hem gün olarak hem de başlangıç ve bitiş tarihlerine aralık olarak yer verilecektir.

2. SEÇİLMİŞ FİNANSAL BİLGİLER

Bu bölümde, girişimin varsa Kurul'un ve/veya Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu'nun finansal raporlama standartlarına göre hazırlanan son iki hesap dönemi ile son ara dönemine ait finansal tablolarından elde edilen finansal verilere Türk Lirası cinsinden yer verilecek, ancak bunlarla ilgili herhangi bir yorumda bulunulmayacaktır. Söz konusu tabloların mevcut olmaması durumunda, bu kısımda verilecek finansal verilerde Vergi Usul Kanunu'na göre tutulan muhasebe kayıtları esas alınacaktır.

Seçilmiş Finansal Bilgiler			
Hesap Kalemleri (TL)	31/12/20**	31/12/20**	**/**/20**
Dönen Varlıklar			
Duran Varlıklar			
Kısa Vadeli Yükümlülükler			
Uzun Vadeli Yükümlülükler			
Özkaynaklar			
AKTİF/PASİF TOPLAMI			
Hasılat			
Satışların Maliyeti			
Esas Faaliyet Karı/Zararı			
DÖNEM NET KARI/ZARARI			

İlgili dönemler itibarıyla hazırlanan ve yukarıdaki tabloda özetine yer verilen finansal tablolar ekte bir bütün olarak sunulmaktadır.

3. RİSK FAKTÖRLERİ

Bu bölümde, yatırım kararı verilmesinde önem taşıyan (i) girişime, projesine ve faaliyetlerine, (ii) içinde bulunduğu sektöre, (iii) çıkarılacak menkul kıymetlere ve (iv) diğer risklere ayrı başlıklar halinde yer verilecektir.

3.1. Girişime, projesine ve faaliyetlerine ilişkin riskler

3.2. Girişimin içinde bulunduğu sektöre ilişkin riskler

3.3. Çıkarılacak menkul kıymetlere ilişkin riskler

3.4. Diğer riskler

4. GİRİŞİM HAKKINDA BİLGİLER

4.1. Genel bilgiler

[GİRİŞİMİN TİCARET UNVANI] Hakkında Genel Bilgiler		
Ticaret Unvanı	:	
Hukuki Statüsü	:	
Faaliyet Konusu	:	Esas sözleşmedeki faaliyet konuları hakkında özet bilgi verilecektir.
Çalışan Sayısı	:	Formun imza tarihi itibarıyla çalışan sayısına yer verilecektir.
Kuruluş Tarihi	:	
Ticaret Sicil Müdürlüğü	:	
Ticaret Sicil Numarası	:	
Vergi Dairesi	:	
Vergi Kimlik Numarası	:	
Merkez Adresi	:	
Telefon Numarası	:	
Faks Numarası	:	
E-Posta Adresi	:	
İnternet Sitesi	:	

4.2. Girişimin faaliyet konusu, iş süreçleri ve kısa tarihçesi

Girişimin esas sözleşmesine göre faaliyet konusu açıklanacak, girişim tarafından fiili durumda yürütülen ve gelecekte yürütülmesi amaçlanan faaliyetler, sunulan hizmetler, girişimin iş süreçleri, kuruluşundan bu yana gelişiminde önemli rol oynayan gelişmeler ve kısa tarihçesi hakkında bilgiye yer verilecektir.

4.3. Faaliyet gösterilen başlıca sektörler/pazarlar hakkında bilgi

Girişimin başlıca faaliyet gösterdiği sektörler/pazarlara ve söz konusu sektörlerdeki/pazarlardaki rekabet konumuna ilişkin açıklamalara ve beklentilere yer verilecektir.

4.4. Ana pay sahipleri ve paylar hakkında bilgi

4.4.1. Ortaklık yapısı

Ortaklık Yapısı				
Adı-Soyadı / Ticaret Unvanı	Sermayedeki Payı			Oy Hakkı (%)
	Grubu	Tutar (TL)	Oran (%)	
TOPLAM				

Tablonun altında, sermayede %5 ve üzerinde pay sahipliği bulunan gerçek ve tüzel kişiler hakkında açıklamalara yer verilecek olup, varsa bu kişiler arasındaki ilişkinin mahiyeti de açıklanacaktır.

4.4.2. Sermayeyi temsil eden paylar hakkında bilgi

Sermayeyi temsil eden payların hangi gruplardan oluştuğu, her bir pay grubu bazında kaç adet pay bulunduğu, her bir payın nominal değeri, toplam sermaye tutarı, pay gruplarına tanınan imtiyazlar ve gerekli görülen diğer hususlar hakkında bilgiye yer verilecektir.

4.5. Kurucular, yöneticiler ve iletişim ekibi hakkında bilgi

4.5.1. Kurucular hakkında bilgi

Kurucular				
Adı-Soyadı / Ticaret Unvanı	Görevi/Unvanı	Kuruluştan Bu Yana Girişim Bünyesinde Üstlendiği Görevler	Sermayedeki Payı	
			(TL)	(%)

Girişimin kurucularının mevcut durumdaki pay sahipleri ve/veya yönetim kurulu üyelerinden farklı olması durumunda, tablonun altında kurucular hakkında açıklamalara yer verilecek olup, varsa bu kişiler arasındaki ilişkinin mahiyeti de açıklanacaktır.

Öte yandan, kurucuların halihazırda girişim dışında yürüttükleri görevler hakkında bilgiye tablonun altında ayrıca yer verilecektir.

4.5.2. Yönetim kurulu üyeleri hakkında bilgi

Yönetim Kurulu Üyeleri					
Adı-Soyadı / Ticaret Unvanı	Görevi/Unvanı	Atanma Tarihi	Kalan Görev Süresi	Sermayedeki Payı	
				(TL)	(%)

Öte yandan, yönetim kurulu üyeleri arasında tüzel bir kişinin bulunması durumunda 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu uyarınca tüzel kişi adına tescil edilen gerçek kişi hakkında bilgiye de tablonun altında dipnot konularak yer verilmelidir.

4.5.3. İletişim ekibi hakkında bilgi

İletişim Ekibi			
Adı-Soyadı	Görevi/Unvanı	Telefon Numarası	E-Posta Adresi

Ayrıca, iletişim ekibinin çalışma prensipleri ve kamuyu aydınlatma prosedürleri hakkında da özet bilgi verilecektir.

4.5.4. Kurucu ve yöneticilerin yönetim ve uzmanlık deneyimleri hakkında bilgi

Anılan kişilerin daha önceki dönemlerde sahip oldukları yönetim ve uzmanlık deneyimleri hakkında ayrıntılı bilgiye yer verilecektir.

4.6. Hukuki ve mali durumu hakkında bilgi

Girişimin hukuki ve mali durumunun tespiti amacıyla bağımsız kuruluşlarca hazırlanan durum tespit raporlarında varılan sonuçların özetine yer verilecektir.

Bu kısımda ele alınan durum tespit raporları ekte bir bütün olarak sunulmaktadır.

5. PROJE HAKKINDA BİLGİLER

5.1. Genel bilgiler

Projenin adı ve konusu, kampanya süresi, hedef fon miktarı, bu tutarın üzerinde veya altında talep gelmesi durumunda izlenecek prosedürler, projenin hayata geçirilmesi durumunda ortaya konulacak ürün ve hizmetler ile projeden beklenen getiriler hakkında bilgi verilecektir.

5.2. Fon temini hakkında bilgi

Bu kısımda, kitlesel fonlama yoluyla fon temin edilmesinin gerekçelerine detaylı bir biçimde yer verilecektir. Ayrıca, elde edilecek fonun kullanım yerleri hakkında alınan yönetim kurulu kararına ilişkin bilgi verilerek bu fonun kullanım yerleri spesifik bir biçimde açıklanacaktır.

5.3. Çıkarılacak menkul kıymetler hakkında bilgi

Projenin başarılı sonuçlanması durumunda çıkarılacak menkul kıymetin türü, birim ve toplam nominal değeri, satış fiyatı, satış fiyatının belirlenmesinde kullanılan yöntem ve varsayımlar veya yararlanılan raporlar hakkında bilgi verilecektir.

Ayrıca, bu menkul kıymetlerin hangi mevzuat kapsamında oluşturulacağı, yatırımcısına sunacağı haklar ve getirdiği yükümlülükler ile kısıtlamalar hakkında bilgiye de yer verilecektir.

5.4. Yatırım kategorileri hakkında bilgi

Asgari yatırım tutarı ile varsa her bir yatırım kategorisi bazında belirlenen hak ve yükümlülükler hakkında bilgi verilecektir.

6. KAR TAHMİNLERİ VE BEKLENTİLERİ¹

Girişim ve projesi hakkında geleceğe yönelik kar tahmin ve beklentilerine yer verilecektir.

¹ Kar tahmini: Cari ve/veya takip eden hesap dönemleri için muhtemel kar veya zarar seviyesine ilişkin bir rakamın veya asgari veya azami bir rakamının açıkça ya da dolaylı olarak veya gelecekte elde edilebilecek kar veya uğranabilecek zararların hesaplanabileceği verilerin belirtilmesidir.

Kar beklentisi: Sona ermiş, ancak sonuçları henüz yayınlanmamış olan bir hesap dönemi için kar ya da zarar rakamının tahmin edilmesidir.

7. PLATFORM HAKKINDA BİLGİLER

7.1. Genel bilgiler

Platformun ticaret unvanı, SPK yetki belgesi numarası, kuruluş tarihi ve süresiz değilse öngörülen süresi, tabi olduğu mevzuat, merkez adresi, internet sitesi ve diğer iletişim bilgileri ile gerekli görülen diğer bilgilere yer verilecektir.

7.2. Ana pay sahipleri hakkında bilgi

Ortaklık Yapısı				
Adı-Soyadı / Ticaret Unvanı	Sermayedeki Payı			Oy Hakkı (%)
	Grubu	Tutar (TL)	Oran (%)	
TOPLAM				

Tablonun altında, sermayede %5 ve üzerinde pay sahipliği bulunan gerçek ve tüzel kişiler hakkında açıklamalara yer verilecek olup, varsa bu kişiler arasındaki ilişkinin mahiyeti de açıklanacaktır.

7.3. Yönetim kurulu üyeleri hakkında bilgi

Yönetim Kurulu Üyeleri					
Adı-Soyadı / Ticaret Unvanı	Görevi/Unvanı	Atanma Tarihi	Kalan Görev Süresi	Sermayedeki Payı	
				(TL)	(%)

Öte yandan, yönetim kurulu üyeleri arasında tüzel bir kişinin bulunması durumunda 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu uyarınca tüzel kişi adına tescil edilen gerçek kişi hakkında bilgiye de tablonun altında dipnot konularak yer verilmelidir.

7.4. Girişimin projesi hakkında gerçekleştirilen ön inceleme ve değerlendirmeler hakkında bilgi

Girişimin projesi hakkında gerçekleştirilen ön inceleme ve değerlendirmelere özet olarak yer verilecektir. Varsa ilave riskler başta olmak üzere yatırım kararı verilmesinde dikkate alınması gereken hususlar hakkında açıklama yapılacaktır.

Ayrıca, yatırım komitesinin projeye ve girişime ilişkin raporunda varsa şart oluşturan hususlar da açıklanacaktır.

8. DİĞER HUSUSLAR