

DEVAM EDECEK

YATIRIMDAN

ÖNCEKİ

İLK ÇIKIŞ

Sinan Koparan

Girişim sermayelerinin ilk yatırımlarından çıkış getirileri, Türkiye'deki gelecekleri için de belirleyici olacak

Girişim sermayelerinin ilk yatırımları, takip eden yatırımlar için her zaman en önemli referans olmuştur. Türkiye'de özel fonların ilk yatırımları 90'lı yılların ilk yarısında başlamış olsa da, büyük çaplı olanlar aslında 1999-2000 yıllarında yapıldı. Ancak yatırımların devamı için ekonomik koşullar çok uygun değildi. Zira yaklaşık olarak altı ay ile bir yıl süreyle yatırım yapacakları şirketleri inceleyen girişim sermayeleri, ilk hamlelerini yapmak üzereyken, Türkiye Cumhuriyeti'nin en büyük ekonomik krizi olan 2001 krizi patlak vermişti. Krizin tam anlamıyla atlatılıp ekonomik dengelerin yeniden yerine oturması ise 2006 yılına kadar sürdü. 2001 ile 2005 yılları arasında toplam 13 yatırım yapıldı ve bu yatırımların toplam miktarı 167 milyon ABD doları seviyesinde gerçekleşti. 2006 yılından sonra ise, yatırımlar hız kazandı. Bu yıla kadar ortamın sakinleşmesini ve reel sektörün yatırım yapılabilecek konuma gelmesini bekleyen girişim sermayeleri, bu yıldan itibaren birbiri ardına Türk şirketlerini keşfetti. Bugün bir girişim sermayesinin ortalama yatırım süresi düşünüldüğünde Türkiye'deki ilk yatırımlarından çıkmak için iki yıl gibi bir zaman kaldığı görülüyor. Yaklaşık olarak 2 milyon işletme arasından özenle seçilen ve bin bir incelemenin ardından yatırım yapılan bu şirketlerden, girişim sermayelerinin kelimenin

tam anlamıyla beklentilerini karşılması gerekiyor. Çünkü yatırım fonlarının bundan sonraki atılımlarında en büyük referansları yine ilk yatırımları olacak.

Sadece 2006'dan 2007 yılının ortalarına kadar olan dönemde, 15 şirkete 2,5 milyar doların üstünde yatırım yapıldı. Texas Pasific Group'un (TPG) Mey İçki'yi, Orta Avrupalı girişim sermaye şirketi Bancroft Standart Profil'i ve Turkven'in ekmeği ve unlu mamuller şirketi Uno'yu satın alması hep bu zamana denk geldi. Ancak bu yatırımlar bir başlangıçtı ve gerisi ekonomik platformdaki istikrar ile birlikte katlanarak devam etti. AIG, kozmetik ve sağlık marketleri zinciri For You'nun ortağı oldu. İş Girişim Sermayesi ise, TÜYAP Fuarçılık'a, Beyaz Filo Oto Kiralama şirketine ve Step Halı'ya yatırım yaptı. Kohlberg Kravis Roberts'ın (KKR) U.N. RoRo'yu ve BC Partners'in Koç Grubu'na ait olan Migros'u satın alması ise, bu alandaki en büyük yatırımlardı.

ÇIKIŞLAR NASIL OLACAK?

Yatırımlar yapıldı. Ancak fonların kârlılığını çıkışlar belirleyecek. Potansiyeli olan şirketlere ortak olan ve yatırım yaptığı şirketi büyütme amacı güden girişim sermayelerinin çıkışlarının başarılı sayılması içinse zaman ve getiri dengesinin çok iyi belirlenmesi gerekiyor. Türkiye'de yatırımların özellikle 2006 yılında yoğunlaştığı göz önüne alındığında, 2010 yılı da çıkışların başlayacağı yıl olarak kabul edilebilir. Peki, bu çıkışlarda girişim sermayeleri istediklerini alabilecek mi? Şu ana kadar yapılan çıkışlara bakılırsa sorunun

cevabı: Evet! Bugüne kadar çok çıkış gerçekleşmedi ama gerçekleşen çıkışlarda zarar açıklayan da olmadı. Bu konuda dört çıkış ile İş Girişim Sermayesi öncülüğü üstlenmiş durumda. 2006'da Mars Entertainment'tan, ABD Doları bazında yüzde 30,25'lik yıllık bileşik getiri ile çıkan fon, 2007'de TÜYAP'tan yüzde 45,75'lik, 2008 Haziran ayında Beyaz Filo'dan yüzde 58,66'lık ve Temmuz ayında Step Halı'dan yüzde 19,04 yıllık bileşik getiri ile ayrıldı. Dört yatırıma 26 milyon dolar kaynak ayıran İş Girişim, 45,7 milyon dolarlık çıkış gerçekleştirildi. Yatırımlar en düşük 2 milyon dolar, en yüksek ise 11,5 milyon dolardı. Çıkışlardan gelen kaynakla beraber bugün İş Girişim 100 milyon dolara yakın bir kaynağa ulaştı. İş Girişim Sermayesi Genel Müdürü Murat

Özgen, "Uygun çıkış için piyasalar çok önemli. Doğru bir ekonomik ortam yoksa şirket değerli oluyor, ama büyüme olmayabiliyor."

Çıkış içinse fonların üç seçeneği bulunuyor. Hisseleri stratejik bir ortağa satmak, yine kendisi gibi finansal bir ortağa satmak ve halka arz. Ancak dünyadaki trendlere bakıldığında başka bir ortağa satmak daha yaygın bir uygulama. "Yüzdesel oranda bakıldığında stratejik ortağa satmak daha çok tercih ediliyor" diyor Ernest&Young Yönetici Ortağı Demet Özdemir ve devam ediyor, "Ortam, dünyada da Türkiye'de de biraz yavaş. Bu





Uluslararası fonların Türkiye'ye ilgisi, girişim sermayelerinin çıkış alternatiflerini artırıyor

nedenle halka arzlar için çok güzel bir zamanlama değil. Borsalardaki durum itibari ile 2008 yılı içindeki satışlarda halka arz olacağını zannetmiyorum.”

GİRİŞ ZAMANLAMASI ÖNEMLİ

Halka arz veya bir diğer ortağa satış... Her ne kadar kârlılığın oranı çıkış ile birlikte belli olsa da, aslında girişim sermayelerinin yatırım yaptıkları şirkete giriş zamanlaması da büyük önem taşıyor. Milyar dolarlık mertebeye gelmiş şirketler için yüzde 100'lük bir artış beklemek mümkün değil. Şirketin hangi aşamada satın alındığı, bu nedenle çok önemli. Yaşam eğrisinin henüz başında satın alınan bir şirkette ise, kısa zamanda hızlı büyüme sağlanabiliyor. Buna karşın, daha ilerleyen aşamalarında satın alınan şirketlere katılabilecek olan değer daha sınırlı oluyor. Bu noktada her şeyi zamanlamaya dayandırıp, girişim sermayelerinin yeteneklerini göz ardı etmemekte fayda var. Bugün bakıldığında büyümesini tamamlamış, hatta sektör lideri olmuş pek çok şirket, yatırımcısı için cazibesini koruyor. Bu devlere en güzel örnek ise, Migros. 2008'in Şubat ayında İngiliz BC Partners'in başını çektiği bir konsorsiyum tarafından yüzde 50,8 hissesi satın alınan perakende devi, gerçek anlamda büyüme potansiyeli taşıyan bir şirket. Bedminster Capital Management Fon yöneticisi Ercan Ergül, "Migros senede en azından yüzde 10 büyüyecektir" diyor ve niçin kârlı bir yatırım olacağını açıklıyor, "Fon, Migros'u satın alırken yaklaşık olarak yarısını kredi ile ödedi, kredinin ödemeleri bittikten sonra, sermayelerini ikiye katlamaları için yüzde 50 artışla satmaları yeterli. Kredi kullandıkları için, kaldıraç etkisinden de

büyük getiri elde edilecek.”

Elbette Migros, büyüklüğü ile İngiliz girişim sermayesinin dikkatini çekmişti. Ancak daha küçük çaplı yatırım fırsatları, Türkiye'de ofisi olmayan BC Partners gibi devlerin gözünden kaçıyor. Aslına bakılırsa kendi merkezlerinden yatırım arayışında olanlar kadar, fırsatlara daha yakın olup değerlendirmek isteyen pek çok yabancı girişim sermayesi de mevcut. Carlyle gibi çok büyük fonların yanı sıra, Körfez'de biriken parayı değerlendirmek isteyen Global Investment House (GIH) gibi daha küçük boyutlarda fonlar Türkiye'de ofis açıyor veya temsilci belirliyor. Türkiye'de yatırım arayan 20'nin üzerinde fon olduğu tahmin ediliyor.

Ancak fon sayısındaki bu artış, yatırım yapılması planlanan şirketlerin patronlarında kafa karışıklığına da sebep olabiliyor. Bunun nedeni ise, Türkiye'de yatırım amacıyla inceleme yapan fonların, görüştükları şirketlere götürdükleri teklifler ile şirket sahiplerinin kafasındaki fiyatları yukarı çekmesi. Diğer taraftan yaşanan küresel kriz dünyada şirket fiyatlarını aşağıya doğru çekti. Ancak krizin etkileri şu an için Türkiye'deki şirket sahiplerinin algısına yansımada. Bu nedenle gerçek fiyat ile şirket tarafında beklenen fiyat arasında uyumsuzluk olabiliyor.

Tabii yurtdışı kaynaklı fonların Türkiye'de faaliyet göstermeye başlamasının girişim sermayelerinin çıkış seçeneklerini çoğalttığı da bir gerçek. Zira bu fonlar en az 50 milyon dolar ortalamalar ile yatırım yapıyor. Halka arz seçeneğinin ikinci planda tutulduğu ve bir diğer girişim sermayesine satış ihtimalinin güç kazandığı bugünkü ortamda çıkış gerçekleştirmek isteyen yerel fonlar için

TÜRKİYE'DEKİ ÖZEL SERMAYE FONLARI

Sırasıyla en büyük 10 yatırım...

ÖZEL SERMAYE FONU	ŞİRKET	SEKTÖR	HİSSE ORANI %	YIL	YATIRIM TUTARI MİLYON DOLAR
BC Capital Partners (Turkven Private Equity, DeA Capital)	Migros	Perakende	50.80	2008	1,646
Kohlberg Kravis Roberts & Co	Un Ro Ro	Uluslararası Deniz Nakliyatı	97.60	2007	1,284
Texas Pacific Group	Mey İçki	Gıda ve İçecek (Alkollü İçki)	90	2006	810
Goldman Sachs, Babcock Brown, Islamic Development Bank, Global Investment House	TAV	Altyapı (Havaalanı Operasyonları)	43.88	2006	463
Providence Equity Partners Ltd.	Digiturk	Medya (Dijital Yayıncılık)	46	2006	250
Partners in Life Science (PILS), Citigroup venture Capital International (CVCI)	Biofarma İlaç	İlaç	100	2006	240
East Pharma S. A. R. L	Deva Holding	İlaç	63.5	2006	193.5
Citigroup Venture Capital	Beymen ,Boyner	Perakende	50 - 30	2007	191
Abraaj Capital Limited	Acı Badem Sağlık	Sağlık	21.66	2007	163
Global Investment House	Fon Finansal Kiralama	Finansal Hizmetler	60	2007	120

Kaynak: Ernst Young

yabancılar çok iyi bir seçenek olabilir. Lokal fonlar daha küçük fonlara odaklanırken, belirli bir seviyenin altına yatırım yapmayan yurtdışı kaynaklı bu büyük fonlar için lokal girişim sermayesi tarafından büyütülmüş şirketler uygun bir yatırım alanı oluyor. Üstelik, daha önce bir girişim sermayesi ile çalışmış ve bu vizyona sahip olan şirket, yabancı fon için çok daha cazip bir hal alıyor. Kurumsal yapısı oturmuş, denetlenen, düzgün bir organizasyon şeması oluşmuş şirketler yabancı ortaklar ile buluşuyor. Swiscorp ve Step hali bunun en güzel örneği. Step'te yeterli büyüklüğe ulaştığını düşünen İş Girişim, çıkış için Swiscorp'la anlaşarak elindeki hisselerin tamamını devretti. Böylelikle hem İş Girişim başarılı bir çıkış gerçekleştirmiş oldu, hem de Swiscorp Türkiye'de kendi cüssesine uygun bir yatırıma ulaştı. Swiscorp Girişim Sermayesi Genel Müdürü Nabil Triki, "Geçmiş yıllarda oluşturulmuş olan platform, şirketin kârlı büyümesine ve pazar lideri olmasına katkıda bulunacak. Bu da hedeflenen çıkışı kolaylaştıracaktır" diyor.

TÜRKİYE'DEN BEKLENTİ YÜKSEK

Step, hem İş Girişim hem de Swiscorp için güzel bir örnek. Ancak Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde riskler, gelişmiş ülkelere oranla daha yüksek olduğu için yıllık getiri beklentileri de fazla oluyor. Zira bugün Türkiye'de yatırım yapmayı planlayan bir girişim sermayesi, öncelikli olarak pek çok siyasi belirsizliği ve bu belirsizliği takip eden ekonomik istikrarsızlığı göze almak zorunda. Bu da doğal olarak girişim sermayesinin Türkiye'deki risk-kazanç algısına yansıyor. Demet Özdemir, "Kesin bir rakam söylemek zor, ama şirketlerde yıllık yüzde 25'e yakın bir getiri beklentisi oluşuyor. Bu rakam gelişmiş ülkeler için yüzde 15 seviyelerine kadar gerileyebiliyor" diyor. Tabii bu noktada girişim sermayelerinin uzun dönemli yatırımcılar olduğunu unutmamak gerekiyor. Türkiye gibi dalgalanmaların çok sık olduğu ülkeler-

de uzun vadeli kalacak olan yatırımcılar, çok daha cesur hareket edebiliyor.

Buna rağmen yüksek risk iştahı nedeni ile beklentilerin altında kalan getiriler bir sonraki yatırımda fonların iki kere düşünmesine neden olacaktır. Elbette Türkiye'ye bir kere girmiş ve ofis kurmuş bir fonun, tek bir yatırımının beklentinin altında kalması, bir sonraki yatırımın gerçekleşmesine engel oluşturmaz. Şirket, daha az agresif bir iş planı ve yeniden belirlenmiş kriterler ile yatırıma devam edebilir. Ancak şirketin risk iştahının azaltacağını ve yatırımlarını sınırlı tutacağını söylemek mümkün. Elbette bu en kötü senaryo. Ercan Ergül, "Herkes çok dikkatli ve itina ile yatırım yapıyor. Sonuçta piyasa koşulları çok kötü olmazsa, başarılı çıkışlar gerçekleşecektir" diyor.

Gelişmekte olan ülkeler arasında önemli bir yer edinen Türkiye'de ise piyasaların kötüye gittiğini söylemek güç. Son dönemde yaşanan siyasi belirsizliklerin bir süreliğine de olsa ortadan kalkması ve küresel krizin henüz Türkiye'de etkilerini şiddetli bir şekilde hissettirmiyor olması çıkışlar için uygun zemini hazırlıyor. Zaten özel fonların, artık azınlık değil çoğunluk olarak şirketlere ortak olmaya başlamaları, oluşan bu zemine güvenin bir göstergesi sayılabilir. Şu ana kadar çok fazla çıkış işlemi gerçekleşmemiş olsa da, mevcut çıkışlar ve şartlar girişim sermayelerinin Türkiye'de hayal kırıklığına uğramayacağına işaret ediyor. Dünyadaki trend de bu rüzgarı destekler nitelikte. Global olarak birleşme satın alma işlemlerinin içinde girişim sermayelerinin payı yüzde 21 civarında. Türkiye'de ise toplam birleşme ve satın almaların sadece yüzde 9'u özel sermaye fonları tarafından gerçekleştiriliyor. Bu açıdan bakıldığında girişim sermayeleri için, Türkiye'de gidilecek daha çok yol var. Ancak Actera Group Yönetici Ortağı Murat Çavuşoğlu, "Herkes çok kazanır mı? Dünyaya baktığımızda böyle olmadığını görüyoruz" diyor ve ekliyor "İyi yönetenler iyi kazanacak" | BWT |