

Araştırma Makalesi

İnovasyonun Finansmanında Yeni Kaldıraç Olarak Özel Krediler: Vakalar Işığında Fırsat ve Risk Analizi

Private Credit as a New Leverage in Financing Innovation: Opportunity and Risk Analysis Drawing on Case Evidence

Ahmet Rutkay ARDOĞAN

Dr. Öğr. Üyesi, İstanbul Beykent Üniversitesi

İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi

rutkayardogan@beykent.edu.tr

<https://orcid.org/0000-0003-4936-0691>

Makale Geliş Tarihi	Makale Kabul Tarihi
18.04.2026	06.08.2026

Öz

Küresel finans sistemi, Basel III ve IV regülasyonlarının getirdiği sermaye kısıtları ve bankaların daralan risk iştahı nedeniyle derin bir dönüşüm geçirmektedir. Özellikle teknoloji ve yapay zekâ gibi maddi varlığı kısıtlı ancak büyüme potansiyeli yüksek sektörlerde, geleneksel bankacılık kredilerinin yerini “özel kredi” (private credit) piyasaları almaktadır. Bu çalışma, meta veri merkezlerinden bulut güvenliğine kadar geniş bir yelpazede altı vakayı açıklayıcı çoklu vaka analizi deseniyle ele alarak, özel kredilerin teknoloji ekosistemindeki rolüne ışık tutmaktadır. Çalışmanın merkezinde, bu finansal enstrümanların geleneksel teminat kavramını nasıl dijitalleştirerek inovasyonun hizmetine sunduğu sorusu yer almaktadır. Ayrıca, çalışma kapsamında yüksek faiz ortamının getirdiği borç maliyetleri, özel kredi piyasalarındaki şeffaflık eksikliği ve ikincil piyasaların sığılığı gibi güncel sektörel risklere değinilerek, finansal piyasalara olası olumsuz etkileri tartışmaya açılmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Özel Kredi Mekanizmaları, İnovasyon Finansmanı, Piyasa Riskleri, Dijital Varlık Finansmanı, Vaka Analizi

Abstract

The global financial system is undergoing a profound transformation due to capital constraints imposed by Basel III and IV regulations and the shrinking risk appetite of banks. Particularly in sectors with limited tangible assets but high growth potential, such as technology and artificial intelligence, traditional banking loans are being replaced by "private credit" markets. Utilizing an explanatory multiple-case study design across six cases ranging from meta data centers to cloud security, this study sheds light on the role of private credit within the technology ecosystem. At the core of the study lies the question of how these financial instruments digitalize the traditional concept of collateral to serve innovation. Furthermore, the study addresses current sectoral risks—such as debt costs driven by a high interest rate environment, the lack of transparency in private credit markets, and the shallowness of secondary markets—opening their potential adverse effects on financial markets to discussion.

Keywords: Private Credit Mechanism, Innovation Financing, Market Risk, Digital Asset Financing, Case Study

JEL: D53, E22, G23, G32, O31

Önerilen Atıf /Suggested Citation

Ardoğan, A.R., 2026, İnovasyonun Finansmanında Yeni Kaldıraç Olarak Özel Krediler: Vakalar Işığında Fırsat ve Risk Analizi, Üçüncü Sektör Sosyal Ekonomi Dergisi, 61(3), 3211-3236.

1. Giriş

Özel kredi, geleneksel banka kredileri ve tahvil piyasaları haricinde, esas olarak fonlar ve işletme geliştirme şirketleri gibi geleneksel bankaların dışındaki borç veren finansal kuruluşlar tarafından sağlanan, halka açık olmayan bir borç finansmanını ifade eder. Amerika Birleşik Devletleri finansal piyasalarında, kurumsal kredilerin giderek artan bir payının geleneksel bankacılık sisteminin dışında faaliyet gösteren finansal kurumlar aracılığıyla sağlanmasından dolayı, kurumsal finansman alanında son on yılın en önemli gelişmelerinden biri haline gelmiştir (Erel ve Inozemtsev, 2024; Irani vd., 2018). Özel kredi sektörü, merkez bankalarının gözetimi ve mevduat sigortası sisteminin dışında gerçekleşen bir kredi aracılığı olduğundan, literatür tarafından gölge bankacılığın bir alt dalı olarak kabul edilmektedir (Pozsar vd., 2010; Adrian ve Ashcraft, 2012).

Özel kredi endüstrisinde son dönemde yaşanan yükseliş, küresel finansal krizden sonra borç talebini ve arz değişimlerini, daha sıkı banka düzenlemelerini, bankacılık sektöründe yaşanan konsolidasyonu ve banka dışı borç veren kuruluşların büyümesini yansıtmaktadır (Loumioti 2019; Fritsch vd., 2021). Arz tarafında risk iştahının artışı, talep tarafında ise birçok firmanın daha fazla hız, gizlilik ve sözleşme esnekliği nedeniyle özel kredi tercih edilir olmuştur (Block vd., 2023). Özel kredi endüstrisinde fon sağlayıcılar, sınırlı somut teminatı, düzensiz nakit akışı veya özel finansman ihtiyaçları olup, fon talep eden firmalar için özel krediler oluşturmaya genellikle geleneksel bankalardan daha isteklidir. Bu durum, özel krediyi özellikle standart banka risk değerlendirme modellerine uymayan orta ölçekli firmalar, sponsor destekli işletmeler ve yüksek büyüme potansiyelli şirketler için cazip kılmıştır (Chernenko vd., 2019; Cai ve Haque, 2024).

Söz konusu avantajlar, yazılım, yapay zekâ ve diğer teknoloji şirketleri gibi inovasyon yoğunluklu sektörlerde özellikle geçerlidir. Bu şirketler, genellikle istikrarlı kazançlar ve maddi teminatlar yerine fikri mülkiyet gibi maddi olmayan varlıklara, hızlı büyümeye ve tekrarlanan finansman turlarına bağımlıdır (Davis vd., 2018; Hochberg vd., 2014). Özel krediler, bu tür şirketlerde özsermaye seyriltilmesini sınırlarken, işletme sermayesi, ürün geliştirme, işe alım, satın alma ve nakit rezervi süresi konularında desteklemektedir (Lalafaryan, 2024; Tykova, 2017). Dolayısıyla bu piyasa, sadece alternatif bir borç kaynağı olarak değil, aynı zamanda modern teknoloji firmalarının ekonomisine göre uyarlanmış, girişim sermayesi benzeri bir finansman kanalı olarak da önem taşımaktadır (İbrahim, 2009).

Bu bağlamda çalışma, ABD merkezli teknoloji firmalarına yönelik özel kredi finansmanını yazılım ve yapay zekâ gibi inovasyon odaklı şirketler ekseninde analiz etmektedir. Araştırma, özel krediyi geniş ölçekli gölge bankacılık sistemi içerisinde konumlandırarak borç verme platformu olarak iş geliştirme şirketlerinin (Business Development Company - BDC) ve işlemlerin yasal-finansal mimarisini oluşturan özel amaçlı araçların (Special Purpose Vehicle - SPV) rolünü ele almaktadır. Çalışmanın ampirik temelini borçlu türü, finansman amacı, kredi yapısı, fiyatlandırma, sözleşme hükümleri, teminat ve borç veren formunu karşılaştırmalı olarak inceleyen altı vaka analizi (*Meta*, *CoreWeave*, *Zendesk*, *Databricks*, *Applied Digital*, ve *Articulate*) oluşturmaktadır. Ayrıca, bu çalışma piyasanın makro düzeydeki sonuçlarını da değerlendirmeye dâhil etmektedir. Özel kredinin yükselişi fon talep edenler için avantajlar yaratsa da, değerlendirme belirsizliği, yetersiz sözleşme koruması ve finansal sistemle kurulan dolaylı bağlantılar gibi yapısal riskleri tetiklemiştir (Ivashina ve Vallee, 2020; Haque vd., 2025). Dolayısıyla bu analiz, özel kredinin sadece teknoloji sektörü için neden cazip olduğunu değil, aynı zamanda finansal istikrar açısından barındırdığı sistematik riskleri de irdelemektedir.

Söz konusu bilgiler ışığında, çalışmanın araştırma soruları aşağıdaki gibi sıralanmıştır:

- Özel kredi, ABD finans piyasalarındaki geniş gölge bankacılık hiyerarşisi içinde, özellikle iş geliştirme şirketleri ve özel amaçlı araçlarla ilişkili olarak nasıl konumlandırılmaktadır?
- İş modelleri temel olarak maddi olmayan varlıklara, sponsor desteğine ve yüksek büyüme potansiyeline dayanan yazılım ve yapay zekâ gibi inovasyon yoğunluklu firmalar için özel kredinin neden cazip bir finansman kaynağına dönüşmüştür?

- Özel kredi piyasasındaki genişleme, şeffaflık eksikliği, gevşek finansal taahhütler ve bankacılık sistemiyle kurulan dolaylı bağlantılar ekseninde, borçlular, borç verenler ve genel finansal sistemin bütünü için ne tür riskler barındırmaktadır?

Çalışmanın özel kredi literatürüne özgün katkısı da bu noktada belirginleşmektedir. Mevcut çalışmaların önemli bir bölümü, özel kredi piyasasının büyüklüğünü, kredi arzını ve sistemik risk göstergelerini geniş örneklemeler üzerinden nicel olarak inceleyen ampirik çalışmalardan (Chernenko vd., 2019; Block vd., 2023; Erel ve Inozemtsev, 2024) ya da gölge bankacılık sistemini kavramsal ve düzenleyici çerçevede ele alan teorik çalışmalardan (Pozsar vd., 2010; Irani vd., 2018) oluşmaktadır. Bu çalışma ise, işlem düzeyinde teminat yapısı, kredi şartları ve borç verenler arası koordinasyon mekanizmalarını karşılaştırmalı vaka analizi yoluyla ortaya koyarak farklı bir düzlemde katkı sunmaktadır. Diğer bir ifadeyle, literatürde özel kredinin neden büyüdüğüne dair pek çok çalışma bulunmakla birlikte, teminatın hangi somut mekanizmalarla dijital ve nakit akışı temelli varlıklara dönüştürüldüğüne dair mikro düzeyde belgelenmiş örnekler sınırlı kalmaktadır. Bu çalışma altı yüksek profilli teknoloji finansmanı işlemini ortak bir analitik çerçevede karşılaştırarak bu boşluğu doldurmayı amaçlamaktadır.

Çalışmanın yapısı aşağıdaki gibi özetlenmiştir: İkinci bölümde, özel kredi piyasasının tarihsel gelişimi ve teknoloji odaklı firmalar için neden öncelikli bir finansman kaynağı haline geldiği teorik bir perspektifle incelenmektedir. Üçüncü bölümde ise çalışmanın vaka seçim kriterleri, veri kaynakları ve analiz tekniği açıklanmaktadır. Dördüncü bölümde, özel kredi piyasasının genişlemesiyle ortaya çıkan şeffaflık sorunları ve bankacılık sistemiyle kurulan dolaylı bağlantıların yarattığı riskler analiz edilmekte olup; yazılım ve yapay zekâ odaklı seçilmiş teknoloji firmalarına odaklanan vaka analizleri üzerinden özel kredinin bu sektörlerdeki pratik uygulamaları ve finansman stratejileri beşinci bölümde incelenmektedir. Sonuç ve tartışma bölümünde ise ulaşılan temel bulgular teorik çerçeveye ilişkilendirilerek özetlenmekte, düzenleyici kurumlar ve piyasa aktörleri için politika önerilerinde bulunmaktadır.

2. Kavramsal Çerçeve ve Teorik Altyapı

Özel kredi, en geniş tanımıyla geleneksel banka kanalları veya halka açık borç piyasaları aracılığıyla borçlanamayan ya da borçlanmak istemeyen firmalara, başta doğrudan borç verme fonları ve iş geliştirme şirketleri (BDC) olmak üzere, banka dışı borç verenler tarafından sağlanan halka açık olmayan borç finansmanını ifade etmektedir (Cai ve Haque, 2024). 2008 ekonomik krizi sonrası dönemde kurumsal finansman ekosisteminde, kredi tahsis mekanizmalarının sıkı bir şekilde regüle edilen geleneksel bankacılıktan, pek çok denetim kapsamının dışındaki finansal araçlara kaymasıyla karakterize edilen bir paradigma değişimi yaşanmıştır. Bu dönüşümün odağında, bankaların sermaye maliyetlerini yükselterek risk alma kapasitelerini kısıtlayan Basel IV ve Dodd-Frank gibi ihtiyati düzenlemeler yer almaktadır (Davydiuk vd., 2020). Söz konusu ihtiyati düzenlemeler, geleneksel banka aracılığını devre dışı bırakan ve doğrudan kurumsal yatırımcılar kanalıyla yürütülen özel kredi piyasalarının hızla genişlemesine zemin hazırlamıştır. Mevduat sigortası ve merkez bankası nihai kredi mercii imkânlarının dışında tutulan bu yapılar, günümüzde gölge bankacılık sisteminin temel taşlarından birini oluşturmaktadır (Erel ve Inozemtsev, 2024). Bankaların orta ölçekli segmentteki rotatif kredi hâkimiyeti devam etse de, geleneksel bankacılık dışı aktörlerin vadeli kredi piyasasındaki büyüklüğü dramatik bir artış göstermiş, 2021 yılı projeksiyonlarında kaldıraçlı vadeli kredilerdeki payları %80 eşiğini aşmıştır (Warburton, 2021). Bu açıdan bakıldığında özel kredinin diğer borç piyasalarından izole bir piyasa olduğu söylenemez. Özel kredi endüstrisi, kredi yaratımının, kısmen kriz sonrası banka düzenlemelerine ve bankaların risk iştahındaki değişimlere yanıt olarak, daha az düzenlenen araçlara doğru kaydığı, daha büyük bir yapısal değişimin parçasıdır (Irani vd., 2018; Loumiot, 2019).

Literatürde özel kredi, gölge bankacılığın bir alt dalı olarak tanımlanmaktadır. Gölge bankacılık üzerine yapılan temel çalışmalar, sistemi banka dışı kuruluşlar ve piyasa temelli finansman zincirleri aracılığıyla yürütülen bir kredi aracılık sistemi olarak tanımlamaktadır (Pozsar vd., 2010; Adrian ve Ashcraft, 2012). Bu sektörün büyümesi, Basel III standartları ve Dodd-Frank Yasası gibi banka düzenlemelerinin sıkılaştırılmasını tetikleyen 2008 finansal krizi ile hızlanmıştır. Bu düzenlemeler, bankaların bilançolarında riskli veya likit olmayan krediler tutmasını daha maliyetli hale getirmiş ve onları bu varlıkları banka dışı kuruluşlara devretmeye yöneltmiştir. Sonuç olarak, özel kredi fonları yüksek kaldıraçlı ve bilgi sorunu yaşayan borçluların birincil sermaye tedarikçileri olarak ortaya çıkmıştır. Bu

hiyerarşide, özel kredi banka dışı borç vermenin bir alt dalıdır. Geleneksel bankaların aksine, bu gölge kuruluşlar aynı katı sermaye gereksinimlerine veya düzenleyici denetime tabi değildir. Bunun etkisi iki yönlüdür: Bir taraftan özel kredi, bilgi açısından şeffaf olmayan veya bankalar tarafından yeterli hizmet alamayan firmalar için finansmana erişimi genişletebilir. Diğer taraftan, kaldıraç ve yeniden finansman riskini daha az şeffaf olan ve kamu güvenlik ağı tarafından doğrudan korunmayan yapılara kaydırabilir.

Gölge bankacılık sistemi hiyerarşisi içerisinde, iş geliştirme şirketleri (BDC) önemli bir yere sahiptir. Özel kredi ve iş geliştirme şirketleri arasındaki ilişki, özünde bir yatırım stratejisi ile bu stratejiyi realize eden hukuki bir platform arasındaki simbiyotik bağı temsil etmektedir. Özel kredi, bankacılık dışı kanallardan doğrudan borç verme işleminin genel adiyken; BDC, bu stratejinin sermaye piyasalarına entegre edilmiş, regüle ve vergi avantajlı ana taşıyıcı modelidir. Bu şirketlerin yapısı, özel kredi fonlarının sadece kapalı devre kurumsal yatırımcılardan değil, aynı zamanda halka açık borsalar (NYSE, NASDAQ) üzerinden de likidite toplamasını sağlar. İş geliştirme şirketleri, küçük ve gelişmekte olan firmaları finanse etmek için oluşturulmuş kapalı uçlu yatırım şirketleri olup, orta ölçekli piyasada önemli doğrudan borç verenler haline gelmişlerdir (Haque vd., 2025). 1980 Küçük İşletme Yatırım Teşvik Yasasına dayanarak kurulan bu şirketler, pasif borç verenlerden ziyade risk sermayesi ortakları gibi hareket ederek, perakende sermayeye erişimi sağlar. BDC'ler öncelikle orta ölçekli firmalara yönelik kıdemli teminatlı vadeli kredilere odaklanarak, nakit akışına dayalı kredilendirme yaparlar. Bu krediler genellikle vade sonuna kadar tutuldukları için, geleneksel özel sermaye ortaklıklarının sabit ömürlerinden kaçınan "kalıcı bir sermaye tabanı" sağlarlar (Davydiuk vd., 2020). %300 varlık teminat oranını sürdürmesi zorunlu olan geleneksel fonların aksine, iş geliştirme şirketleri için bu oran %150'dir. Son çalışmalar BDC'lerin bankacılık sisteminden tamamen kopuk olmadığını, çünkü bankaların BDC'lere borç verdiğini, böylece bankalardan özel kredi araçlarına, ardından faaliyet gösteren firmalara uzanan dolaylı bir aracılık zinciri oluşturduğunu göstermektedir (Haque vd., 2025).

Gölge bankacılık hiyerarşinin son basamağı olan özel amaçlı araçlar (Special Purpose Vehicle - SPV) ise özel kredi endüstrisinde risk izolasyonu rolünü üstlenir. En genel tanımıyla belirli bir finansal işlem için kurulan geçici veya sınırlı amaçlı bir tüzel kişilik olan bu araçlar, varlıkları izole etmek, kredileri depo etmek veya menkul kıymetleştirme ve yapılandırılmış finansmanı desteklemek için kullanılan yasal bir yapı taşıdır (Amoruso ve Duchac, 2014). Özel kredi işlemlerinde finansman stratejisinin hukuki kalkını ve operasyonel hücre işlevi görürler. Özel kredi fonları, borç verirken fonun tüm bilançosunu riske atmak yerine, sadece belirli bir projeyi veya varlık grubunu kapsayan bağımsız bir SPV üzerinden fonlama yapmayı tercih ederler. Bu yapısal bağ, borç veren için olası iflastan uzaklaşma sağlayarak, fonun finansal sıkıntıya girmesi durumunda kredi teminatı olan varlıkların korunmasını garanti altına alır. Böylece SPV, özel kredi stratejisinin teminatı hapsedtiği ve nakit akışını yönettiği ana finansal mimari haline gelir.

Özel kredi piyasasının işleyiş mekanizması, iş geliştirme şirketleri ve özel amaçlı araçlar (SPV) arasındaki stratejik iş bölümü üzerinden somutlaştırılabilir. Bu süreçte BDC, bir firmaya doğrudan kredi sağlar. Ancak BDC, sağladığı bu yüksek tutarlı kredileri kendi ana bilançosunda taşımak yerine, risk izolasyonu sağlamak amacıyla bağımsız bir SPV yapısı kurgular ve kredileri bu yapı içerisinde paketler. Kurulan bu SPV, bir nevi korunaklı bir sepet görevi görerek kredileri ana bilançodan ayırır, böylece olası bir temerrüt durumunda riskin ana BDC yapısına sıçraması engellenmiş olur. Dahası BDC, bu SPV'yi teminat göstererek bankalardan daha düşük maliyetle borçlanabilir ve elde ettiği sermayeyi daha fazla girişime aktarabilir. Sonuç olarak SPV kullanımı, BDC'lerin özkaynaklarını minimum riskle maksimum verimliliğe ulaştırmasını sağlayarak, teknoloji inovasyonunun finansmanında sürdürülebilir bir sermaye döngüsü yaratmaktadır.

Güncel piyasada SPV'ler üzerindeki en büyük risk, bu yapıların şeffaflık sorunudur. SPV'ler çoğu zaman kamuya açık raporlama zorunluluğu taşımadığı için, özel kredi fonlarının toplam borçluluk oranının gerçekte ne kadar olduğunu tahminlemek oldukça zordur.

Gölge bankacılık sektörünün hiyerarşisi Tablo 1'de özetlenmiştir.

Tablo 1. Gölge Bankacılık Hiyerarşisi

Katman	Temel İşlev	Tipik Kuruluşlar	Özel Kredi ile İlgisi
Geleneksel Bankacılık	Kamu destekli mevduat kaynaklı kredilendirme	Ticari bankalar	Özel kredi araçlarıyla hem rekabet eder hem de onları finanse eder (Haque vd., 2025)
Gölge Bankacılık	Piyasa bazlı ve banka dışı kredi aracılığı	Finans şirketleri, fonlar, menkul kıymetleştirme zincirleri, repo bazlı araçlar	Özel kredinin faaliyet gösterdiği daha geniş sistem (Pozsar vd., 2010; Adrian ve Ashcraft, 2012)
Özel Kredi	Bankalar dışındaki halka açık olmayan kurumsal kredilendirme	Doğrudan borç verme fonları, özel borç fonları, BDC'ler	Bankalar tarafından yeterli hizmet alamayan firmalara kredi sağlar (Cai ve Haque, 2024; Block vd., 2023)
İşlem Araçları	Finansman veya risk izolasyonu için kullanılan sınırlı yasal yapılar	SPV'ler ve ilgili özel amaçlı kuruluşlar	Gölge bankacılık içinde varlık izolasyonu ve menkul kıymetleştirme için yaygın yasal altyapı (Amoruso ve Duchac, 2014; Pozsar vd., 2010)

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Akademik çalışmalar, bankaların daha sıkı düzenleyici kısıtlamalarla, konsolidasyonla ve şeffaf olmayan orta ölçekli piyasa borçlularına borç verme konusunda zayıf teşviklerle karşılaşması nedeniyle özel kredinin hızlı büyüdüğünü açıklamaktadır (Loumioti, 2019; Fritsch vd., 2021). Benzer şekilde, özel kredi fonlarından elde edilen anket verileri de bu etkenleri öne çıkarırken, borçlanana özel yüklenim şartları, müzakere edilmiş taahhüt paketleri ve daha yakın izleme etkenlerinin de bankaların genellikle kaçındığı firmalara ulaşmalarında yardımcı olduğunu göstermektedir (Block vd., 2023). Literatür günümüzde özel krediyi bir “artık piyasa” olmaktan ziyade, sınırlı finansman alternatiflerine sahip borçlulara uyarlanmış, uzmanlaşmış bir borç verme teknolojisi olarak çerçevelemektedir.

Özel kredi sektörü ile ilgili istatistikler de söz konusu büyüme anlatısını desteklemektedir. Doğrudan borç verme aracı, ABD ve Avrupa piyasalarında geçtiğimiz on yılda yönetilen özel kredi varlıklarının neredeyse üç katına çıkmasına yol açmıştır (Fritsch vd., 2021). Brock vd., (2023), çalışmanın örneklemini oluşturan özel kredi fonlarının 390 milyar ABD dolarından fazla varlığı yönettiğini belirtmiştir. Munday vd. (2018), sektörün 155 doğrudan borç verme fonu da dâhil olmak üzere yaklaşık 480 milyar ABD dolarlık taahhüt edilmiş sermayeye sahip 476 özel kredi fonunu kapsadığı verisiyle özel kredinin son genişleme dalgasından çok önce tek başına bir varlık sınıfı haline geldiğini göstermiştir. Günümüzde özel kredi fonlarının, yıllık geliri yaklaşık 10 milyon ila 1 milyar ABD doları olan orta ölçekli firmalara yönelik geleneksel odağının ötesine geçtiğini ve daha büyük şirketleri finanse ettiği gözlemlenmektedir (Cai ve Haque, 2024).

Hepsi birlikte ele alındığında bu rakamlar, özel kredi sektörünün salt büyüdüğünü değil, aynı zamanda kompozisyon ve ekonomik önem bakımından da değiştiğini göstermektedir. Sektör artık dar bir orta ölçekli borçlu kitlesi için niş bir finansman kaynağı değildir. Büyümüş ve olgunlaşmış olan özel kredi piyasası, risk profilleri geleneksel banka modellerine uymayan yazılım, yapay zekâ ve diğer inovasyon yoğunluklu firmalara yönelik, özsermaye maliyetinden daha ucuz, banka kredisinden ise daha erişilebilir ve özelleştirilmiş kredi sağlamak için daha donanımlıdır (Block vd., 2023; Loumioti, 2019).

Literatürde özel kredilerin borçlu seçimi ve sözleşme tasarımı odaklanan pek çok çalışma bulunmaktadır. Banka ve banka dışı finansal kuruluşların kredi koşullarını karşılaştıran çalışmalar, banka dışı finansal kurumların borçluların daha küçük, şeffaflıktan uzak, AR-GE yoğunluklu ve negatif FAVÖK'e sahip olma olasılığının daha yüksek olduğunu (Loumioti, 2019) ve yaklaşık 200 baz puan daha fazla faiz marjı ödediklerini göstermektedir (Chernenko vd., 2019). Aynı zamanda, özel kredi

fonları ürünü olan doğrudan kredilerin daha esnek kredi koşulları ve daha özel teminat paketleri kullandığı görülmektedir (Block vd., 2023). Söz konusu yüksek fiyatlandırma ve borçlu için daha fazla özelleştirilmiş sözleşme kombinasyonu, özel kredinin neden faaliyet profili standartlaştırılmış banka yüklenimine uymayan firmalara daha çok hitap ettiğini açıklamaktadır. Bu borçlu profili, özellikle girişim sermayesi destekli ve yüksek büyüme gösteren teknoloji firmalarının finansman profili ile yakından benzeşmektedir. Geleneksel bankacılığın maddi teminat odaklı yapısı, yapay zekâ ve yazılım gibi gayri maddi varlık yoğunluklu firmalara yetişemediği için, özel kredi kritik bir boşluğu doldurmaktadır. Yüksek büyüme beklentileri olan ancak sınırlı maddi teminata ve istikrarsız kısa vadeli nakit akışına sahip bu tür firmalara borç veren özel kredi fonları, mevcut kazançlara güvenmek yerine, sponsor desteği, gelecekteki finansman kapasitesi, fikri mülkiyet ve firmanın faaliyet süresini uzatarak yaratılan opsiyon değerinin bir kombinasyonuna dayalı yüklenim yapmaktadır (Davis vd., 2018; Hochberg vd., 2014).

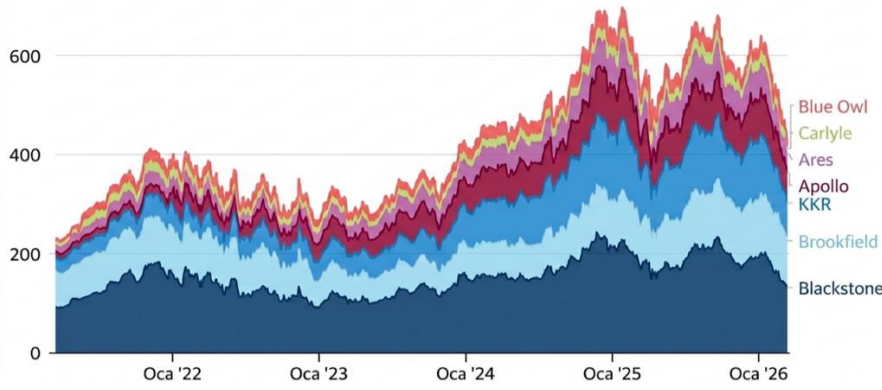
Özel kredi, teknoloji firmaları tarafından genellikle faaliyet süresini uzatmak, seyreltmeyi ertelemek ve büyük değerlendirme olayları arasındaki büyümeyi finanse etmek için kullanılır (İbrahim, 2009). Ampirik bulgular, özel krediye erişimin kapanma riskini azalttığını ve başarılı çıkış olasılığını artırdığını göstermekte olup, bu durum özel kredinin sadece geçici bir araç değil, yüksek büyüme gösteren firmaların daha geniş sermaye yapısı stratejisinin bir parçası olduğunu göstermektedir (Davis, vd., 2018). Bu açıdan, özel kredi teknoloji firmalarında farklı bir rol üstlenmektedir. Özel kredi bu firmalarda sadece duran varlıkları finanse etmek yerine, işletme sermayesini, işe alımları, ürün geliştirmeyi, satış genişlemesini, satın almaları ve bir öz sermaye turundan diğerine geçiş köprüsünü finanse etmektedir. İşte bu yüzden, banka dışı finansal kuruluşların kredileri bankaların kredilerinden daha pahalı olmalarına rağmen, dalgalı kazançlara sahip iş modellerine hız, yapılandırma esnekliği ve tolerans sunduklarından daha fazla tercih edilmektedir (Chernenko vd., 2019). Buna karşın, kredi sözleşmeleri üzerine yapılan daha geniş kapsamlı araştırmalar, banka dışı finansmanın genişlemesinin bazı segmentlerde daha zayıf taahhüt korumasıyla eş zamanlı gerçekleştiği konusunda uyarıda bulunarak, rekabetin ve işlem özelleştirmesinin alacaklı disiplini azaltabileceği olasılığını vurgulamaktadır (Ivashina ve Vallee, 2020).

3. Özel Kredi Piyasasında Güncel Eğilimler ve Risk Göstergeleri

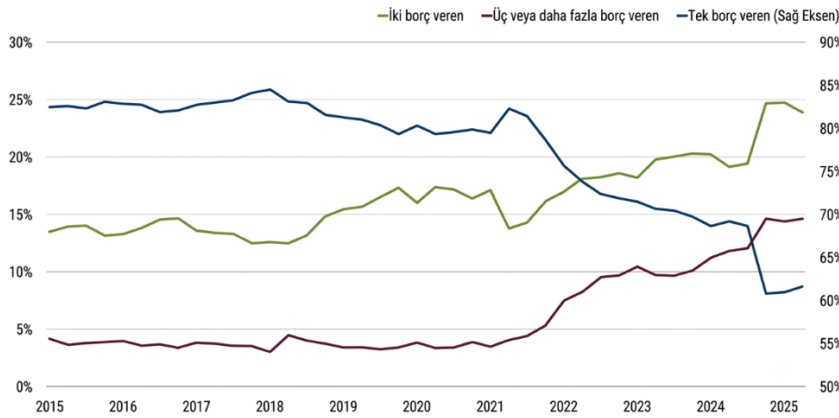
Özel kredi endüstrisi, 2024 itibarıyla yaklaşık 1,8 trilyon ABD dolarlık bir büyüklüğe ulaşmıştır. Endüstri artık marjinal bir yatırım alanı olmaktan çıkmış, 1,4 trilyon ABD doları büyüklüğündeki kaldıraçlı kredi ve 1,3 trilyon ABD doları büyüklüğündeki yüksek getirili tahvil piyasalarıyla rekabet eder hale gelmiştir (Cai ve Haque, 2024). Bu tahmini büyüklük, IMF'nin (2024) küresel özel kredi varlıklarını yaklaşık 2,1 trilyon ABD doları olarak hesaplayarak, bu piyasayı yüksek getirili tahvil ve kaldıraçlı kredi piyasalarıyla kıyaslanabilir bir ölçüğe ulaşmış olarak nitelendirmesiyle ve FSB'nin (2026) küresel özel kredi büyüklüğünü 1,5-2 trilyon ABD doları aralığında tahminiyle örtüşmektedir. Özel kredi endüstrisi, finansal sistem için önemli bir likidite kaynağı haline gelmiş olsa da 2026 yılı itibarıyla “kolay para” döneminin sona ermesiyle gerçek bir dayanıklılık testiyle karşı karşıyadır. JPMorgan'ın kredi kısıtlamaları ve düşen faiz karşılama oranları (Haigh, 2026), sektörde daha temkinli ve risk odaklı bir yaklaşımın ön plana çıkmasına neden olmuştur. Özellikle yapay zekâ kaynaklı teknolojik dönüşümün yarattığı sektörel riskler, özel kredinin sadece finansal bir araç değil, aynı zamanda operasyonel risklere de son derece duyarlı bir yapı olduğunu göstermektedir. Ayrıca sektördeki sermaye yoğunlaşması oldukça yüksektir: ABD'de bu piyasadaki toplam yatırıma hazır taahhüt edilmiş sermayenin %40-45'i en büyük on fon yöneticisinin elinde bulunmaktadır (Cai ve Haque, 2024). Bu yüksek yoğunlaşma eğilimi, FSB'nin (2026) özel kredi ekosistemindeki yönetici ve karşı taraf yoğunlaşmasını, banka ve fonların karşılıklı bağıllılığıyla birlikte başlıca sistemik kırılma kaynaklarından biri olarak tanımladığı analizinde de görülmektedir. Bu yoğunlaşma, piyasadaki olası bir sarsıntının etkilerinin sınırlı bir grup dev yönetici üzerinden tüm sisteme yayılma riskini beraberinde getirmektedir. Unutulmaması gereken bir diğer nokta, özel kredi fonlarının ağırlıklı olarak geleneksel bankacılık sisteminden yeterli finansman sağlayamayan, orta ölçekli ve yüksek kaldıraçlı firmalara finansman sağlıyor olmasıdır. Bu bağlamda özel kredi piyasası, finansal sistemde “tamamlayıcı” bir rol üstlenmekle birlikte, aynı zamanda daha yüksek riskli borçluların sistem içinde kalmasına olanak tanımaktadır.

Grafik 1. Özel Kredi Piyasalarında Değerleme ve Konsolidasyon (2021-2026)

Piyasa değeri (\$mlr)

**Kaynak:** Financial Times (2026)

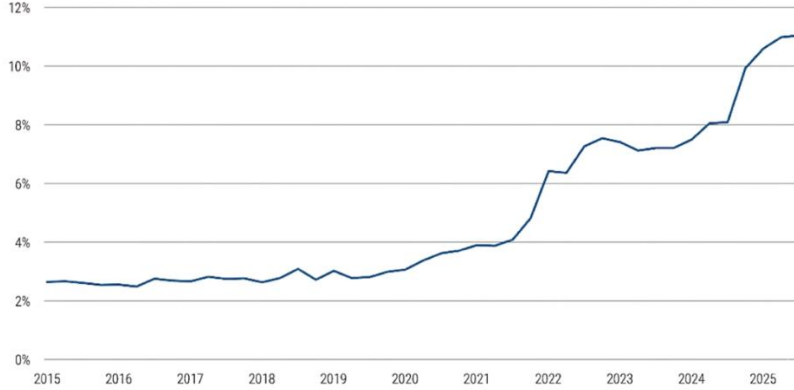
Grafik 1, özel kredi endüstrisinin en büyük finansal kuruluşlarını ve endüstride son birkaç yılda yaşanan devasa büyümeyi ve ardından gelen düzeltme dönemini göstermektedir. 2021 yılının ortalarından 2025 başlarına kadar olan süreç, düşük faiz oranları ve bol likiditenin etkisiyle alternatif varlık yönetim sektöründe “altın çağ” olarak nitelendirilebilecek kesintisiz bir genişleme dönemine sahne olmuştur. Bu büyüme, 2025 yılı başında toplam piyasa değerinin 700 milyar ABD doları seviyesindeki tarihî eşige ulaşmasıyla zirve noktasına erişmiştir. Sektörel kompozisyon incelendiğinde, Blackstone’un piyasanın en büyük oyuncusu olarak operasyonel dayanıklılığını koruduğu görülürken, diğer büyük ölçekli oyuncuların 2026 yılındaki daralmadan daha belirgin şekilde etkilendiği anlaşılmaktadır. Özellikle 2024 yılındaki ivmelenmede, özel kredi piyasasının geleneksel bankacılık rollerini ikame etmesi ve yapay zekâ odaklı stratejik satın almalar kritik birer katalizör rolü oynamıştır. Bununla birlikte, 2025’in ikinci yarısından itibaren artan borçlanma maliyetleri ve sıkılaştıran finansal koşullar, piyasada bir oynaklığa ve nihayetinde piyasa değerinde 400 milyar ABD doları seviyelerine doğru yapısal bir konsolidasyona yol açmıştır. Mevcut konjonktür, sektörün agresif sermaye dağıtım odaklı stratejilerden, portföy optimizasyonu ve operasyonel verimlilik merkezli bir pozisyona geçtiğini teyit etmektedir.

Grafik 2. Borçlu Başına Birden Fazla Borç Veren İş Geliştirme Şirketlerinin (BDC) Portföylerindeki Kredi Payı**Kaynak:** Karoui ve Cazaubieilh (2026)

Özel kredi piyasasındaki en temel yapısal değişimlerden biri olan borç verme modelinin evrimi Grafik 2’de gösterilmektedir. Piyasa, 2015-2025 döneminde “tek borç veren” odaklı bilateral yapıdan, riskin paylaşıldığı çok ortaklı kredi konsorsiyumu (club deals) modeline doğru belirgin bir evrim geçirmiştir. Veriler, 2015-2021 yılları arasında %80-85 bandında konsolide olan tekil borçlanma oranının, 2025 yılı itibarıyla %60 seviyelerine gerilediğini, üç ve üzeri borç verenin dahil olduğu sendikasyon benzeri yapıların payının ise yaklaşık dört kat artarak %15’e ulaştığını göstermektedir (Cai ve Haque, 2024). Benzer şekilde BIS’in işlem düzeyi verilerine dayanan çalışması da çok borç verenli işlemlerin özel

kredi piyasasında son yıllarda belirgin biçimde arttığını ve artık teminatlı/teminatsız işlemlerin önemli bir bölümünü oluşturduğunu ortaya koymaktadır (Aldasoro ve Doerr, 2025). Bu dönüşümün temelinde, özel kredi fonlarının daha büyük ölçekli finansman işlemlerine yönelmesi ve geleneksel yatırım bankalarının sendikasyon piyasasındaki hakimiyetiyle rekabet etme motivasyonu yatmaktadır. Sektörün geçirdiği bu süreç sermayenin dağıtımında bir derinlik sağlasa da alacaklılar arası ilişkinin karmaşıklaşması ve borç yapılandırma süreçlerinde çok taraflı koordinasyon zorunluluğu gibi yeni risk bileşenlerini de ortaya çıkarmaktadır.

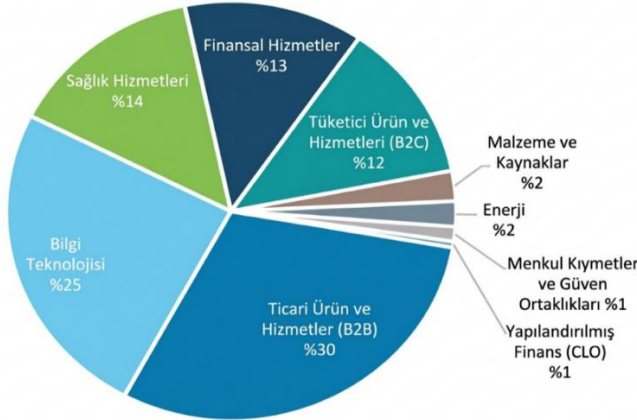
Grafik 3. En Büyük On İş Geliştirme Şirketi (BDC) Arasındaki Ortalama Portföy Çakışması



Kaynak: Karoui ve Cazaubieilh (2026)

Özel kredi piyasasının derinleşmesiyle birlikte, iş geliştirme şirketleri (BDC) arasında stratejik bir yakınsama ve buna bağlı olarak ortaya çıkan portföy çakışması olgusu Grafik 3'te gösterilmektedir. 2015-2021 döneminde %2-3 bandında seyreden ve görece özgün varlık seçimlerine işaret eden çakışma oranı, 2021 sonrasındaki konjonktürde keskin bir ivme kazanarak %11 eşliğini aşmıştır. Bu dört katlık artış, BDC'lerin butik kredi sağlayıcı kimliğinden uzaklaşarak, belirli bir varlık grubuna odaklanan homojen indeks bileşenlerine dönüştüğünü teyit etmektedir (Karoui ve Cazaubieilh, 2026). Bu bulgunun işaret ettiği genel yönetici/karşı taraf yoğunlaşması eğilimi, FSB'nin (2026) özel kredi ekosisteminde yoğunlaşmayı ve birbirine bağlılığı başlıca sistemik kırılabilirlik kaynaklarından biri olarak tanımlamasıyla tutarlıdır. Yatırım davranışındaki bu değişim, büyük ölçekli işlemlere yönelim ve özel kredi fonlarında biriken yüksek likiditenin yarattığı yatırım baskısı ile açıklanmaktadır. Ancak bu yoğunlaşma, piyasadaki sistemik risk duyarlılığını artırmakta ve alacaklılar arasındaki korelasyonu güçlendirerek olası bir ekonomik daralma anında kolektif bir kırılabilirlik riski teşkil etmektedir. Söz konusu portföy homojenleşmesi, "çeşitlendirme ilüzyonu" yaratarak sistemik kırılabilirliği artırmaktadır. En büyük oyuncuların aynı varlıklara odaklanması, münferit temerrütlerin kolektif bir likidite şokuna dönüşme riskini derinleştirmektedir. Bu yapısal yığılma, nihayetinde özel kredi piyasasının geleneksel bankacılık risklerini, daha az şeffaf olan gölge bankacılık düzleminde yeniden oluşmasına neden olmaktadır.

Grafik 4. İş Geliştirme Şirketlerinde (BDC) Sektörel Yatırım Kompozisyonu: 2025 3. Çeyrek Analizi

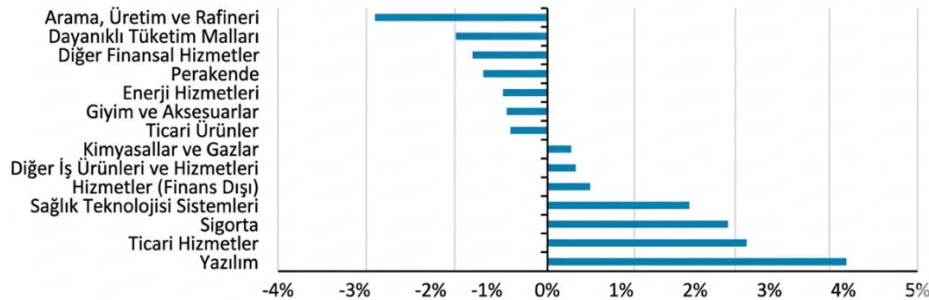


Kaynak: Barclays Research (2025)

Grafik 4, 2025 yılı üçüncü çeyrek itibarıyla iş geliştirme şirketlerinin (BDC) portföy sektörel kompozisyonu göstermektedir. Ticari ürün ve hizmetler (%30) ve bilgi teknolojisi (%25) sektörlerinin toplam portföyün %55'ini oluşturması, piyasanın yeni ekonomi odaklı, yüksek giriş bariyerlerine sahip ve sermaye yoğunluğu düşük iş modellerine olan stratejik yönelimini kanıtlamaktadır. Bu durum, özel kredi piyasasının finansman metodolojisinde nakit akışı öngörülebilirliği ve operasyonel stabiliteye dayalı seçici bir yaklaşım benimsediğini ortaya koymaktadır. Bu teknoloji ağırlıklı tahsisat, geleneksel bankacılık sisteminin teminat odaklı yapısı nedeniyle finanse etmekte zorlandığı inovasyon ve dijital dönüşüm süreçlerinde özel kredi sektörünün birincil kaldıraç haline geldiğini göstermektedir. Buna karşın, emtia fiyatlarındaki volatiliteye ve yüksek sermaye yatırımı gereksinimine duyarlı olan enerji (%2) ve malzeme/kaynaklar (%2) gibi döngüsel sektörlerin BDC portföylerinde payı marjinal büyüklüklere sahiptir. Bu durum, BDC'lerin operasyonel riskten kaçınma ve sürdürülebilir nakit akışı odaklı risk iştahı ile açıklanabilir.

Grafik 5'te de görülebileceği üzere, BDC portföylerindeki sektörel dağılımın tarihsel gelişimi, özellikle yazılım kredileri özelinde belirgin bir konsantrasyon riskine işaret etmektedir. 2015 yılında %10'un altında seyreden yazılım sektörü payının, 2023 sonunda %23 seviyesine ulaşması, özel kredi piyasasının teknoloji odaklı bir homojenleşme sürecine girdiğini göstermektedir. Ancak, portföylerin neredeyse dörtte birinin tek bir sektöre tahsis edilmesi, sektörel şoklara karşı sistemik kırılganlığı artırmıştır. IMF (2024), özel kredi firmalarını literatürde "teknoloji sektörü ağırlıklı" olarak nitelendirmekte, BIS Quarterly Review'de yayımlanan bir çalışma ise (Doerr vd., 2026), BDC'lerin yazılım firmalarına kullandığı kredilerin 2015'ten 2025 sonuna kadar keskin bir artış gösterdiğini ve BDC portföylerinin önemli bir bölümünün teknoloji sektörüne yoğunlaştığını ortaya koyarak aynı yönde bir örüntüyü doğrulamaktadır.

Grafik 5. İş Geliştirme Şirketleri Portföylerinin Sektör Maruziyeti: 4Ç19 - 3Ç25 Arası

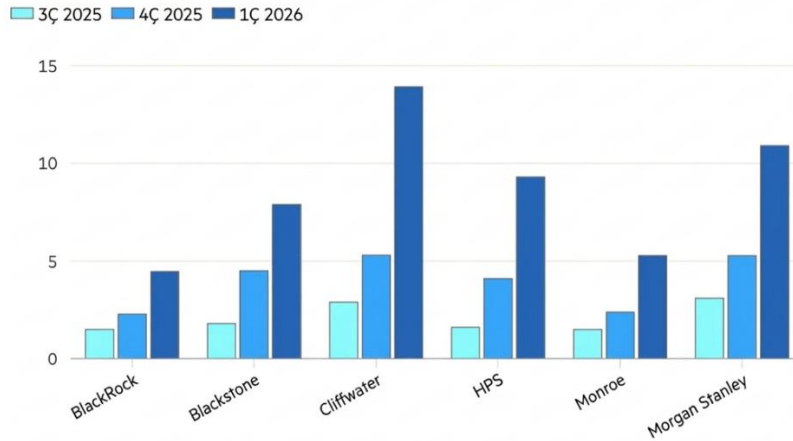


Kaynak: Barclays Research (2025)

Grafik 5, 2019 yılı sonundan 2025'in üçüncü çeyreğine kadar olan dönemde iş geliştirme şirketlerinin portföy stratejilerinde sektörel ağırlıkların değişimini göstermektedir. Söz konusu dönemde, özel kredi piyasalarında "fiziksel teminat" devrinin kapanıp, "fikri mülkiyet ve nakit akışı" odaklı bir stratejinin hakimiyetini göstermektedir. Enerji ve geleneksel perakende gibi döngüsel sektörlerden gerçekleşen sistematik sermaye çıkışı, yerini yaklaşık %4'lük bir artışla yazılıma ve %2,5'in üzerinde bir büyüme ile ticari hizmetlere bırakmıştır. Bu konjonktürel değişim, özel krediyi artık sadece bir borç mekanizması olmaktan çıkarıp, "varlık-hafif" iş modellerini besleyen stratejik bir inovasyon yakıtına dönüştürmüştür. BDC'lerin yazılım sektörüne olan bu yoğun ilgisi, geleneksel bankacılığın teminat yetersizliği nedeniyle boş bıraktığı alanı doldurarak dijital dönüşümün ana finansörü olma misyonunu pekiştirmiştir.

Ancak, yukarıda da bahsedildiği üzere, portföylerin %25'e varan oranlarda yazılım sektörüne konsantre olması, beraberinde ciddi sistemik riskleri ve değerlendirme sancılarını getirmektedir. Özellikle yüksek faiz ortamının devam etmesi, daima büyüme odaklı teknoloji şirketlerinde bir değerlendirme sıkışmasına yol açmış ve bu kredilerin teminat yapısını oluşturan kredi-değer oranlarını olumsuz yönde etkilemeye başlamıştır. Buna ek olarak, yapay zekâya dayalı ürünlerin geleneksel yazılım modellerini geçersiz kılma potansiyeli, kredi verenler için yeni bir belirsizlik katmanı yaratmaktadır. Özel kredi endüstrisi tarafından finanse edilen bir yazılım çözümünün, bir yapay zekâ ajanı tarafından ikame edilmesi, bu yazılımları üreten firmaların borç geri ödeme kapasitesini doğrudan tehdit etmektedir.

Grafik 6. Net Varlık Değerinin Yüzdesi Cinsinden Geri Alım Talepleri



Kaynak: Financial Times (2026)

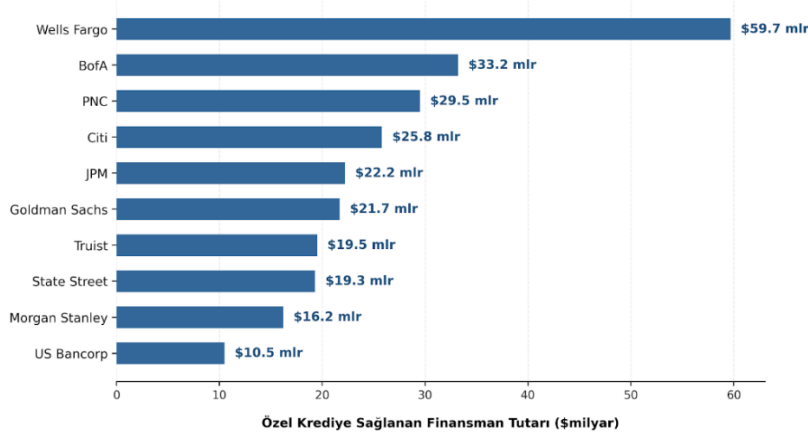
Grafik 6, özel kredi kuruluşlarından 2025 yılının üçüncü çeyreğinden 2026'nın ilk çeyreğine kadar olan süreçte geri alım talep oranlarını göstermektedir. Grafikte gözlemlenen geri alım talep artışı, bu varlık sınıfına yönelik yatırımcı güveninde yapısal bir kırılmaya işaret etmektedir. Finansal piyasalardaki likiditeye kayış, özellikle bireysel yatırımcıların risk iştahındaki azalma ile birleşerek sektör genelinde sermaye çıkışlarını tetiklemiştir. Bu eğilimin arkasındaki temel itici güç, risksiz faiz oranlarının yükselmesiyle birlikte yatırımcıların getiri-risk rasyosunu yeniden kurgulamasıdır. Hazine tahvilleri gibi güvenli limanların sunduğu cazip getiriler, yatırımcıları likiditesi düşük ve yüksek risk primine sahip özel kredi fonlarından ayrılmaya ve portföylerini yeniden dengelemeye yöneltmektedir.

Söz konusu likidite baskısı, özellikle yazılım ve teknoloji gibi varlık-hafif sektörlerdeki finansman modelleri üzerinden daha belirgin bir risk profili çizmektedir. Geleneksel bankacılık sisteminin finansman sağlamakta tereddüt ettiği ve halka arz piyasalarının durgunluğu nedeniyle alternatif arayan teknoloji firmaları için ana finansman kanalı haline gelen özel kredi fonları, günümüzde bu sektörün hassasiyetlerinden doğrudan etkilenmektedir. Teknoloji kredilerinin büyük bir kısmının fiziksel teminattan yoksun olması ve yıllık tekrarlanan gelir odaklı nakit akışlarına dayanması, faiz artışlarına karşı aşırı duyarlılık yaratmaktadır. Yüksek nakit yakma oranlarına sahip olan ve değerlemeleri düşen teknoloji girişimlerinin borç servis kapasitelerindeki zayıflama, fon yöneticileri üzerindeki temerrüt baskısını artırırken yatırımcılar nezdinde de bir kaçış refleksi uyandırmaktadır.

Bu süreç, özü itibarıyla likiditesi düşük ve uzun vadeli kredilerden oluşan özel kredi portföyleri ile yatırımcıların ani nakit talepleri arasındaki yapısal uyumsuzluğu gün yüzüne çıkarmaktadır. Sonuç

olarak, özel kredi piyasaları, makroekonomik belirsizlikler ve sektörel kırılganlıkların eşliğinde, gölge bankacılığı ekosisteminin operasyonel dayanıklılığını ölçen kritik bir likidite testinden geçmektedir.

Grafik 7. ABD Finans Kurumlarının Özel Krediye Maruziyeti



Kaynak: Bloomberg (2026)

Son grafik, ABD’de geleneksel bankacılık sisteminin özel kredi endüstrisine sağladığı finansman miktarını göstermektedir. Özel kredi kurumları, teknik olarak banka dışı finansal kuruluşlar olarak sınıflandırılrsa da bu yapıların likidite kaynağının geleneksel bankacılık sistemi olduğu bu grafikten görülmektedir. ABD’deki büyük ölçekli bankaların bu fonlara sağladığı yaklaşık 300 milyar dolarlık kredi hattı ve özel amaçlı araçlar üzerinden sunulan finansman, regülasyonların yarattığı paradoksal bir tabloyu yansıtmaktadır: Bankalar, riskli buldukları orta ölçekli şirketlere doğrudan kredi vermek yerine, bu şirketlere borç veren fonları finanse ederek riski dolaylı yoldan, ancak kaldıraçlı bir şekilde bilançolarına dahil etmektedir. Bu durum, özel kredi endüstrisindeki içsel risklerin nasıl sistemik bir krize dönüşebileceğini ortaya koyan kaldıraç üstüne kaldıraç mekanizmasının bir göstergesidir. Söz konusu tablo, Berg ve Lee’nin (2026) FR Y-14 gözetim verilerine dayanan analizinde de görülmektedir. Çalışma 2024 yıl sonu itibarıyla gözetim altındaki bankaların özel kredi borçlularına yönelik taahhüt edilmiş maruziyetinin 123 milyar ABD doları (bunun 30 milyar doları BDC’lere) düzeyinde olduğunu, bunun da söz konusu bankaların toplam 1,6 trilyon ABD doları büyüklüğündeki birincil sermayesinin sınırlı bir payını oluşturduğunu ortaya koymaktadır. FSB (2026) ise küresel ölçekte bankaların özel kredi fonlarına yönelik çekilmiş ve çekilmemiş kredi hattı maruziyetini 220-500 milyar ABD doları bandında tahmin etmektedir.

Bu bağlamda, özellikle Wells Fargo gibi kurumların sergilediği yüksek maruziyet dikkat çekicidir. Varlık büyüklüğü açısından sektör liderlerinin gerisinde olmasına rağmen, Wells Fargo’nun özel kredi piyasasına ayırdığı 59,7 milyar ABD doları büyüklüğündeki fon, bankanın kârlılık stratejisini bu yüksek riskli büyüme motoruna endekslediğini göstermektedir. Ancak bu durum, özel kredi portföylerindeki performans düşüşlerinin doğrudan banka bilançosunu sarsma potansiyelini de beraberinde getirmektedir. Önceki grafiklerle birleştirildiğinde ortaya çıkan tablo, yazılım ve teknoloji sektöründeki değerlendirme baskısının, portföy çakışmaları nedeniyle kolektif bir temerrüt dalgasına ve ardından net varlık değerindeki erimeye bağlı olarak kredilerin geri çağırılmasına yol açabileceği bir risk silsilesidir.

Analiz edilen tüm göstergeler, mevcut yapının 2008 finansal krizindeki ipoteğe dayalı menkul kıymet hiyerarşisiyle yapısal benzerlikler taşıdığını göstermektedir. Aradaki temel fark, güncel riskin merkezinde konut piyasası yerine, nakit akışı baskısı altındaki orta ölçekli teknoloji şirketlerinin yer almasıdır.

Sonuç olarak, özel kredi piyasasında yaşanacak bir likidite daralması, geleneksel bankaların sınırlı risk varsayımının aksine, finansal sistemde ciddi bir sarsıntı yaratma potansiyeline sahiptir. Bu durum, özel krediyi sadece bir yatırım aracı olmaktan çıkarıp, modern finansal mimarinin en hassas alanı haline getirmektedir.

4. Çalışmanın Yöntemi

Çalışma, özel kredi piyasasının teknoloji sektöründeki inovasyon finansmanı işlevini, tekil olayların derinlemesine ve bağlamsal olarak incelenmesine imkân tanıyan nitel, açıklayıcı çoklu vaka analizi deseniyle ele almaktadır. Vaka analizi yöntemi, özel kredi işlemlerinin taşıdığı sözleşmesel ve yapısal heterojenliğin, büyük ölçekli veri setlerine dayalı tümdengelimci istatistiksel yöntemlerle yeterince yakalanamadığı durumlarda, işlem düzeyindeki mekanizmaları (teminat türü, borç verenler arası koordinasyon, fiyatlandırma) ortaya çıkarmak için tercih edilmiştir (Eisenhardt, 1989).

Vakaların seçiminde amaçlı örnekleme yaklaşımı benimsenmiş olup, seçim üç temel ölçüte dayandırılmıştır. (i) *işlem büyüklüğü ve kamuoyu görünürlüğü*: Her bir vaka, halka açık kaynaklarca doğrulanabilecek, sektöründe emsal teşkil eden ölçekte bir finansman işlemidir, (ii) *teminat/kredi yapısı çeşitliliği*: Vakalar, bilanço dışı SPV yapısı (Meta), fiziksel donanım teminatı (CoreWeave), sözleşme nakit akışı (Applied Digital), yıllık yinelenen gelir (Databricks, Articulate) ve tek dilimli kaldıraçlı satın alma kredisi (Zendesk) gibi farklı teminatlandırma mantıklarını temsil edecek şekilde belirlenmiştir, ve (iii) *sektörel kapsam*: Yapay zekâ altyapısı ve yazılım gibi özel kredinin inovasyon finansmanındaki iki temel uygulama alanını yansıtacak şekilde dengelenmiştir. Bu üç ölçüt bir arada kullanılarak, söz konusu vakalar kuramsal açıdan bilgilendirici örnekler olması için seçilmiştir. Burada amaç istatistiksel genellenebilirlik değil, analitik genellemedir (Yin, 2018).

Çalışmanın veri tabanını, özel kredi piyasasının doğası gereği sınırlı birincil kaynak erişimi nedeniyle, çoklu ikincil kaynaklardan oluşan bir belge seti oluşturmaktadır. Bu kaynaklar dört kategoridir: (i) düzenleyici bildirimler (SEC Form 10-Q, 10-K, 8-K, S-1 ve DRS kayıtları), (ii) taraf şirketlerin ve fon yöneticilerinin resmî basın açıklamaları, (iii) işlemlerde yer alan hukuk bürolarının işlem duyuruları (Kirkland & Ellis, Fenwick & West gibi), ve (iv) saygın finansal basın ile sektör araştırma raporları (Bloomberg, Financial Times, S&P Global, Barclays Research, PitchBook). Veri üçgenlemesi ilkesi gözetilerek, mümkün olduğunca her bir bulgu birden fazla kaynak türüyle çapraz doğrulanmaya çalışılmıştır. Ancak SPV'lerin kamuya açık raporlama yükümlülüğü taşınamaması, bazı finansal ayrıntılarda (özellikle kredi şartları ve iç fiyatlandırma parametrelerinde) ikincil basın kaynaklarına bağımlılığı zorunlu kılmıştır.

Analiz süreci, Eisenhardt'ın (1989) önerdiği vaka içi analiz ve vakalar arası analiz aşamalarını takip etmektedir. İlk aşamada her bir vaka borçlu profili, finansman amacı, teminat türü, kredi yapısı ve fiyatlandırması, sözleşme hükümleri ve borç veren kompozisyonu olmak üzere ortak bir analitik şablon üzerinden ayrı ayrı işlenmiştir. İkinci aşamada, vakalar bu ortak boyutlar üzerinden karşılaştırılarak, teminatın “dijitalleşmesi” olarak kavramsallaştırılan ortak örüntü tümevarımsal olarak türetilmiştir. Bulgular, çalışmanın kavramsal çerçevesinde yer alan gölge bankacılık (Pozsar vd., 2010) ve bilgi asimetrisi/kredi tayinlaması (Stiglitz ve Weiss, 1981) yaklaşımlarıyla ilişkilendirilerek yorumlanmıştır.

Yöntemin doğası gereği, altı vakadan elde edilen bulgular istatistiksel anlamda genellenebilir değildir. Bulgular, örneklem dışındaki işlemlere ilişkin olasılık temelli çıkarımlar değil, analitik/kuramsal genellemeler sunmaktadır. Bu nedenle çalışma boyunca vaka bulgularına dayalı ifadeler, kesin nedensellik iddiaları yerine gözlemlenen örüntüler ve olası ilişkiler olarak temkinli bir dille sunulmaya özen gösterilmiştir.

5. Özel Kredinin İnovasyon Kaldırıcı Olarak Kullanımı: Küresel Teknoloji Devleri Üzerinden Karşılaştırmalı Vaka İncelemeleri

Önceki bölümde açıklanan seçim kriterleri ve analitik şablon doğrultusunda belirlenen altı vaka, çalışmanın ampirik zeminini oluşturmaktadır.

İncelenen altı şirket (*Meta, CoreWeave, Zendesk, Databricks, Applied Digital ve Articulate*), modern teknoloji ekosisteminin iki temel direğini temsil etmektedir: Yapay zekâ altyapısı ve yazılım. Bu karşılaştırmalı yaklaşım, özel kredilerin farklı risk profillerine sahip teknoloji varlıklarını nasıl teminatlandırdığını ve geleneksel bankacılık rasyolarının tükendiği noktada inovasyonu nasıl sürdürülebilir kıldığını somut verilerle ortaya koymayı amaçlamaktadır. İncelenen altı şirket, aşağıdaki gibi gruplandırılmıştır:

- *Yapay Zekâ Altyapısı ve Varlık Bazlı Finansman*: Bu gruptaki şirketler, devasa donanım ve veri merkezi yatırımlarını finanse etmek için özel krediyi bir kaldıraç olarak kullanmaktadır. Burada teminat, şirketin nakit akışından ziyade fiziksel/dijital altyapıdır.
 - i) *Meta*: Veri merkezi genişlemesi için SPV yapıları üzerinden bilanço dışı finansman kullanımı.
 - ii) *CoreWeave*: Nvidia H100 GPU'larını doğrudan teminat göstererek alınan varlık bazlı krediler.
 - iii) *Applied Digital*: Yapay zekâ fabrikaları ve işlemci altyapısı için kıdemli garantili tahvillerin kullanımı.
- *Yazılım Firmaları ve Gelir Odaklı Borçlanma Modelleri*: Bu grup maddi varlıkları düşük seviyede olup, bankaların kredi vermekte en çok zorlandığı şirketleri kapsamaktadır. Özel kredi fonları, burada gelecekteki yazılım abonelik gelirlerini ana teminat kabul etmektedir.
 - i) *Databricks*: 5,25 milyar ABD doları büyüklüğünde negatif FAVÖK'e rağmen sadece yıllık yinelenen gelir projeksiyonuyla alınan özel kredi.
 - ii) *Articulate*: Eğitim teknolojileri alanında, müşteri portföyü ve sadakat oranları üzerinden birinci derece kıdemli teminat yapısı.
 - iii) *Zendesk*: Özel sermaye satın alımı sonrası operasyonel büyümeyi desteklemek için kullanılan tek dilimli kredi finansmanı.

5.1. Yapay Zekâ Altyapı Finansmanında Varlık Bazlı Stratejiler ve Donanım Teminatlandırma Modelleri

i) Meta - Veri Merkezi Yatırımlarında Bilanço Dışı SPV Yapılanması: Yapay zekâ ekosistemi, yazılım geliştirme maliyetlerinin çok ötesine geçerek, yüksek işlem gücü ve fiziksel veri merkezi yatırımı gerektiren sermaye yoğun bir yapıya evrilmiştir. Bu dönüşüm, geleneksel kurumsal finansman modellerinin kapasitesini zorlayan yeni bir sermaye ihtiyacı doğurmuş, sonuç olarak özel kredi piyasaları, yalnızca orta ölçekli işletmeler için değil, teknoloji devlerinin devasa altyapı projeleri için de birincil finansman kanalına dönüşmeye başlamıştır. Bu dönüşümün en somut ve en büyük ölçekli kanıtı, 21 Ekim 2025'te Meta Platforms ile Blue Owl Capital tarafından yönetilen fonların, bir veri merkezi kampüsü geliştirmek ve işletmek üzere bir ortak girişim anlaşması imzalamasıdır (Meta, 2025). Toplam değeri yaklaşık 27 milyar ABD doları olarak belirlenen bu finansman, tarihin en büyük özel kredi işlemi unvanını kazanmıştır (Globaldatacenterhub, 2025).

Bu finansal mimari, Blue Owl'un %80 ve Meta'nın %20'lik ortaklık yapısıyla kurgulanmış, Blue Owl'un 7 milyar dolarlık nakit katkısına karşılık Meta'nın 3 milyar dolarlık nakit dağıtım almasıyla operasyonel hale gelmiştir. Yapının merkezinde yer alan Özel Amaçlı Araç (SPV), Morgan Stanley danışmanlığında A+ dereceli 27 milyar ABD doları borç ve 2,5 milyar ABD doları büyüklüğünde özkaynak ihraç ederek, riskin borçlunun bilançosundan ziyade fiziksel varlığın nakit akışına endekslendiği yeni bir dönemi başlatmıştır (S&P Global Market Intelligence, 2025). Finansman koşulları açısından değerlendirildiğinde, Meta gibi yüksek likiditeye sahip bir borçlu için standart borç oranı kısıtlamalarının yerini tesisin operasyonel sürekliliği ve kira akışlarına dayalı güvenceler almaktadır. Projenin A+ kredi notu alması, uzun vadeli sabit gelir arayan sigorta şirketleri, emeklilik fonları ve egemen varlık fonları gibi kurumsal yatırımcılara bu ürünü, geleneksel altyapı tahvillerine benzer bir risk-getiri profiline sahip enstrüman olarak sunmaktadır.

Borçlanma açısından bakıldığında, yapının çok aktörlü doğası dikkat çekicidir. PIMCO'nun 18 milyar ABD doları ile uzun vadeli tahvil yatırımcısı, BlackRock'un 3 milyar ABD doları ile ikincil alacaklı ve Meta'nın kalan haklar sahibi olarak aynı yapıda konumlanması, yatırımcı türleri arasındaki geleneksel sınırların geçirgenleştiğini kanıtlamaktadır. Meta, bu mekanizma aracılığıyla 2-5 gigawatt kapasiteli işlem gücüne erişim sağlarken, yaklaşık 27 milyar ABD dolarlık yatırım harcamasını bilanço dışına taşıyarak operasyonel gidere dönüştürmeyi başarmıştır (Bisnow, 2025). Bu sayede proje varlıklarından

kaynaklanan riskler, hem Blue Owl'un kurumsal bilançosundan, hem de Meta'nın ana bilanço kalemlerinden etkin biçimde izole edilmektedir.

Literatürde “işlem gücünün teminatlandırılması” paradigması olarak tanımlanan bu model, teknoloji şirketlerinin yapay zekâ inovasyonlarını finansman kısıtlarından bağımsızlaştırmasına olanak tanımaktadır (Blue Owl Capital Inc., 2024). SOFR + 250-400 baz puan aralığındaki getiri yapısı ve 16 yıllık artık değer garantisi gibi teknik parametreler, veri merkezi altyapısını menkul kıymetleştirilebilir bir varlık sınıfı haline getirmektedir (Kirkland & Ellis LLP, 2025). Ancak, SPV tabanlı bu yapıların yaygınlaşması, geleneksel kredi derecelendirme ve risk gözetim çerçevelerini zorlayarak düzenleyici otoriteler nezdinde yeni şeffaflık ve muhasebe soruları doğurmaktadır. Sonuç olarak Meta vakası, yapay zekâ çağına geçişte finansal sermayenin teknolojik altyapıyla girdiği organik bağın ve riskin kurumsal bilançolardan varlık bazlı izolasyona kayışının en somut göstergelerinden biridir.

ii) CoreWeave - Nvidia GPU Donanımlarının Menkul Kıymetleştirilmesi ve Çok Katmanlı Fiziksel Varlık Teminatlı Borçlanma: Yapay zekâ altyapısının gerektirdiği yoğun sermaye harcamaları, “donanım teminatlı borçlanma” olarak adlandırılan yeni bir varlık sınıfının doğuşuna zemin hazırlamıştır. CoreWeave'in Blackstone liderliğindeki konsorsiyumdan sağladığı 7,5 milyar ABD dolarlık finansman paketi, sadece hacmiyle değil, teknolojik varlıkların finansal değerlemesine getirdiği inovasyonla da bir paradigma değişimini temsil etmektedir (Blackstone Inc., 2024). Söz konusu borcun tesisi, riskin farklı yatırımcı iştahlarına göre bölümlere ayrıldığı karmaşık bir mimari üzerine inşa edilmiştir. Kredi paketinin yaklaşık 5 milyar ABD dolarlık kısmı, “yatırım yapılabilir” olarak sınıflandırılan ve SOFR + 600-650 baz puan seviyesinde fiyatlandırılan iki ana dilimden oluşmaktadır. Buna karşın, daha yüksek risk profiline sahip olan spekülasyon dilim SOFR + 1300 baz puan ile fiyatlandırılmıştır (CoreWeave, 2025). Bu çok katmanlı yapı, sigorta şirketlerinden hedge fonlara kadar geniş bir kurumsal spektrumun aynı varlık havuzuna farklı risk-getiri beklentileriyle dâhil olmasını mümkün kılmıştır. Bu borçlanmanın teminat yapısı, fiziksel donanım (Nvidia H100 grafik işlemci birimi çipleri) ile bu donanımın yarattığı gelecekteki nakit akışlarının (Microsoft gibi devlerle yapılan uzun vadeli kapasite sözleşmeleri) hibrit bir bileşimidir (Blue Owl, 2024).

Geleneksel bankacılık anlayışında grafik işlemci birimleri (Graphics Processing Unit – GPU), yüksek amortisman oranına sahip ve hızla demode olan “riskli donanım” kategorisinde değerlendirilirken, özel kredi piyasaları bu varlıklara operasyonel bir nakit akışı kaynağı olarak yaklaşmaktadır. Özel kredi fonları, GPU'ların ikincil piyasadaki yüksek likiditesini ve grafik çipleri üreticisi Nvidia'nın arz kısıtlarını birer risk azaltıcı olarak kullanmaktadır. Bu sayede, donanımın değer kaybı ile kredinin geri ödeme takvimi arasında dinamik bir denge kurulabilmiştir (Ares Capital Corp., 2024). Şirketin 2024 sonu itibarıyla ulaştığı 12,9 milyar ABD dolarlık toplam borç seviyesi, büyümenin özkaynaktan ziyade varlığa dayalı borçlanma mekanizmalarıyla finanse edildiğini teyit etmektedir (PR Newswire, 2024).

CoreWeave vakası, özel kredinin sadece bir alternatif değil, yapay zekâ ekosistemi için ana finansal köprü haline geldiğini göstermektedir. Blackstone'un GPU teminatını kabul etme kararı, dolaylı olarak OpenAI ve Cohere gibi girişimlerin model eğitim kapasitelerini finanse ederek sektörün inovasyon hızını belirlemiştir (Sherwood News, 2024). Sonuç olarak, özel kredi piyasaları teknolojik donanımı statik bir bilanço kalemi yerine dinamik bir getiri aracı olarak yeniden tanımlamıştır.

iii) Applied Digital - Yapay Zekâ Tesislerinin İnşasında Rule 144A Kapsamında Yapılandırılmış Tahvil İhraçları ve Nakit Akışı Yahtımı: 2021 yılında Dallas merkezli olarak kurulan ve yüksek performanslı hesaplama ile yapay zekâ iş yüklerine özel veri merkezleri tasarlayan, inşa eden ve işleten Applied Digital, kısa sürede birden fazla büyük ölçekli özel sermaye işlemine imza atarak yapay zekâ altyapı finansmanında özgün bir model geliştirmiştir. Bu model, proje temelli yatırım, sözleşmeye dayalı nakit akışı güvencesi ve sermaye piyasası araçlarını birleştiren çok katmanlı bir mimariye dayanmaktadır.

Applied Digital'ın finansman sürecini iki aşamalı bir sermaye inşası olarak okumak gerekmektedir. Birinci aşamada, 2025 yılında Applied Digital'ın iştiraki APLD ComputeCo LLC, Kuzey Dakota'daki tesisinin inşasının finansmanı için yatırım yapılabilir kurumsal alıcılara Rule 144A kapsamında 2,35 milyar ABD dolarlık, % 9,25 faizli ve 2030 vadeli kıdemli tahvil satmıştır (Applied Digital Corp., 2025). İkinci aşamada ise APLD ComputeCo 2 LLC, bir başka yapay zekâ kampüsü inşası için 2026 yılında

2,15 milyar ABD dolarlık, % 6,75 faizli ve 2031 vadeli tahvil satışında bulunmuştur (Applied Digital Corp., 2026). Her iki ihraçta da borç, APLD ComputeCo LLC ve APLD ComputeCo 2 LLC gibi SPV’lerin üzerinden kurgulanmış olup, böylece proje varlıklarından kaynaklanan risklerin hem Applied Digital’ın kurumsal bilançosundan, hem de iki tesis arasında çapraz bulaşma riskini bertaraf edecek biçimde izole edilmesi sağlanmıştır.

Applied Digital vakasının özel kredi literatürü açısından en özgün katkısı, teminat anlayışındaki dönüşümde yatmaktadır. CoreWeave vakasında teminat fiziksel GPU donanımıyken, Applied Digital vakasında ise teminat donanımın kendisi değil, o donanımı barındıracak tesislerin yarattığı uzun vadeli sözleşme nakit akışlarıdır. Bu modelin geleneksel proje finansmanından farkı, teminatın uzun vadeli bir hizmet sözleşmesinin nakit akışı olması ve bu nakit akışının SPV mimarisiyle yalıtılarak menkul kıymet haline getirilmesidir. Geleneksel bankacılık rasyolarına uyum sağlamayan nakit akış profillerine sahip yapay zekâ projeleri, özel kredi mekanizmaları sayesinde gerekli likiditeye erişebilmektedir. Bu tablo, özel borç piyasalarından elde edilen sermayenin nasıl zincirleme bir büyüme döngüsünü tetiklediğini ortaya koymaktadır: kira gelirleri yeni ihraçların güvencesini oluşturmakta, yeni ihraçlar yeni kampüslerin inşasını finanse etmektedir.

Her iki ihraçta da tercih edilen araç olan Rule 144A’nın seçimi tesadüfi değildir. ABD Menkul Kıymetler Kanunu’nun bu muafiyet hükmü, menkul kıymetlerin SEC’e kayıt yaptırılmadan, yalnızca nitelikli kurumsal alıcılara satılmasına olanak tanımaktadır (SEC, 2025). Geleneksel bir banka, bu ölçekte bir veri merkezi inşaat finansmanı için sendikasyon süreci yürütmek, düzenleyici sermaye ayırmak ve bilanço kısıtlamalarıyla baş etmek zorunda kalırken, Rule 144A ihracı sayesinde aynı işlem sigorta şirketleri, emeklilik fonları ve egemen varlık fonları gibi uzun vadeli sermayeye ihtiyaç duymayan kurumsal yatırımcılara doğrudan ulaştırılarak gerçekleştirilmiştir.

5.2. Yazılım Sektöründe Gelir Odaklı Borçlanma Modelleri

i) Databricks - Yazılım Temelli Borçlanmada Kredi Şartı Dönüşümü: Bir yazılım şirketi olan Databricks’in, 2025 yılında Blackstone, Apollo Global Management ve Blue Owl Capital dâhil çeşitli özel kredi fonlarından sağladığı 5 milyar ABD doları büyüklüğündeki finansman, niteliksel olarak önceki vakalardan farklı bir konuma sahiptir (Fenwick & West LLP, 2025). Daha önce incelenen CoreWeave ve Applied Digital vakalarında teminat fiziksel varlıklara, GPU donanımına ve veri merkezi tesislerine dayanmaktayken, özel kredi fonlarının Databricks’e sağladığı finansmanda teminat, herhangi bir fiziksel varlık değil, şirketin uzun vadeli müşteri sözleşmelerinden türetilen ve öngörülebilir bir nakit akışı profili sunan yıllık yinelenen gelirdir (Annual Recurring Revenue - ARR). Bu yapısal fark, söz konusu finansman şeklinin “yazılım temelli borçlanma” örneği olarak tanımlanmasını sağlamaktadır.

Bu vakanın özel kredi literatürüne katkısı, borç sözleşmelerindeki kredi şartı yapısında gösterdiği farklılıktır. Geleneksel bankacılık mekanizmaları, kredi değerlendirmesini şirketin geçmiş dönem operasyonel kârlılığına dayandırırken, özel kredi fonları henüz kâra geçmemiş ancak yüksek büyüme ivmesine sahip Databricks benzeri yazılım şirketleri için yıllık yinelenen geliri temel gösterge olarak kabul etmektedir (S&P Global Ratings, 2025). Databricks’in negatif operasyonel kârlılığına rağmen, %60’ı aşan satış büyümesiyle 3 milyar ABD dolarlık yıllık gelire ulaşması, özel kredi fonları için geçmişteki kârın yerine geleceğe uzanan ve sözleşme güvencesiyle desteklenen nakit akışlarını ikame etmiştir (Blackstone, 2025). Bu durum, kredi değerlendirmesinin temelini fiziksel varlıktan sözleşme gücüne doğru kaydıran yapısal bir kırılmayı ifade etmektedir. Nitekim bankaların düzenleyici kısıtlamalar ve Basel III gibi sermaye yeterliliği kuralları nedeniyle kabul edemediği yıllık yinelenen getiri bazlı kredi şartı yapısını özel kredi fonlarının üstlenmesi, piyasada bankalar ile özel kredi arasında net bir işbölümü doğurmuştur. Söz konusu modelde bankalar kısa vadeli likidite ihtiyacını karşılarken, özel kredi fonları uzun vadeli ve yapısal olarak karmaşık vadeli kredi dilimlerini yönetmektedir (Fortune, 2025).

Stratejik perspektiften bakıldığında, Databricks’in borç ve özkaynak finansmanını eş zamanlı kullanması, “seyreltici olmayan büyüme” stratejisinin sofistike bir uygulamasını yansıtmaktadır. Şirket,

büyümesini tamamen özkaynak üzerinden finanse etmek yerine, borç mekanizmalarını devreye sokarak halka arz öncesi dönemde mevcut hissedarların payını korumuştur (AICERTs, 2026). Özel kredi fonlarından sağlanan finansmanın yapısı olarak ertelenmiş çekim dilimlerinin kullanımı, Ar-Ge ve uluslararası genişleme gibi stratejik kilometre taşlarına paralel olarak sermayeye esnek erişim imkânı sağlayarak operasyonel etkinliği arttırmıştır (Bloomberg, 2025).

ii) Articulate Global - Olgun Yazılım Şirketlerinde Organik Büyümeden Özel Kredi Kaldıracına Geçiş: Adam Schwartz tarafından 2002 yılında kurulan Articulate Global, önceki vakalarda incelenen firmaların aksine, dış finansmana ihtiyaç duymadan, yalnızca özkaynak ve organik büyümeye dayalı olarak yaklaşık yirmi yıl ayakta kaldıktan sonra, güçlü nakit akışına sahip, olgun ve kârlı bir yazılım şirketi olarak özel kredi finansmanı seçeneğine başvurmuştur. 2020–2021 arası dönemde küresel uzaktan çalışma dalgasının e-öğrenme piyasasını dönüştürmesiyle strateji değiştirme kararı, bir finansal darboğazdan ziyade, uluslararası ölçeklendirme ve inorganik büyüme fırsatlarına odaklanma motivasyonu ile şekillenmiştir (Articulate Global, 2021).

Articulate Global, Temmuz 2021’de General Atlantic liderliğinde ve Blackstone ile Ares Capital’ın katılımıyla 1,5 milyar ABD dolarlık finansman sağlamıştır (Ares Capital Corporation, 2021). Articulate’in 3,75 milyar ABD dolarlık değerlendirme üzerinden gerçekleştirdiği bu işlem, o dönem için tarihin en büyük özel kredi finansmanlarından biri olarak kayıtlara geçmiştir (Reuters, 2021). Ares Capital’ın 2025 sonu itibarıyla SEC’e sunduğu 10-K raporları, Articulate Global’i “Yazılım ve Hizmetler” kategorisinde “Birinci Derece Kıdemli Teminatlı Kredi” pozisyonu ile listelemektedir (Ares Capital, 2025). Bu veri, şirketin fikri mülkiyet hakları ve kurumsal müşterilerinden gelen yinelenen gelir akışlarının teminat gösterildiği, SOFR + 450–500 baz puan aralığında fiyatlandırılan bir borç bileşenini barındırdığını teyit etmektedir (Kirkland & Ellis LLP, 2025).

Articulate’in geleneksel banka kredisi yerine özel kredi mekanizmalarını tercih etmesinin ardında hem stratejik hem de yapısal gerekçeler yatmaktadır. Stratejik boyutta, yirmi yıl boyunca dış finansmana tamamen kapalı büyümüş bir şirketin ani bir halka arz ya da geniş banka sendikasyonu sürecine girmesi, hem hız hem de kurumsal kimlik açısından şirketin kültürüyle çelişebilecekken, özel kredi piyasaları bu geçişi hem sessiz hem de hızlı biçimde yapılandırabilmiştir. Şirketin ilk dış finansman arayışında 1,5 milyar ABD dolarlık büyüklükte fon sağlayabilmesi, geleneksel banka kredisi sağlayıcılarının standart ödeme kapasitesi ve teminat analizlerini aşan bir değerlendirme gerektirmektedir. Özel kredi fonları açısından bu değerlemenin odak noktası, şirketin 100.000’den fazla kurumsal müşterisinden elde ettiği yüksek kaliteli ve öngörülebilir yinelenen gelir akışıdır.

iii) Zendesk - Kurumsal Dönüşüm ve Kaldıraçlı Satın Alımlarda Bir Finansman Motoru Olarak Özel Kredi Modeli: Bu çalışmada ele alınan diğer örneklerden yapısal olarak farklı bir inovasyon finansmanı modelini temsil eden Zendesk vakası, özel kredinin halka açık bir teknoloji şirketini borsadan çekerek özel mülkiyete geçirme sürecinin finansman motoru olarak sahne almasına örnek olarak gösterilmektedir. Söz konusu işlem, özel kredinin salt bir büyüme finansmanı aracı olmadığını, aynı zamanda teknoloji şirketlerinin kurumsal dönüşümünü mümkün kılan stratejik bir finansal platform işlevi gördüğünü kanıtlamaktadır.

Haziran 2022’de Zendesk, Permira ve Hellman & Friedman liderliğindeki bir yatırımcı grubu tarafından hisse başına 77,5 ABD doları nakit karşılığında, şirketi yaklaşık 10,2 milyar ABD doları olarak değerleyen tamamen nakit bir işlemle satın alınmıştır (Zendesk, 2022). Söz konusu satın almanın finansmanının bir kısmı için Blackstone Credit, Apollo, Blue Owl, HPS ve Ares Management’tan oluşan özel kredi grubu yaklaşık 5 milyar ABD dolarlık bir “tek dilimli” (unitranche) kredi sağlamıştır (Hellman & Friedman, 2022). Tek dilimli kredilerde tüm borç tek bir dilimde ve tek bir faiz oranında birleştirilerek, hem işlem süreci sadeleştirilir, hem de borçlu için daha öngörülebilir bir yükümlülük profili oluşur. 2022 yılının ikinci yarısında FED’in agresif faiz artışları, kurumsal tahvil piyasasında düşük likiditeye ve yatırımcı risk iştahının hızla kapanmasına neden olmuşken, özel kredi fonları büyük hacimli tek dilimli kredi verebilmiş ve mega ölçekli kaldıraçlı satın almaları destekleyebilmiştir. Bu

durum, özel kredi piyasalarının büyük ölçekli kaldıraçlı satın alım işlemlerinde geleneksel banka sendikasyonunu ikame etme kapasitesini hız ve kesinlik avantajıyla ortaya koymaktadır (Yahoo Finance, 2022).

Daha önemlisi, halka açık piyasaların dayattığı çeyreklik kâr baskısı yaşayan ve uzun vadeli ve yüksek riskli inovasyon yatırımları yapısal olarak kısıtlanan teknoloji şirketlerinin, özel kredi finansmanı yoluyla özel mülkiyete geçmesinin inovasyon hızını ivmelendirmesidir (TechCrunch, 2023).

5.3. İnovasyonun Finansmanında Özel Kredi Piyasalarının Yükselen Rolü: Vaka Analizlerinden Çıkan Örüntüler

İncelenen altı vaka (*Meta, CoreWeave, Applied Digital, Databricks, Articulate Global ve Zendesk*) özel kredi piyasalarının yapay zekâ ve teknoloji ekosistemindeki dönüşümünü farklı boyutlarıyla yansıtmakta ve birlikte değerlendirildiğinde belirgin bir yapısal örüntüye işaret etmektedir.

Genel tabloya bakıldığında, geleneksel banka finansmanının teknoloji sektörünün sermaye ihtiyacını karşılamakta yetersiz kaldığı görülmektedir. Basel III ve IV kaynaklı sermaye yeterliliği gereksinimleri, geleneksel bankacılık sektörünü hem ölçek hem de yapı açısından bu piyasanın dışında bırakmaktadır. Özel kredi fonları ise bu boşluğu doldururken, *Meta-Blue Owl* ortaklığında olduğu gibi 27 milyar ABD dolarlık büyüklüklere ulaşabilmekte, *CoreWeave* örneğinde GPU donanımını teminat olarak kabul edebilmekte ve *Databricks* vakasında henüz kâra geçmemiş bir şirketin yinelenen gelir akışını kredi değerlendirmesinin temeline oturtabilmektedir.

Vakalar arasındaki en kayda değer fark, teminat anlayışındaki çeşitliliktedir. Altyapı odaklı modellerde (*Meta, CoreWeave, Applied Digital*) fiziksel varlıklar ve nakit akışı hibrit teminat oluştururken, yazılım odaklı modellerde (*Databricks, Articulate*) teminat sözleşme gücüne ve yinelenen gelirin öngörülebilirliğine dayanmaktadır. Görüldüğü üzere, teminat anlayışında köklü bir değişim yaşanmaktadır: Geleneksel “gayrimenkul” veya “sabit varlık” odaklı ipotek anlayışı yerini “teminatın dijitalleşmesi” olarak tanımlanabilecek yeni bir döneme bırakmaktadır. *Zendesk* vakası ise özel kredinin bir büyüme aracından kaldıraçlı satın alma finansman aracına dönüştüğünü, dolayısıyla kurumsal dönüşümü dahi finanse edebildiğini göstermektedir.

Özel krediyle finansman modelinin öne çıkan avantajları arasında hız ve esneklik, halka arz gibi seyretici mekanizmalardan kaçınma imkânı, SPV yapıları aracılığıyla risk izolasyonu ve ertelenmiş ödeme dilimleri sayesinde sermayeye erişim kolaylığı sayılabilir. Buna karşın göz ardı edilemeyecek riskler de mevcuttur: SPV bazlı bilanço dışı yapılanmalar şeffaflık ve düzenleyici gözetim soruları doğurmakta, GPU gibi hızla değer yitiren donanımların teminat kabul edilmesi piyasa oynaklığına karşı kırılganlık yaratmakta ve yüksek kaldıraç oranları faiz değişimlerine karşı borçluların hassasiyetini artırmaktadır.

Sonuç olarak bu vakalar, özel kredi piyasalarının teknoloji finansmanında artık marjinal bir alternatif değil, belirleyici bir ana kaynak konumuna geçtiğini ortaya koymaktadır. Risk-getiri profilinin varlığa endekslenmesi ve sözleşme nakit akışlarının menkul kıymetleştirilmesi, yapay zekâ çağının finansal mimarisini yeniden biçimlendirmektedir.

5.4. Türkiye Bağlamında Kısa Bir Değerlendirme

İncelenen altı vakanın tamamının ABD sermaye piyasalarında gerçekleşmiş işlemler olmasının nedeni, hem işlem büyüklüğü ve kamuya açık belge erişiminin ABD’de görece daha yüksek olması, hem de küresel özel kredi piyasasının ağırlıklı olarak ABD merkezli gelişmesinden kaynaklanmaktadır. Nitekim Türkiye’de, doğrudan “özel kredi” adı altında organize olmuş, banka dışı kurumlarca yürütülen, ABD’deki BDC ve SPV yapılarına ölçek ve işlev bakımından karşılık gelen büyük ölçekli bir finansman piyasası henüz oluşmamıştır. Söz konusu kısıt, vaka seçiminde Türkiye merkezli örneklerle yer verilememesinin temel nedenidir. Yine de Türk finans piyasasında özel krediye kısmen benzeyen bazı yapılar mevcuttur. Sermaye Piyasası Kurulu’nun (SPK) düzenlemesine tabi Girişim Sermayesi Yatırım Fonları (GSYF), nitelikli yatırımcılardan topladıkları kaynaklarla girişim şirketlerine yalnızca özkaynak

değil, borç ve özkaynak bileşimli “yapılandırılmış finansman” da sağlayabilmektedir (SPK, 2014). Benzer şekilde, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) gözetimindeki finansman şirketleri, faktoring ve finansal kiralama şirketleri, banka dışı kredi aracılığı yapımları bakımından uluslararası literatürdeki gölge bankacılık tanımına kısmen uymaktadır, ancak bu kurumlar Türkiye’de bankalara benzer lisanslama, raporlama ve gözetim yükümlülüklerine tabi tutulmakta, dolayısıyla ABD’deki BDC ve SPV yapılanmasına kıyasla çok daha sınırlı bir şeffaflık açığı yaşamaktadır. Nitekim BDDK’nın tasarruf finansman şirketlerine yönelik olarak Kasım 2025’te yayımladığı ve 2026 başında yürürlüğe giren likidite yeterliliği düzenlemesi, bu denetim sıklığının yakın dönemde daha da arttığını göstermektedir (BDDK, 2025). Bu çerçevede, Türkiye’deki banka dışı finansman yapılarının, ABD’deki özel kredi, BDC ve SPV modeline kıyasla hem ölçek hem de düzenleyici mimari açısından belirgin biçimde farklılaştığı söylenebilir.

6. Sonuç ve Tartışma

Küresel finans piyasalarında, özellikle yapay zekâ ve yüksek teknoloji odaklı sermaye ihtiyaçlarının karşılanmasında geleneksel bankacılık sisteminden özel kredi mekanizmalarına doğru radikal bir kayış yaşanmaktadır. Basel III ve IV gibi düzenleyici çerçevelerin bankalar üzerinde yarattığı sermaye yeterliliği baskısı, teknoloji sektörünün yüksek volatiliteli ve varlık-hafif yapısıyla birleştiğinde, geleneksel kredi kanallarının yetersiz kalmasına neden olmuştur. Bu çalışma, özel kredi piyasalarının yapısal dönüşümünü ve teknoloji ekosistemindeki finansman işlevini teorik ve ampirik düzlemde ele almıştır. Araştırmanın temel sorusu, özel kredinin inovasyon yoğunluklu firmalara özgü teminat açığını nasıl kapattığı ve bu süreçte finansal sistemde ne tür yapısal riskler ürettiği, altı vaka üzerinden yanıtlanmıştır. Amaçlı örnekleme yoluyla seçilmiş bu altı yüksek profilli vaka istatistiksel temsil gücüne sahip olmamakla beraber, bu çalışmada yapılan değerlendirmeler, özel kredi piyasasının tamamına genellenebilecek kesin sonuçlar değil, incelenen işlem türlerine özgü örüntüler olarak okunmalıdır. Elde edilen bulgular, literatürde giderek daha fazla kabul gören bir paradigma değişimiyle tutarlılık göstermektedir: Özel kredi, kurumsal finansmanda artık niş bir alternatif değil, yapay zekâ ve yazılım gibi inovatif sektörlerin birincil sermaye kaynağına dönüşmüştür.

Makro düzeyde bakıldığında, çalışmanın piyasa riski boyutu bulgular içerisinde belirleyici bir yer tutmaktadır. 2021–2025 döneminde özel kredi piyasalarının toplam değerinin yaklaşık 1.8 trilyon ABD doları ile zirvesine ulaşması ve ardından sektörün konsolidasyon sürecine girmesi, piyasanın makroekonomik kırılganlıklara olan duyarlılığını açıkça ortaya koymaktadır. BDC portföylerinde yazılım sektörü ağırlığının %23’e yükselmesi ve portföy çakışma oranının dört kat artarak %11’i aşması, bir “çeşitlendirme illüzyonu” yaratma ve sistemik riski derinleştirme potansiyeli taşımaktadır; nitekim veriler henüz sınırlı bir zaman aralığını kapsadığından, bu ilişkinin nedensel değil örüntüsel olarak yorumlanması daha temkinli bir yaklaşım olacaktır. Bu yapısal homojenleşme, münferit temerrütlerin kolektif bir likidite şokuna dönüşme potansiyelini artırmakta, dolayısıyla özel kredi piyasasındaki içsel risklerin daha geleneksel bankacılık sistemine sıçraması ihtimalini güçlendirmektedir. Nitekim piyasa lideri ABD bankalarının özel kredi fonlarına yaklaşık 300 milyar ABD doları kredi hattı açması, kriz anında banka bilançolarının dolaylı yoldan taşıdığı risklerin boyutuna ilişkin ciddi soru işaretleri doğurmaktadır.

Vaka analizleri düzleminde incelenen altı şirket bir arada ele alındığında, geleneksel “gayrimenkul veya sabit varlık” odaklı teminat anlayışının yerini “teminatın dijitalleşmesi” olarak nitelendirilebilecek yeni bir paradigmanın aldığı görülmektedir. Vaka analizlerinden elde edilen bulgular, çalışmanın araştırma sorularını doğrudan yanıtlar niteliktedir. Özel kredi, geniş gölge bankacılık sistemi içinde BDC ve SPV yapıları aracılığıyla inovasyon odaklı firmalara özelleştirilmiş borç finansmanı sunan, belirleyici bir ara katman işlevi üstlenmiştir. Yazılım ve yapay zekâ firmalarının özel krediyi tercih etmesinin ardında, geleneksel bankacılığın teminat odaklı değerlendirme çerçevesinin gayrimaddi varlık yoğunluklu iş modellerini kapsayamaması yatmaktadır. Bununla birlikte bu örüntü, sınırlı sayıda yüksek profilli işlemden türetildiğinden, teminatın dijitalleşmesi eğiliminin özel kredi piyasasının tamamına ne ölçüde yaygınlaştığı, daha geniş ve rastgele örneklemli çalışmalarla sınanmayı beklemektedir.

Çalışmada elde edilen bulgular, çalışmanın kavramsal çerçevesinde yer alan iki teorik yaklaşımla açıklayıcı biçimde ilişkilendirilebilir. İlk olarak, Stiglitz ve Weiss'in (1981) bilgi asimetrisi ve kredi tayinlaması yaklaşımı çerçevesinde, geleneksel bankalar gözlemleyemedikleri risk türlerine karşı faiz oranını yükseltmek yerine krediyi tayinlama eğilimindedir. Sonuç olarak, maddi teminatı sınırlı ancak nakit akışı potansiyeli yüksek teknoloji firmaları bu tayinlamadan orantısız biçimde etkilenmektedir. İncelenen vakalar, özel kredi fonlarının bu bilgi asimetrisini standart teminat değerlendirmesi yerine yoğun durum tespiti, sözleşmeye özgü kredi şartları ve yakın izleme mekanizmalarıyla azaltarak, krediyi tayinlama yerine fiyatlandırma yoluyla yönetmeyi tercih ettiğini göstermektedir. İkinci olarak, Pozsar vd. (2010) ve Irani vd.'nin (2018) gölge bankacılık çerçevesi ışığında, BDC ve SPV yapıları kredi aracılığını merkez bankası gözetimi dışına taşıyarak riski bilanço dışına izole etmekte, ancak bu izolasyon şeffaflık maliyeti pahasına gerçekleşmektedir. Diğer bir ifadeyle, özel kredinin inovasyon finansmanındaki yükselişi yalnızca bir "finansman tercihi" değil, aynı zamanda bilgi asimetrisinin çözülme biçiminin bankacılık sisteminden gölge bankacılık sistemine kaymasının somut bir tezahürüdür.

6.1. Politika Önerileri

Çalışmanın bulguları kapsamında ilk politika önerisi, SPV yapılarının şeffaflığına yöneliktir. Mevcut düzenleyici çerçevede, bilanço dışı konumlanan SPV'ler kamuya açık raporlama yükümlülüğü taşımamakta ve bu durum sistemik risk gözetimine ciddi bir engel oluşturmaktadır. SEC ve Fed'in, özel kredi işlemlerinde kullanılan SPV'leri belirli eşik değerlerin üzerinde standardize edilmiş raporlama zorunluluğuna tabi kılması, risk birikiminin izlenebilirliğini artıracaktır. Bu çerçevede, BDC'lerin konsolide portföy maruziyetlerini, sektör ve teminat türlerini düzenli olarak açıklaması zorunlu hale getirilmelidir.

Bir diğer öneri, yapısal risk oranını azaltmaya yönelik sektörel çeşitlendirme teşviklerine ilişkindir. Örneğin, BDC portföylerinde yazılım sektörünün oranının %23'e ulaşması, sektörel şoklara karşı kolektif kırılganlığı artırmaktadır. Düzenleyici kurumlar, sektörel konsantrasyon oranları için tavan sınırlar belirleyerek risk dağılımını zorunlu kılabilir, ya da çeşitlendirilmiş portföylerin sermaye gereksinimlerini azaltacak bir düzenleyici çerçeve tasarlayabilir.

Son olarak, analizin gösterdiği üzere, pek çok büyük ABD bankası, özel kredi fonlarına doğrudan kredi vermekte ve bu yolla riskli borçlulara dolaylı olarak maruz kalmaktadır. Düzenleyici çerçevelerin banka - özel kredi bağlantılarını görünmez kılan boşlukları gidermesi ve bankaların özel kredi araçlarına dolaylı maruziyetinin sermaye yeterliliği hesaplamalarına dâhil edilmesi, olası bir krizin geleneksel bankacılık sistemine sıçrama olasılığını azaltacaktır.

6.2. Çalışmanın Kısıtları ve Gelecek Çalışmalar için Öneriler

Çalışmanın başlıca kısıtı olarak örneklem büyüklüğü ve seçim yansıması öne çıkmaktadır. Vaka analizi, yapısı itibarıyla derinlemesine incelemeye olanak tanımakla beraber, seçilen altı şirket finansmanı özel kredi piyasasının bütününe temsil etmemektedir. Örneklem, büyük ölçekte kamuoyuna yansımış, görece yüksek miktarda işlemlerden oluşmaktadır. Oysa özel kredi piyasasının önemli bir bölümünü orta ölçekli firmalara sağlanan işlemler oluşturmaktadır. Dolayısıyla bulguların, örneklem dışında kalan daha küçük ölçekli işlemlere genellenmesinde ihtiyatlı olunması gerekmektedir.

Veri erişimi ve şeffaflık sınırlılıkları çalışmanın bir diğer kısıtıdır. Özel kredi işlemlerinin yapısı gereği kamuya açık raporlama yükümlülüğü taşımaması, faiz oranları, taahhüt koşulları ve risk primi gibi ayrıntılı finansal verilerin birincil kaynaklardan sağlanmasını güçleştirmiştir. Bu nedenle çalışmada ağırlıklı olarak ikincil kaynaklara (düzenleyici kurumların kamuya açık belgelerine, BDC'lerin SEC düzenleyici bildirimlerine ve basın açıklamalarına) başvurmak zorunlu olmuştur. Bu durum, özellikle SPV'lerin bilanço dışı risklerini kapsayan nicel analizler açısından ciddi bir kısıt teşkil etmektedir. Benzer şekilde, literatürde SPV yapılarının kaldırma oranları ile finansal istikrar üzerindeki etkilerini nicel olarak değerlendiren çalışmalar oldukça sınırlıdır. Düzenleyici kurumların desteğiyle erişilebilecek verilerin kullanımıyla yapılacak bilanço dışı riskleri kapsayan kapsamlı stres testi

çalışmaları ve model bazlı simülasyonlar, piyasadaki kırılmalık eşiklerini daha gerçekçi bir şekilde tanımlayabilir.

Veri erişiminin sağlanması ile beraber bir diğer araştırma alanı, yıllık yinelenen gelir ve nakit akışı odaklı kredi modellerinin uzun vadeli geri ödeme performansına yönelik olabilir. Bu çalışma, henüz erken bir piyasa evresinde şekillenen teminat dönüşümünü belgelemektedir. Ancak bu modellerin bir tam ekonomik döngü boyunca nasıl performans sergileyeceği tam bilinmemektedir. Piyasanın faiz artışlarına maruz kaldığı ortamda, geri ödeme başarısızlığı ile başarısını belirleyen boylamsal ampirik çalışmalar, kredi riski modelleri açısından değerli bulgular üretebilir.

Çalışmada coğrafi kapsam açısından da bir sınırlılık bulunmaktadır. Analizin odak noktası ABD merkezli firmalar olup, özel kredi piyasası Avrupa ve Asya'da da hızla genişlemektedir. Farklı düzenleyici rejimlerin, örnekleme dâhil edilen yapılarla karşılaştırmalı analizde ne tür farklılıklar veya benzerlikler üreteceği, mevcut çalışma kapsamında yanıtı kalmaktadır. ABD dışındaki piyasalarda özel kredinin farklı düzenleyici rejimler altında nasıl şekillendiğini ve bu farklılıkların risk-getiri profilini ne yönde etkilediğini inceleyen karşılaştırmalı çalışmalar hem politika tasarımı için faydalı olurken, hem de özel kredi piyasalarının uluslararası boyutunun anlaşılmasına önemli katkılar sağlayacaktır. Bu bağlamda, Türkiye örneği özelinde, SPK'ya tabi girişim sermayesi yatırım fonları ile BDDK gözetimindeki finansman şirketlerinin, ABD'deki BDC - SPV mimarisiyle ölçek, düzenleyici mimari ve şeffaflık açısından karşılaştırılması, gelecekteki çalışmalar için doğrudan katkı sağlayacak bir araştırma alanı olarak önerilmektedir.

Kaynakça

- Adrian, T. ve Ashcraft, A. B. (2012). Shadow banking regulation. *Monetary Economics eJournal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2144004>
- Aldasoro, I. ve Doerr, S. (2025). Collateralized lending in private credit (BIS Working Papers No. 1267). Bank for International Settlements. <https://www.bis.org/publ/work1267.pdf>
- Amoruso, A. ve Duchac, J. E. (2014). Special purpose entities and the shadow banking system. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 18(1), 107. <https://www.abacademies.org/articles/aafsivol18no12014.pdf>
- Applied Digital Corporation. (2025, Kasım 20). *Completion of \$2.35 billion of 9.250% senior secured notes due 2030 — Form 8-K current report*. U.S. Securities and Exchange Commission. <https://ir.applieddigital.com/sec-filings/all-sec-filings/>
- Applied Digital Corporation. (2026, Mart 4). *Pricing of \$2.15 billion of 6.750% senior secured notes due 2031 — Form 8-K current report*. U.S. Securities and Exchange Commission. <https://ir.applieddigital.com/sec-filings/all-sec-filings/>
- Ares Capital Corporation. (2024). *Form 10-Q, Q2 2024 — Schedule of investments*. U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/ix?doc=/Archives/edgar/data/1287145/000128714524000045/arcc-20240630.htm>
- Ares Capital Corporation. (2025, Ekim 28). *Form 10-Q — Quarterly report, schedule of portfolio investments*. U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.stocktitan.net/sec-filings/ARCC/10-q-ares-capital-corp-quarterly-earnings-report-c50358aa5ca5.html>
- Articulate Global, LLC. (2021, Temmuz 1). *Articulate raises \$1.5 billion in series A round led by General Atlantic, with participation from Blackstone Growth and ICONIQ Growth* [Press release]. <https://www.nasdaq.com/press-release/articulate-raises-%241.5-billion-in-series-a-round-led-by-general-atlantic-with>
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK). (2025, Kasım 28). Tasarruf Finansman Şirketlerinin Likidite Yeterlilik Oranının Hesaplanmasına İlişkin Tebliğ. *Resmî Gazete* (Sayı: 33091). Erişim adresi: <https://www.procompliance.net/category/bddk/finansman-sirketleri/>

- Berg, T. ve Lee, J. H. (2026, Mart 12). Measuring counterparty exposures to private credit (OFR Brief 26-02). Office of Financial Research, U.S. Department of the Treasury. <https://www.financialresearch.gov/briefs/files/OFRBrief-26-02-measuring-counterparty-exposures-private-credit.pdf>
- Barclays Research ve PitchBook. (2025). *Distribution of BDC investments by broad sector as of 3Q25* [Grafik]. Barclays Private Credit Market Outlook.
- Bisnow. (2025, Ekim 22). *Meta pushes its largest data center project off its books with \$27B JV*. <https://www.bisnow.com/national/news/data-center-capital-markets/meta-pushes-its-largest-data-center-project-off-its-books-with-27b-joint-venture-131490>
- Blackstone Inc. (2024, Mayıs 17). *CoreWeave secures \$7.5 billion debt financing facility led by Blackstone and Magnetar* [Press release]. <https://www.blackstone.com/news/press/coreweave-secures-7-5-billion-debt-financing-facility-led-by-blackstone-and-magnetar/>
- Blackstone Inc. (2025). *Q1 2025 quarterly earnings — Portfolio disclosures: Databricks senior secured loan position (SEC Form 10-Q)*. U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov> (Erişim tarihi: 3 Nisan 2026)
- Block, J. H., Jang, Y., Kaplan, S. ve Schulze, A. (2023). A survey of private debt funds. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4363242>
- Bloomberg. (2025). *US financial institutions are exposed to private debt: Lending to funds, BDCs and CLOs* [Grafik]. Bloomberg Professional Services.
- Bloomberg News. (2025, Ocak 13). Databricks inks \$5 billion of private credit, bank funding. *Bloomberg*. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-01-13/databricks-inks-5-billion-financing-from-private-credit-banks>
- Blue Owl Capital Inc. (2024a). *Form 8-K — Q3 2024 earnings press release*. U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0001823945/000182394524000059/a93024-ex991xearningspress.htm>
- Blue Owl Capital Inc. (2024b). *Investor day presentation & quarterly earnings reports (Q3 & Q4 2024)*. Blue Owl Investor Relations. <https://ir.blueowl.com/> (Erişim tarihi: 10 Mart 2026)
- Blue Owl Capital Inc. (2025). *Q1 2025 Form 10-Q — Schedule of investments*. U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov> (Erişim tarihi: 31 Mart 2026)
- Buchner, A., Espenlaub, S., Khurshed, A. ve Mohamed, A. (2023). Private debt and the role of venture capital and private equity sponsors. *Management Science*, 70(1), 372–395. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2023.4735>
- Cai, F. ve Haque, S. (2024). Private credit: Characteristics and risks. *FEDS Notes*. <https://doi.org/10.17016/2380-7172.3462>
- Chernenko, S., Erel, I. ve Prilmeier, R. (2019). Why do firms borrow directly from nonbanks? *The Review of Financial Studies*, 35(11), 4902–4947. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhac025>
- CoreWeave, Inc. (2024). *Form DRS — Draft registration statement*. U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0001769628/000095012324012268/filename1.htm>
- CoreWeave, Inc. (2025, Mart 3). *Form S-1 registration statement*. U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/edgar/browse/?CIK=0001769628>
- Davis, J., Morse, A. ve Wang, X. (2018). *The leveraging of Silicon Valley* (NBER Working Paper No. 24450). National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w24450>
- Davydiuk, T., Marchuk, T. ve Rosen, S. (2020). Direct lenders in the U.S. middle market. *Regulation of Financial Institutions eJournal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3670603>

- Doerr, S., Eren, E., Krohn, I. ve Todorov, K. (2026, Mart). Private credit's software lending meets AI disruption. *BIS Quarterly Review*. https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2603v.htm
- Eisenhardt, K. M. (1989). Building theories from case study research. *Academy of Management Review*, 14(4), 532–550. <https://doi.org/10.2307/258557>
- Erel, I. ve Inozemtsev, E. (2024). Evolution of debt financing toward less-regulated financial intermediaries in the United States. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 60(4), 1234–1271. <https://doi.org/10.1017/S002210902300140X>
- Fenwick & West LLP. (2025, Ocak 22). *Fenwick represents Databricks in its \$5.25 billion credit facility and completion of \$10 billion series J financing* [Press release]. <https://www.fenwick.com/insights/experience/fenwick-represents-databricks-in-its-5-25-billion-credit-facility-and-completion-of-10-billion-series-j-financing>
- Financial Stability Board (FSB). (2026, Mayıs 6). Report on vulnerabilities in private credit. <https://www.fsb.org/uploads/P060526.pdf>
- Financial Times. (2026). *Wealthy individuals seek exits from private credit funds*. Erişim adresi: <https://www.ft.com/asset-management> (Erişim tarihi: 5 Nisan 2026)
- Financial Times. (2026). *Private capital giants: in retreat* [Grafik]. Bloomberg Veri Portalı ve Financial Times Analizi. Erişim adresi: <https://www.ft.com/content/45376d28-8a1c-4ac8-85f1-bfe8e885c501?syn-25a6b1a6=1> (Erişim tarihi: 18 Mart 2026)
- Fortune. (2025, Ekim 31). Meta's \$27 billion bet turns AI compute into Wall Street's hottest new investment. *Fortune*. <https://fortune.com/2025/10/31/metas-27-billion-bet-turns-ai-compute-into-wall-streets-hottest-new-investment/>
- Fritsch, L., Lim, W., Montag, A. ve Schmalz, M. C. (2021). Direct lending: Evidence from European and US markets. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3776770>
- Global Data Center Hub. (2025, Ekim 27). *Meta + Blue Owl's \$27B bet: Is this the US blueprint for financing AI data centers?* <https://www.globaldatacenterhub.com/p/meta-blue-owls-27b-bet-is-this-the>
- Haque, S., Jang, Y. S. ve Wang, J. J. (2025). Indirect credit supply: How bank lending to private credit shapes monetary policy transmission. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4674716>
- Haigh, A. (2026). *JPMorgan restricts private credit lending after markdowns*. Bloomberg News. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2026-03-11/jpmorgan-marks-down-private-credit-portfolios-ft-reports> (Erişim tarihi: 11 Mart 2026)
- Hellman & Friedman. (2022, Haziran 24). *Zendesk to be acquired by investor group led by Hellman & Friedman and Permira for \$10.2 billion* [Press release]. <https://hf.com/zendesk-to-be-acquired-by-investor-group-led-by-hellman-friedman-and-permira-for-10-2-billion/>
- Hesse, M., Lutz, E. ve Talmor, E. (2016a). Patent activity of start-ups and the structuring of venture lending contracts. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 12(7), 353–370. <https://doi.org/10.17265/1548-6583/2016.07.001>
- Hesse, M., Lutz, E. ve Talmor, E. (2016b). Venture capitalist reputation and the effect on venture lending contracts. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2764132>
- Hochberg, Y. V., Serrano, C. J. ve Ziedonis, R. H. (2014). Patent collateral, investor commitment, and the market for venture lending. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 42(1), 74–98. <https://doi.org/10.1111/etap.12154>
- Ibrahim, D. M. (2009). Debt as venture capital. *Illinois Law Review*, 2010(4), 1169–1210. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1456191>

- International Monetary Fund (IMF). (2024, Nisan). The rise and risks of private credit. *Global Financial Stability Report: The Last Mile* (Chapter 2). <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/GFSR/2024/April/English/ch2.pdf>
- Irani, R. M., Iyer, R., Meisenzahl, R. R. ve Peydró, J. (2018). The rise of shadow banking: Evidence from capital regulation. *The Review of Financial Studies*, 34(5), 2181–2235. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhaa106>
- Ivashina, V. ve Vallée, B. (2020). Weak credit covenants. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3259664>
- Karoui, L. ve Cazaubieilh, G. (2026). *Private credit's other lanes still offer value*. PIMCO. <https://www.pimco.com/gbl/en/insights/private-credits-other-lanes-still-offer-value>
- Kirkland & Ellis LLP. (2025, Ekim). *Kirkland represents Blue Owl on joint venture with Meta to develop Hyperion data center* [Press release]. <https://www.kirkland.com/news/press-release/2025/10/kirkland-represents-blue-owl-on-joint-venture-with-meta-to-develop-hyperion-data-center>
- Lalafaryan, N. (2024). Private credit: A renaissance in corporate finance. *Journal of Corporate Law Studies*, 24(1), 41–95. <https://doi.org/10.1080/14735970.2024.2312631>
- Loumioti, M. (2019). Direct lending: The determinants, characteristics and performance of direct loans. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3323049>
- Meta Platforms, Inc. (2025, July 31). *Quarterly report on Form 10-Q*. U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/edgar/browse/?CIK=1326801>
- Meta Platforms, Inc. (2025, October 21). *Meta announces joint venture with funds managed by Blue Owl Capital to develop Hyperion data center* [Press release]. <https://investor.atmeta.com/investor-news/press-release-details/2025/Meta-Announces-Joint-Venture-with-Funds-Managed-by-Blue-Owl-Capital-to-Develop-Hyperion-Data-Center/default.aspx>
- Munday, S., Hu, W., True, T. ve Zhang, J. (2018). Performance of Private Credit Funds: A First Look. *Journal of Alternative Investments*, 21, 31–51. <https://doi.org/10.3905/jai.2018.21.2.031>
- Pozsar, Z., Adrian, T., Ashcraft, A. B. ve Boesky, H. (2010). *Shadow banking* (Staff Report No. 458). Federal Reserve Bank of New York. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1640545>
- Reuters. (2021, Temmuz 1). *U.S. software provider Articulate raises \$1.5 billion in funding*. Yahoo Finance. <https://finance.yahoo.com/news/u-software-provider-articulate-raises-115613208.html>
- S&P Global Market Intelligence. (2025). *The rise of private credit in big tech infrastructure: The Meta-Blue Owl case study*. <https://www.spglobal.com/marketintelligence/>
- Sermaye Piyasası Kurulu (SPK). (2014, Ocak 2). Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.4). *Resmî Gazete* (Sayı: 28870). <https://www.mevzuat.gov.tr/File/GeneratePdf?mevzuatNo=19220&mevzuatTur=Tebliğ&mevzuatTertip=5>
- Stiglitz, J. E. ve Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *American Economic Review*, 71(3), 393–410.
- TechCrunch. (2023, Ekim 8). *Zendesk emerges from last year's turbulence with strong outlook*. <https://techcrunch.com/2023/10/08/zendesk-strong-outlook/>
- Tykvová, T. (2017). When and why do venture-capital-backed companies obtain venture lending? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(3), 1049–1080. <https://doi.org/10.1017/S002210901700021X>

- U.S. Securities and Exchange Commission. (n.d.). *Rule 144A — Private resales of securities to institutions*. 17 C.F.R. § 230.144A. <https://www.sec.gov/rules/final/33-6862.htm>
- Warburton, A. (2021). Business development companies: Venture capital for retail investors. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3831818>
- Yahoo Finance. (2022, Ekim 20). *Large private debt funds turn away from oversized debt deals*. PitchBook LCD. <https://finance.yahoo.com/news/large-private-debt-funds-turn-050000628.html>
- Yin, R. K. (2018). *Case study research and applications: Design and methods* (6. bs.). Sage.
- Zendesk, Inc. (2022, Haziran 24). *Zendesk to be acquired by investor group led by Hellman & Friedman and Permira for \$10.2 billion* [Press release]. Business Wire. <https://www.businesswire.com/news/home/20220624005233/en/Zendesk-to-Be-Acquired-by-Investor-Group-Led-by-Hellman-Friedman-and-Permira-for-10.2-Billion>

Research Article

İnovasyonun Finansmanında Yeni Kaldıraç Olarak Özel Krediler: Vakalar Işığında Fırsat ve Risk Analizi

*Private Credit as a New Leverage in Financing Innovation: Opportunity and Risk
Analysis Drawing on Case Evidence*

Ahmet Rutkay ARDOĞAN

Dr. Öğr. Üyesi, İstanbul Beykent Üniversitesi

İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi

rutkayardogan@beykent.edu.tr

<https://orcid.org/0000-0003-4936-0691>

Extended Summary

The global financial system is currently navigating a profound structural transformation, primarily driven by the tightening capital constraints of Basel III and IV regulations and a general contraction in the risk appetite of traditional banks. As banks retreat from riskier lending, a new financial paradigm has emerged in the form of “private credit”, which has rapidly become a critical lever for financing innovation, particularly in sectors with limited tangible assets but immense growth potential like software and artificial intelligence. Private credit refers to non-public debt financing provided by non-bank financial institutions, such as specialized funds and Business Development Companies (BDCs), rather than traditional commercial banks or public bond markets. This sector is widely categorized as a subbranch of the shadow banking system because it operates outside the direct oversight of central bank deposit insurance and traditional regulatory frameworks. The rise of this industry over the last decade reflects a fundamental shift in how corporate debt is supplied, with private credit now serving as a sophisticated “lending technology” tailored to borrowers who find traditional bank models insufficient for their specialized needs.

The institutional architecture of the private credit market relies heavily on a symbiotic relationship between Business Development Companies (BDCs) and Special Purpose Vehicles (SPVs). BDCs function as the primary investment platforms, allowed by law to collect liquidity from both institutional investors and public stock exchanges while maintaining a “permanent capital base” that avoids the fixed lifespans typical of traditional private equity funds. To manage risk and optimize capital efficiency, these BDCs often utilize SPVs as legal “operational cells” or “shields”. When a BDC provides a large loan to a tech firm, it typically packages that debt within an independent SPV, isolating the risk from the BDC’s main balance sheet. This structure not only protects the lender in the event of a default but also allows the BDC to use the SPV as collateral to borrow more cheaply from traditional banks, thereby creating a cycle of “leverage on leverage” that fuels further innovation. However, this complexity introduces significant transparency issues, as SPVs often lack public reporting requirements, making it difficult to assess the true total indebtedness of the private credit system.

The practical application of these mechanisms is best illustrated through high-profile cases in the technology sector, where traditional concepts of collateral are being digitized. A landmark example is the 2025 joint venture between Meta Platforms and funds managed by Blue Owl Capital. In a \$27 billion deal—the largest private credit transaction in history—Meta utilized an off-balance-sheet SPV structure to finance a massive data center campus. By doing so, Meta effectively indexed the debt risk to the cash flows of the physical assets rather than its corporate balance sheet, allowing for massive infrastructure expansion without traditional equity dilution. This case represents a paradigm shift where AI compute infrastructure becomes a securitizable asset class.

Another revolutionary model of “hardware-backed” financing is seen in CoreWeave, which secured \$12.9 billion in debt by using NVIDIA H100 GPUs directly as collateral. While traditional banks view high-tech hardware as a rapidly depreciating risk, private credit lenders like Blackstone recognize the

high secondary market liquidity and supply constraints of these chips as a form of risk mitigation. This approach has transformed GPUs into a dynamic financial instrument, providing the capital necessary for AI startups to train large-scale models. Similarly, Applied Digital has financed its high-performance computing “factories” through project-specific SPVs. Unlike CoreWeave, however, Applied Digital’s collateral is based on the long-term contract cash flows generated by the facilities rather than just the hardware itself, demonstrating the flexibility of private credit in tailoring collateral packages to specific operational profiles.

In the software domain, the shift in lending criteria is even more pronounced, as seen in the \$5 billion financing of Databricks in 2025. Traditional banking models require historical operational profitability, a hurdle that many high-growth SaaS firms cannot clear. Private credit funds instead utilized Databricks’ Annual Recurring Revenue (ARR) and customer contract strength as the primary indicators of creditworthiness. This “software-based borrowing” allows companies with negative operational profits but high growth to access massive capital for product development and market expansion. This model was also applied to Articulate Global, a mature e-learning company that had grown organically for nearly two decades before securing \$1.5 billion in private credit to accelerate its international scaling. By opting for private debt over an equity round, Articulate was able to fuel inorganic growth while avoiding the dilution of its existing ownership.

Furthermore, the Zendesk case illustrates private credit’s role as an engine for corporate transformation through leveraged buyouts (LBOs). In 2022, a consortium of private credit funds provided a \$5 billion “unitranche” loan to support the \$10.2 billion acquisition of Zendesk to take it private. This unitranche model simplifies the borrowing process by combining all debt into a single layer with one interest rate, providing the borrower with a more predictable obligation profile. This transaction proved that private credit could step in even when public bond markets are frozen due to aggressive interest rate hikes, serving as a vital liquidity source for large-scale corporate restructuring.

Despite these opportunities, the rapid expansion of the private credit market to approximately \$1.8 trillion by 2024 has introduced systemic risks. One major concern is the high degree of capital concentration, with the top ten fund managers controlling nearly 45% of the total committed capital in the U.S. market. This concentration means that a significant shock to any of these “shadow banking giants” could have widespread repercussions across the entire financial system. Furthermore, there is a paradox in the regulatory environment: while banks are discouraged from direct risky lending, they are instead providing massive credit lines to private credit funds. Major institutions like Wells Fargo have exposed tens of billions of dollars to these funds, meaning the banking system remains indirectly tied to high-risk corporate borrowers through a layer of non-bank intermediaries. If the underlying tech firms struggle, the resulting defaults could travel back up the chain to the very banks the regulations were meant to protect.

The “Golden Age” of private credit, characterized by low interest rates and abundant liquidity from 2021 to early 2025, appears to be transitioning into a more volatile phase. By early 2026, rising borrowing costs and tighter financial conditions led to a structural consolidation in the market, with total valuation for major players dipping toward the \$400 billion level after peaking at \$700 billion. This era of “easy money” has been replaced by a focus on portfolio optimization and operational efficiency. Additionally, there is a significant risk of “sectoral homogenization”, as many BDC portfolios have seen their exposure to software and technology rise to nearly 25%, creating a lack of diversification that could prove disastrous if the tech sector faces a synchronized downturn.

In conclusion, private credit has evolved from a niche alternative into the primary engine of financing for the modern digital economy. By digitizing the concept of collateral and moving from static asset assessments to dynamic, revenue-based evaluations, these non-bank lenders have bridged a critical financing gap left by traditional institutions. However, the lack of transparency in SPV structures, the high concentration of capital, and the indirect but heavy exposure of the traditional banking system to these funds necessitate greater regulatory vigilance. As the market enters a period of consolidation and maturity in 2026, the resilience of these “lending technologies” will be tested, determining whether private credit remains a stable pillar of innovation or a source of systemic fragility.