# M&A PLAYBOOK

by VARDAR | ŞANLI

No.9

## SÖZLEŞME MEKANİKLERİ

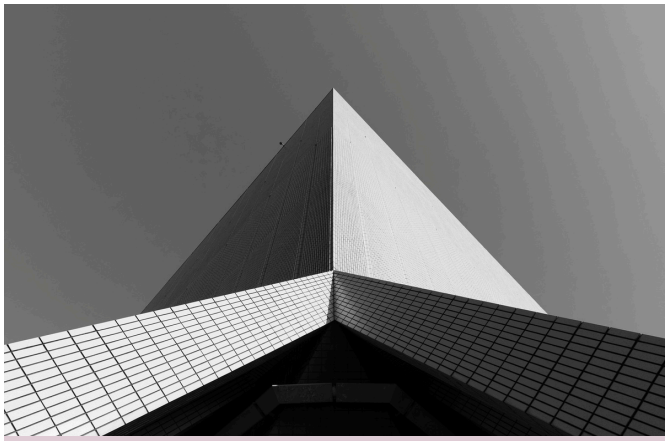
Şirket İşlemlerine İlişkin Pratik İçgörüler

# ÖNEMLİ OLUMSUZ DEĞİŞİKLİKLER

Birleşme ve devralma işlemlerinde pay alım ve satım sözleşmesinin imzalanması ile işlemin tamamlanması arasında geçen süre, taraflar açısından çeşitli hukuki ve ticari riskleri beraberinde getirmektedir. Özellikle düzenleyici kurum onaylarının alınması, finansman koşullarının yerine getirilmesi veya diğer kapanış şartlarının tamamlanması için gereken süre içerisinde hedef şirketin finansal durumunda, faaliyetlerinde veya ticari beklentilerinde önemli değişiklikler meydana gelebilmektedir.

Bu kapsamda, uygulamada Önemli Olumsuz Değişiklik (Material Adverse Change) ("***MAC***") olarak adlandırılan hükümler, imza ile kapanış arasında ortaya çıkabilecek olumsuz gelişmelerin taraflar arasındaki risk dağılımına etkisini düzenleyen önemli sözleşmesel mekanizmalar arasında yer almaktadır. Bu hükümler, belirli koşulların gerçekleşmesi halinde alıcıya işlemi tamamlamaktan kaçınma veya sözleşmeyi sona erdirme imkânı tanıyabilmektedir.

Bununla birlikte, her ekonomik olumsuzluk veya hedef şirketin performansındaki düşüş MAC teşkil etmemektedir. Bu kapsamda, meydana gelen değişikliğin niteliği, hedef şirket üzerindeki etkisinin ağırlığı ve sürekliliği ile sözleşmede öngörülen risk dağılımı önem taşımaktadır.



MAC hükümleri, genel olarak hedef şirketin faaliyetleri, varlıkları, finansal durumu veya faaliyet sonuçları üzerinde önemli ölçüde olumsuz etki doğuran ya da doğurması makul olarak beklenen gelişmeleri tanımlamaktadır.

Bu hükümler M&A sözleşmelerinde farklı işlevler üstlenebilmektedir. Öncelikle MAC meydana gelmemiş olması, alıcının işlemi tamamlama yükümlülüğünün bir ön koşulu olarak düzenlenebilmektedir. Ayrıca satıcının beyan ve tekeffüllerinin doğruluğunun değerlendirilmesinde ölçüt olarak kullanılabilmektedir.

**MAC hükümlerinin kapsamı**, işlemin niteliğine, hedef şirketin faaliyetlerine ve taraflar arasında kararlaştırılan risk dağılımına göre belirlenmektedir. Bu kapsamda alıcı, hedef şirketin finansal durumu, faaliyetleri veya gelecekteki performansı üzerinde önemli olumsuz etkiler doğurabilecek gelişmelerin MAC tanımına dahil edilmesini tercih ederken satıcı, söz konusu tanımın mümkün olduğunca sınırlandırılmasını ve işlemin tamamlanmasına ilişkin belirsizliklerin azaltılmasını amaçlamaktadır. Bu doğrultuda, genel ekonomik koşullardaki değişiklikler, finansal piyasalardaki dalgalanmalar, mevzuat değişiklikleri ve sektörel gelişmeler gibi hedef şirkete özgü olmayan riskler MAC tanımının dışında tutulabilmektedir. Bununla birlikte, bu gelişmelerin hedef şirketi benzer faaliyetlerde bulunan diğer teşebbüslere kıyasla orantısız ölçüde etkilemesi halinde ilgili istisnaların uygulanmayacağı da kararlaştırılabilmektedir. Ayrıca, olumsuz değişikliğin hangi koşullarda esaslı kabul edileceğinin belirlenmesi amacıyla finansal göstergeler, faaliyet sonuçları veya belirli ticari gelişmeler sözleşmede objektif ölçütler olarak düzenlenebilmektedir.

**Türk hukuku bakımından**, özel olarak MAC hükümlerini düzenleyen bir kanuni hüküm bulunmamakla birlikte, 6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu'nun ("**TBK**") 26. maddesinde düzenlenen sözleşme özgürlüğü ilkesi çerçevesinde, tarafların önemli olumsuz değişikliklerin kapsamını ve bunlara bağlanacak hukuki sonuçları sözleşmeyle belirlemeleri mümkündür. Bu doğrultuda MAC hükümleri, işlemin tamamlanmasına ilişkin bir kapanış koşulu, sözleşmenin sona erdirilmesine imkân tanıyan bir düzenleme veya beyan ve tekeffüllerin değerlendirilmesinde esas alınacak bir önemlilik ölçütü olarak öngörülebilmektedir. MAC hükümleri, TBK madde 138'de düzenlenen aşırı ifa güçlüğü kurumu ile benzer bir amaca hizmet edebilmekle birlikte, hukuki nitelikleri ve uygulanma koşulları bakımından farklılık göstermektedir. Aşırı ifa güçlüğü, kanunda öngörülen şartların gerçekleşmesi halinde sözleşmenin değişen koşullara uyarlanmasına veya belirli durumlarda sona erdirilmesine imkân tanırken MAC hükümleri, tarafların işlem kapsamında üstlenecekleri riskleri ve bu risklerin gerçekleşmesi halinde doğacak sonuçları önceden sözleşmesel olarak belirlemelerini sağlamaktadır.

Bu çerçevede, özellikle Türkiye'de gerçekleştirilen birleşme ve devralma işlemlerinde döviz kuru dalgalanmaları, enflasyon, finansman koşullarındaki değişiklikler ve düzenleyici gelişmelerin MAC kapsamında nasıl değerlendirileceğinin açıkça düzenlenmesi önem taşımaktadır. Böylece taraflar, sözleşmenin imzalanması ile kapanış arasındaki dönemde ortaya çıkabilecek belirsizlikleri azaltarak işlemin tamamlanmasına ilişkin hukuki öngörülebilirliği artırabilmektedir.

**Sonuç olarak** MAC hükümleri, birleşme ve devralma işlemlerinde sözleşmenin imzalanması ile kapanış arasındaki dönemde ortaya çıkabilecek önemli olumsuz gelişmelerin taraflar arasındaki risk dağılımına etkisini düzenleyen önemli sözleşmesel mekanizmalardan biridir. Bu hükümlerin kapsamının ve uygulanma koşullarının açıkça belirlenmesi, alıcının işlemi tamamlamaktan kaçınabileceği durumların öngörülebilir olması ve taraflar arasında doğabilecek uyuşmazlıkların önlenmesi bakımından önem taşımaktadır.

MAC tanımının, sözleşmesel istisnaların ve kapanış koşullarının işlemin niteliği ile tarafların ticari beklentileri dikkate alınarak düzenlenmesi gerekmektedir. Özellikle ekonomik belirsizliklerin ve değişen piyasa koşullarının M&A işlemleri üzerindeki etkisi göz önünde bulundurulduğunda, MAC hükümlerinin işlem özelindeki riskleri karşılayacak şekilde yapılandırılması, tarafların menfaatlerinin dengelenmesine ve işlem güvenliğinin sağlanmasına katkıda bulunmaktadır.

