

## YENİ BİR ALTERNATİF YATIRIM ARACI: BİRLEŞME AMAÇLI ORTAKLIKLAR

*Av. Derin ALTAN\** / *Av. Nil ACAR\*\**

### ÖZET

20'inci yüzyılın sonunda alternatif bir yatırım aracı olarak ortaya çıkan birleşme amaçlı ortaklıklar, özellikle Amerika Birleşik Devletleri sermaye piyasalarında yaygın bir uygulama alanı ile karşılaşmıştır. Özellikle 2000'li yıllar ile birlikte, ABD'de toplam birincil halka arz rakamlarında belirgin bir paya sahip olmaya başlayan birleşme amaçlı ortaklıklar, Avrupa'da piyasasına girmiştir. Girişim sermayesi fonlama modeline benzer bir faaliyet ve yatırım stratejisi ile hareket eden birleşme amaçlı ortaklıklarda, satın alma amaçlı bir şirket kurulmakta ve bu şirket sermaye artırımını ile paylarını halka arz etmekte ve önceden belirlenen bir süre içerisinde başka bir şirketi satın almakta veya bu şirketle birleşmekte ve bu işlemleri yatırımcıların korunması için çeşitli koruma mekanizmaları kapsamında gerçekleştirmektedir. Yurtdışında özel amaçlı satın alma şirketi (*special purpose acquisition company*) olarak anılan bu yapıda yüksek profilli ve tanınırlığa sahip girişimciler veya sponsorlar tarafından şirket kurulmakta ve birincil halka arz ile elde edilen fonlar kullanılarak uygun bir iş imkanı aranmaktadır. 24.12.2013 tarih ve 28861 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan II-23.1 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği ile ülkemiz sermaye piyasası hukukuna da giren birleşme amaçlı ortaklıklar konusunda mevcut durumda henüz bir ihraç gerçekleşmemiştir.

---

\* İstanbul Barosu Avukatı

\*\* İstanbul Barosu Avukatı

**Anahtar Kelimeler**

Birleşme amaçlı ortaklık, sermaye piyasası, girişim sermayesi

**ABSTRACT**

Special purpose acquisition companies emerging as at the end of 20<sup>th</sup> century as an alternative investment vehicle had a prevalent application in capital markets of the United States. By 2000s, special purpose acquisition companies, which started to occupy a recognizable portion of initial public offerings in United States, had also emerged into European capital markets. Under the special purpose acquisition company investment model which has similar features to venture capital funding model and functions with an investment strategy, initially a special purpose acquisition company is incorporated and is offered to public via a capital increase followed by a takeover of a non-public company within a prescribed period of time. Such transactions are carried out under various protection mechanisms intending to protect investors. Under this structure, the company is incorporated by high profile and reputable entrepreneurs or sponsors and the funds gathered through the initial public offering are utilized to find a suitable investment. By the enactment of the Communiqué on Common Principles of Material Transactions and Retirement Right Communiqué II-23.1 under the Registry Gazette dated December 24, 2013 and numbered 28861, acquisition purpose companies which have not yet been subject to an issuance were also regulated in our country.

**Keywords**

Special purpose acquisition company, capital markets, venture capital

## GİRİŞ

Aralık 2013 tarihinde Atlas Mara Co-Nvest Limited isimli, British Virgin Adalarında kurulu bir şirket birincil halka arzından 325 milyon ABD Doları fon elde etti<sup>1</sup>. Yaklaşık 733 milyon Türk Lirası tutarında fon elde edilen bu birincil halka arz, Borsa İstanbul'da son 10 yılda gerçekleşen 150 birincil halka arz arasında, elde edilen fon bakımından 9'uncu sıraya yerleşebilirdi. Peki Atlas Mara Co-Nvest Limited'in faaliyet konusu, gelirleri, varlıkları ne idi? Yaklaşık hiçbir şey. Birincil halka arzından yaklaşık 1 ay önce kurulan Atlas Mara Co-Nvest Limited'in halka arz anında herhangi bir varlığı, faaliyeti, gelir kaynağı bulunmamaktaydı. Tek kaynağı, yıllarca Barclays bankasının en üst düzeyde yöneticiliğini yapan Bob Diamond tarafından yönetilen yönetim ekibiydi. Atlas Mara Co-Nvest Limited'in başarılı birincil halka arzı, önemli bir alternatif yatırım aracının mükemmel bir örneğini teşkil etmektedir: birleşme amaçlı ortaklık veya karşılaştırmalı hukukta anıldığı şekilde özel amaçlı satın alma şirketi (*special purpose acquisition company*).

Karşılaştırmalı hukukta anıldığı şeklinde de anlaşılabilceği gibi, özel amaçlı satın alma şirketleri belirli bir amacı gerçekleştirmek için kurulurlar. Bu amaç faaliyetleri bulunan ve operasyonel ancak halka açık olmayan bir veya birkaç ortaklığı tespit edip, bunlara belirli bir süre içerisinde (genelde 18 veya 24 ay olarak belirlenmektedir) yatırım yapmaktır. Bu amacı gerçekleştirmek için de sermaye artırımını vasıtasıyla paylarını halka arz edip, yatırımcılardan fon toplarlar. Halka açık olmayan ortaklıklara yapılacak olan yatırım bir genel kurul yoluyla birleşme amaçlı şirketin yatırımcıları tarafından onaylanmalıdır. Belirlenen zaman diliminde bir hedef şirketin bulunmaması halinde veya teklif edilen tüm yatırımların yatırımcılar tarafından genel kurulda reddedilmesi halinde, birleşme amaçlı ortaklığın hukuki varlığı son bulur ve yediemin hesabındaki sermayenin yatırımcılara geri verilmesi yoluyla birleşme amaçlı ortaklık tasfiye olur. Birleşme amaçlı ortaklıklara yapılan yatırımlar, birleşme amaçlı ortaklığın yatırım sürecine

---

<sup>1</sup> Blas, Javier: Bob Diamond's Africa fund Atlas Mara raises \$325m, Financial Times, 17 Aralık 2013.

kadar, kısmi sermaye geri dönüşü garantili yatırımlar olarak addedilmektedir<sup>2</sup>.

6762 sayılı Mülga Türk Ticaret Kanunu, 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu, 2499 sayılı Mülga Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili mevzuatı veya 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda özel bir düzenlemesi bulunmayan birleşme amaçlı ortaklıklar, ülkemiz sermaye piyasası hukukuna ilk defa 24.12.2013 tarih ve 28861 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan II-23.1 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği ile girmiştir.

Bu makalemiz kapsamında birleşme amaçlı ortaklıkların ortaya çıkış amacı konusunda kısa bilgi verilecek ve akabinde birleşme amaçlı ortaklıkların genel olarak yapısında bulunan temel unsurlar ve işleyiş süreci açıklanacaktır. Akabinde birleşme amaçlı ortaklık kavramı, girişim sermayesi ile kısaca karşılaştırılacak ve ülkemiz sermaye piyasası hukukunda yer alan birleşme amaçlı ortaklık düzenlemelerine kısaca değinilecektir.

### 1. Birleşme Amaçlı Şirketlerinin Temel Özellikleri

Hukuki tanımı bir kenara bırakıldığında, birleşme amaçlı ortaklıklar halka arz esnasında kamuya açıklanan belgeler kapsamında önceden belirlenmiş belirli bir süre ve yatırım stratejisine bağlı kalmak kaydıyla, payları borsada işlem görmeyen bir şirket ile birleşme veya devralma işlemi gerçekleştirmek amacıyla kurulan ve bu amacı gerçekleştirmek dışında herhangi bir faaliyeti olmayan şirkettir. Birleşme amaçlı ortaklıkların bilançolarında temel varlıkları birincil halka arzdan elde ettikleri nakit fonlardır. Kısaca birincil halka arz ile ters birleşme (*reverse merger*) karışımı bir yapı olarak adlandırılan bu kıyasen yeni yatırım alternatifi, sermaye piyasalarına fon sağlamak üzere tasarlanmıştır<sup>3</sup>.

<sup>2</sup> **Cumming**, Douglas J./**Hass**, Lars Helge/**Schweizer**, Denis: The Fast Track IPO - Success Factors for Taking Firms Public with SPACs (September 11, 2012). *Journal of Banking and Finance*, Forthcoming, s. 2.

<sup>3</sup> **Rader**, Bruce/**Bürca**, Shane de: SPACs: A Sound Investment or Blind Leap of Faith?, *Journal of Taxation of Financial Products*, Vol. 6:2, 2006, s. 17.

### **a. Yönetim Ekibinin Önemi**

Birleşme amaçlı ortaklıklar, yüksek profile sahip ve ticari itibarları yüksek kurucular tarafından kurulmakta ve yönetilmektedir<sup>4</sup>. Bu yönetim takımı, birleşme amaçlı ortaklığın halka arz izahnamesinde yer alan açıklamalar dahilinde bir veya birkaç hedef şirket ile birleşme veya devralma işlemi gerçekleştirmek amacıyla birleşme amaçlı ortaklığı yönetmektedir. Yönetim takımının ticari itibarı sayesinde yatırımcılar bu şirketlerin birincil halka arzına katılmaktadır. Birleşme amaçlı ortaklığın yönetim ekibinin önemli olmasının sebebi, onun çok önemli bir görev ile yetkilendirilmiş olmasıdır: doğru ve uygun bir birleşmeyi gerçekleştirecek başarılı bir hedef şirket bulmak<sup>5</sup>. Burada uluslararası literatürde bir analogi kullanılmış ve birleşme amaçlı ortaklıklar ile “atın değil, jokeyinin desteklediği” belirtilmiştir<sup>6</sup>.

Örnek olarak yukarıda da bahsedildiği üzere Atlas Mara Co-Nvest Limited yönetim ekibi Barclays bankasında üst düzey görevleri senelerce üstlenmiş Bob Diamond tarafından yönetilmekteydi. Benzer olarak İtalya’daki ilk birleşme amaçlı ortaklık olan Italyl Investment S.A.’nın yönetim ekibi ise Avrupa’nın en önemli üç yönetim danışmanlık firmalarından birinin kurucusu olan Dr. Roland Berger tarafından yönetilmekteydi.

### **b. Yatırımcıların Korunması Mekanizmaları**

Birleşme amaçlı ortaklıklarda, birincil halka arzdan elde edilen fonlar bir emanet hesapta tutulmak suretiyle korunur ve hedef şirkete yapılacak olan yatırım haricinde kullanılamaz. Böylece yatırımcıların gerçekleştirmiş olduğu yatırımın korunması sağlanır. Zira önceden belirlenen süre içerisinde hedef şirkete yatırım yapılamazsa, emanet hesapta yer alan nakit fon, yatırımcılara sermayedeki payları oranında iade edilecektir. Aynı zamanda, bir-

<sup>4</sup> UKLA Technical Note, Financial Services Authority, Special Purpose Acquisition Companies, REF: UKLA/TN/420.1, s. 1.

<sup>5</sup> **Rierner**, S. Daniel: Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and SPAN, or Blank Check Redux?, *Washington University Law Review*, Vol. 85:931, s. 952.

<sup>6</sup> **Ellenoff**, Douglas S./**Neuhauser**, Stuart: SPACs: Backing the Jockey, Not the Horse, *Equities Magazine*, Aralık 2006, s. 36.

leşme veya devralma işlemi önceden belirlenen süre içerisinde gerçekleşse bile, hedef şirket ile yapılacak olan yatırım işlemine karşı çıkan pay sahiplerinin de payları bu nakit fonlar kullanılmak vasıtasıyla devralınacaktır.

### **c. Hedef Şirket Bakımından Avantajlar**

Birleşme amaçlı ortaklıkların hedef şirket bakımından en büyük avantajlarından biri, ters birleşmeler (*reverse merger*) gibi (a) yüksek derecede düzenleyici kurum denetlemelerine tabi değildir, (b) daha az hukuki hazırlık gerektirirler ve bu sebeple doğrudan ve dolaylı masrafları daha düşüktür, (c) piyasa riskini daha az taşırlar ve (d) şirket yönetiminin katılımını daha az gerektirirler (örneğin yerinde tanıtım toplantıları bulunmamaktadır)<sup>7</sup>. Burada en önemli husus ters birleşmeler gibi, birleşme amaçlı ortaklıkların piyasa riskini daha az taşımaları ve “birincil halka arz aralıkları” (*IPO Windows*) olarak tanımlanan piyasa koşullarının uygun olduğu vakitlere daha az duyarlı olmasıdır<sup>8</sup>.

Böylece hedef şirketin halka açılma konusunda piyasa riskini, halka arzın son anına kadar aylarca taşınması gerekmemektedir. Buna ek olarak hedef şirkete yapılan yatırım sonunda, hedef şirkete saygın bir yatırımcı grubu yaptırım yapmış olacak ve özellikle birleşme amaçlı ortaklığın yalnızca nakit varlığı bulunması sebebiyle (girişim sermayesi şirketleri gibi borçları bulunmamaktadır), hedef şirkete ciddi bir nakit sağlanacaktır.

### **d. Yatırımcılar ile Ortak Hedefler**

Birleşme amaçlı ortaklığın önemli özelliklerinden biri de birincil halka arzda birleşme amaçlı ortaklığa yatırım yapan yatırımcılar ile kurucuların ortak hedeflere sahip olacak şekilde düzenlenmesidir. Özellikle uzun vadede değer yaratma potansiyeline sahip güçlü bir hedef şirketin tespit edilmesi, birincil halka arzda birleşme amaçlı ortaklığa yatırım yapan yatırımcılar gibi kurucuların da hedefidir. Zira kurucular da yaptıkları yatırım ve aldıkları risk çerçevesinde hedef şirket ile birleşme sonrasında yapacakları pay satışları ile

<sup>7</sup> Floros, I. V./Travis S., Shell Games: On the Value of Shell Companies, *Journal of Corporate Finance* 17, s. 850-867.

<sup>8</sup> Cumming/Hass/Schweizer, *a.g.e.*, s. 1.

gelir elde edecektir. Bu sebeple yatırımcılar gibi kurucuların da elde edeceği gelirler, birleşme amaçlı ortaklığın hedef şirket ile birleşmesi neticesinde oluşacak performansa bağlıdır. Birleşme amaçlı ortaklıklarda sıklıkla kullanılan ortaklık varantları<sup>9</sup> da birleşme sonrası hedef şirketin performansına bağlı bir şekilde gelir getirecektir. Ayrıca kurucuların sahip olduğu birleşme amaçlı ortaklık payları ve ortaklık varantları emanet hesapta tutulduğu ve ancak belirli zamanlarda likiditeye dönüştürülebildiği için, kurucuların yatırımları hedeflerinin tüm yatırımcılarla aynı olması durumu bulunmaktadır<sup>10</sup>.

## 2. Birleşme Amaçlı Ortaklıklar Hakkında Temel Veriler

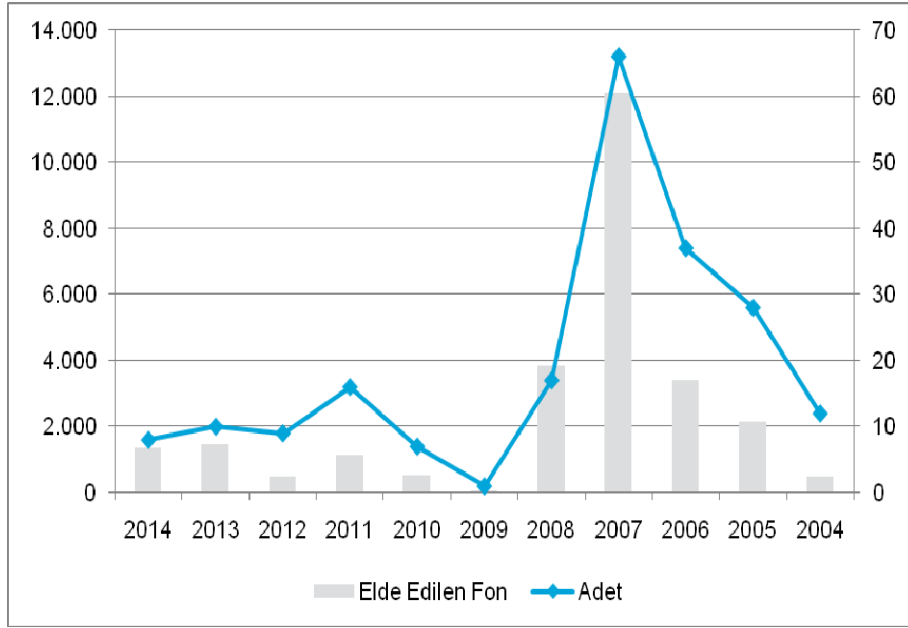
Birleşme amaçlı ortaklıkların uluslararası sermaye piyasaları bakımından önemini açıklamak amacıyla, makalemizde birleşme amaçlı ortaklıklara ilişkin bazı temel verilere yer vermeyi uygun görmekteyiz.

Aşağıda yer alan grafikte, 2004 ila 2014 yılları arasında halka arz edilen birleşme amaçlı ortaklık adedi ile, her yıl bu halka arzlardan elde edilen toplam gelir (milyon ABD doları şeklinde) yer almaktadır. Kolayca görüleceği üzere, 2007'de en yüksek noktaya çıktıktan sonra özellikle 2008 yılında yaşanan küresel krizinde etkileriyle 2008, 2009 ve 2010 yıllarında birleşme amaçlı ortaklık halka arzlarında büyük bir düşüş yaşanmış ve ancak geçtiğimiz yıllarda az da olsa bir canlanma görülmüştür.

---

<sup>9</sup> 10.9.2013 tarihli ve 28761 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan, VII-128.3 sayılı Varantlar ve Yatırım Kuruluşu Sertifikaları Tebliği çerçevesinde ortaklık varantları sahibine, vade tarihine kadar ya da vade tarihinde payları borsada işlem gören veya görecek olan kayıtlı sermaye sistemine tabi ihraççı paylarına veyahut payları borsada işlem gören herhangi bir ortaklığın paylarına ilişkin olarak ilgili tebliğde belirlenen uzlaşma yöntemlerinden birini talep etme hakkı veren ve ihraççılarca ilgili sermaye piyasası aracının halka arzı sırasında ihraç edilen sermaye piyasası aracı olarak tanımlanmıştır. Türkiye'de henüz ortaklık varantı ihracı gerçekleşmemiştir.

<sup>10</sup> **Berger**, Robert: SPACS: An Alternative Way to Access the Public Markets, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 20:3, 2008, s. 70.



*Kaynak:* SPAC Analytics. Fon verileri, milyon ABD Doları olarak sunulmuştur.

Aşağıda yer alan veriler ise, 2004 ila 2014 yılları arasında dünyada gerçekleşen birleşme amaçlı ortaklık birincil halka arzlarında elde edilen ortalama gelir (her yıl elde edilen toplam gelir, birleşme amaçlı ortaklık halka arz sayısına bölünerek elde edilmiştir) ile Borsa İstanbul'da ilgili yıldaki halka arzlardan elde edilen ortalama gelir ile karşılaştırılmıştır. Borsa İstanbul'da her yıl gerçekleşen halk arz adedi veya halka arz vasıtasıyla gerçekleşen özelleştirmelere göre verilerde sapma gerçekleşse de, görüleceği üzere, birleşme amaçlı ortaklıklar genellikle ülkemizde gerçekleşen halka arzlardan daha fazla gelir elde etmektedir. Borsa İstanbul'da gerçekleşen birincil halka arzlardan elde edilen ortalama gelirin daha yüksek olduğu yıllar, genellikle özelleştirmelerin veya devletin sahip olduğu şirketlerdeki payların satışlarının gerçekleştiği yıllardır (2005: Vakıfbank, 2007: Halkbank, 2008: Türk Telekom, 2010: Emlak Konut GYO).



Yıl	BAO Halka Arzlarından Elde Edilen Ortalama Gelir (Milyon, ABD Doları)	Borsa İstanbul'da Gerçekleşen Birincil Halka Arzlardan Elde Edilen Ortalama Gelir (Milyon, ABD Doları)
2014	164.8	10.1
2013	144.7	80.2
2012	53.2	18.6
2011	69.4	33.1
2010	71.8	95.6
2009	36.0	6.9
2008	226.0	938.5
2007	183.2	366.5
2006	91.5	62.0
2005	75.5	193.8
2004	40.4	40.2
<b>Total</b>	<b>126.6</b>	<b>98.7</b>

*Kaynak:* SPAC Analytics, Borsa İstanbul

Bu makalenin yazım tarihinde henüz Borsa İstanbul'da işlem görmekte olan bir birleşme amaçlı ortaklık bulunmamaktadır. Ayrıca bunun gerçekleşmesi için Borsa İstanbul'un kotasyon yönetmeliği de dahil olmak üzere çeşitli mevzuatları birleşme amaçlı ortaklıkların yapısı da göz önünde bulundurulmak suretiyle değiştirilmesi gerektiğini düşünmekteyiz.

### 3. Girişim Sermayesi ile Arasındaki Temel Yapısal Farklılıklar

Genel olarak girişim sermayeleri, gelişme potansiyeli olan firmalara uzun vadeli finansman sağlamanın yanı sıra, yönetim açısından da destek verilmesini içeren ve 1950'li yıllardan itibaren ABD ve diğer ülkelerde

yaygınlaşan modellerdir<sup>11</sup>. Birleşme amaçlı ortaklıklar, yapıları sebebiyle genellikle girişim sermayesi yatırım ortaklıkları ile karşılaştırılmaktadır. Ancak girişim sermayesi ile birleşme amaçlı ortaklıklar arasında özellikle işleyiş ve yatırımcıyı koruma nosyonları noktalarında önemli farklılıklar yer almaktadır.

Öncelikle girişim sermayesi işlemlerinde, genellikle yıllık ortalama %2.00 oranında bir yönetim ücreti alınmakta iken, birleşme amaçlı ortaklıklarda herhangi bir yönetim ücreti alınmamaktadır. Kısaca birleşme amaçlı ortaklıklarda kurucular (veya sponsorlar) yaptıkları yatırımın karşılığını, yönetim ücreti kesmek suretiyle şirketten almamakta, şirkete yatırım yapan yatırımcılar ile paralel bir şekilde birleşme amaçlı ortaklıktaki paylarını satmak suretiyle elde etmektedir. Ayrıca belirtmek gerekir ki, girişim sermayesi yatırımlarında fonun performansına bağlı olarak gelirlerin yaklaşık %20'si oranında bir performans primi alınmasına rağmen, birleşme amaçlı ortaklıkta gelire dayalı olarak kurucuların bir performans primi alması durumu yoktur.

Ayrıca girişim sermayesi işlemlerinde genellikle borçlanma işlemi (kredi veya borçlanma aracı ihracı yöntemi ile) de bulunmakta iken, birleşme amaçlı ortaklıklarda şirket herhangi bir şekilde borçlandırılmaz. Hatta birçok birleşme amaçlı ortaklık yapısında borçlanma aracı ihraç etmek veya kredi almak için yatırımcıların genel kurul vasıtasıyla izninin alınması gerekmektedir. Bu kapsamda birleşme amaçlı ortaklıklar, birincil halka arz kapsamında elde ettiği fonları kullanarak yatırım yapmak durumundadır.

Belki de girişim sermayesi ve birleşme amaçlı ortaklık arasındaki en önemli farklılıklar yatırımcıların korunmasına ilişkin uygulamalarda saklıdır. Öncelikle halka arzdan elde edilen fonlar, birleşme amaçlı ortaklıkta yatırım işleminin gerçekleşmesine kadar geçen süre içerisinde bir emanet hesapta tutulmakta ve yönetimin bu fonu kullanması engellenmektedir. Girişim sermayesinde ise bu tarz bir uygulama bulunmamaktadır. Buna ek olarak birleşme amaçlı ortaklıkta, hedef şirket ile yapılacak olan yatırımı onaylamayan bir yatırımcının, payını birleşme amaçlı ortaklığa satarak ortaklıktan çıkma hakkı bulunmakta ve böylece hedef şirketin seçiminde dolaylı da olsa

---

<sup>11</sup> Altas, Gökben: Satın Alma Amaçlı Şirketler, TSPAKB Gündem Dergisi, s. 18.

rolü olmaktadır. Böylece birleşme işlemine oy kullanmak suretiyle, birleşme amaçlı ortaklık yatırımcıları hedef şirketin seçiminde ve yapılacak yatırımda takdir hakkına sahiptir. Bu tarz bir koruma girişim sermayesinde bulunmaktadır.

#### 4. İlgili Sermaye Piyasası Mevzuatı Düzenlemeleri

##### a. Genel Olarak

Birleşme amaçlı ortaklık kavramı ülkemiz sermaye piyasası hukukuna ilk defa 24.12.2013 tarih ve 28861 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan II-23.1 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği (“Ayrılma Hakkı Tebliği”) ile girmiştir.

Ayrılma Hakkı Tebliği’nin 4’üncü maddesinin birinci fıkrasında birleşme amaçlı ortaklıklar aşağıdaki şekilde tanımlanmıştır:

*Birleşme amaçlı ortaklık, önceden belirlenmiş bir süre ve yatırım stratejisi doğrultusunda, halka arz sonrası oluşacak sermayesini temsil eden payların en az yarısını halka arz etmek ve sonrasında halka açık olmayan bir ortaklık ile birleşme amacı ile kurulan, bu amacı gerçekleştirmek haricinde herhangi bir faaliyeti olmayan, ana sözleşmesinde ve/veya halka açılma nedeniyle düzenlenen izahnamede belirtilen faaliyetler için halka arzdan elde ettiği gelirin azami yüzde onunu kullanarak bakiye kısmın önceden belirlenmiş süre içerisinde hedeflenen birleşme işleminin gerçekleşmemesi halinde kurucular dışındaki ortaklara iade edilmesi amacıyla mevduat, devlet iç borçlanma senedi ve benzeri yatırım araçlarından bir veya birden fazlasına yatırım yapmak suretiyle değerlendirmeyi taahhüt eden ve bu çerçevede gerekli nakit yönetim politikasını halka açılma nedeniyle düzenlenen izahnamede kamuya açıklayan, birleşme işleminin onaylandığı genel kurul toplantısında olumsuz oy kullanan pay sahiplerine ve birleşme amaçlı ortaklığın sona ermesi durumunda kurucular dışındaki tüm pay sahiplerine ait paylara yönelik olarak gönüllü geri alım işlemini izahnamede belirtilen esaslar çerçevesinde gerçekleştirecek olan ve ticaret unvanında birleşme amaçlı ortaklık ibaresi bulunan ortaklığı ... ifade eder.*

Yukarıda da görülebileceği üzere, ülkemiz sermaye piyasası mevzuatında birleşme amaçlı ortaklık, bu yatırım aracı tipine ilişkin özellikler, sınırlamalar ve yasaklar belirtilmek suretiyle tanımlanmıştır. Bu kapsamda Ayrılma Hakkı Tebliği'nde (ve aşağıda detaylı olarak açıklanacağı üzere, diğer tebliğlerde de) tanımlandığı şekilde birleşme amaçlı ortaklığın aşağıda yer alan özelliklere sahip olduğu söylenebilir.

- Yatırım stratejisi: Tanım uyarınca birleşme amaçlı ortaklıklar, önceden belirlenmiş bir süre ve yatırım stratejisi doğrultusunda halka arz işlemini gerçekleştirecek ve faaliyetlerini devam ettirecektir.
- Halka arz boyutu: Birleşme amaçlı ortaklıklar için asgari halka arz boyutu şartı öngörülmüştür. Bu çerçevede birleşme amaçlı ortaklıklar halka arz sonrası oluşacak sermayesini temsil eden payların en az yarısını halka arz etmek zorundadır. Burada önemli olan sermaye artırımını gerçekleştirecek olan bu halka arzda, halka arz sonrası oluşacak olan sermaye dikkate alınarak yüzde 50'lik hesaplamanın yapılacağıdır.
- Faaliyet amacı: Birleşme amaçlı ortaklıkların tek faaliyet amacı, halka arz sonrasında halka açık olmayan bir ortaklık ile birleşmektir. Burada önemli olan husus, halka açık bir ortaklık olacak birleşme amaçlı ortaklığın, halka açık olmayan bir ortaklık ile birleşmesi zorunluluğudur.
- Faaliyet konusu: Birleşme amaçlı ortaklıkların, yukarıda bahsedilen faaliyet amacını gerçekleştirmek haricinde herhangi bir faaliyeti olamayacaktır. Bu çerçevede ortaklık, potansiyel hedef şirketleri tespit etmek, bu hedef şirketler ile görüşmeler yapmak ve hukuki, finansal ve vergisel denetimini gerçekleştirmek, bu amaçla danışmanlar tutmak gibi faaliyetler gerçekleştirebilecektir. Bu faaliyetler birleşme amaçlı ortaklığın ana sözleşmesinde ve/veya halka açılma nedeniyle düzenlenen izahnamede belirtilecektir.
- İşletme sermayesi: Birleşme amaçlı ortaklıklar yukarıda belirtilen faaliyetler için halka arzdan elde ettiği gelirin azami yüzde onunu kullanabilecektir. Bu çerçevede Kurul, birleşme amaçlı ortaklığın halka arzdan elde ettiği geliri kötü niyetli bir şekilde kullanmasını haklı bir şekilde engellemiştir.

- Halka arzdan elde edilen fonun kullanım amacı: Yukarıda belirtilen işletme sermayesi dışında halka arzdan elde edilen bakiye kısım önceden belirlenmiş süre içerisinde hedeflenen birleşme işleminin gerçekleşmesi için kullanılacaktır. Kuşkusuz bahsi geçen bu sürenin önceden belirlenme işlemi birleşme amaçlı ortaklığın ana sözleşmesinde ve/veya halka açılma nedeniyle düzenlenen izahnamede yapılacaktır. Önceden belirlenen süre içerisinde hedeflenen birleşme işleminin gerçekleşmesi halinde, bu bakiye kısım kurucular (veya sponsorlar) dışındaki ortaklara iade edilecektir.
- Nakit yönetim politikası: Birleşme amaçlı ortaklığın, hedef şirket ile birleşme işleminin gerçekleşmesine kadar halka arzdan elde ettiği tutarı bir nakit yönetim politikası çerçevesinde değerlendirmesi ve bu nakit yönetim politikasını da halka açılma nedeniyle düzenlenen izahnamede kamuya açıklaması gerekmektedir. Nakit yönetim politikası çerçevesinde halka arzdan elde edilen gelir mevduat, devlet iç borçlanma senedi ve benzeri yatırım araçlarından bir veya birden fazlasına yatırım yapmak suretiyle değerlendirilebilir.
- Gönüllü geri alım işlemi: Birleşme işleminin onaylandığı genel kurul toplantısında olumsuz oy kullanan pay sahiplerine ve birleşme amaçlı ortaklığın sona ermesi durumunda kurucular dışındaki tüm pay sahiplerine ait paylara yönelik olan gönüllü geri alım işlemi izahnamede belirtilen esaslar çerçevesinde gerçekleştirilir.
- Ticaret unvanı: Birleşme amaçlı ortaklıkların ticaret unvanında birleşme amaçlı ortaklık ibaresi bulunması gerekmektedir. (Örneğin: Zirve Birleşme Amaçlı Ortaklık A.Ş.) Bu çerçevede yatırımcıların korunması ve yatırım yapılan aracın bir birleşme amaçlı ortaklık olduğunun açıkça belirlenmesi amaçlanmıştır. Şüphesiz, Borsa İstanbul kotuna alınması anında, birleşme amaçlı ortaklıkların *ticker* kodunda özel bir sembol dizilimi olması da gerekmektedir. Bu kapsamda gayrimenkul yatırım ortaklıklarının *ticker* kodunda “GYO” ibaresi bulunması gibi, birleşme amaçlı ortaklıklarda da “BAO” ibaresi bulunabilir.

Birleşme amaçlı ortaklıklara ilişkin olarak Ayrılma Hakkı Tebliği’nde yapılan ve daha sonra aşağıda detaylı olarak açıklanan diğer tebliğlerde de

yer alan tanım, birleşme amaçlı ortaklık kavramının sınırlarını çizmesi bakımından büyük önem taşımaktadır.

### ***b. Önemli Nitelikte İşlemler ve Ayrılma Hakkı Bakımından***

Yukarıda da belirtildiği üzere Ayrılma Hakkı Tebliği'nin 4'üncü maddesinin birinci fıkrasında birleşme amaçlı ortaklıklar tanımlanmıştır.

Akabinde Ayrılma Hakkı Tebliği'nin 'ayrılma hakkının doğmadığı hal-ler' başlıklı, 12'nci maddesinin birinci fıkrasının i bendinde birleşme amaçlı ortaklığı taraf olduğu birleşme ve sona erme işlemlerinde ayrılma hakkının doğmadığı belirtilmiştir.

### ***c. Birleşme İşlemleri Bakımından***

Ayrılma Hakkı Tebliği'ni takiben, 28.12.2013 tarihli ve 28865 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan II-23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği ("Birleşme Tebliği") kapsamında da birleşme amaçlı ortaklıklar hakkında düzenlemeler bulunmaktadır.

Hukuki açıdan birleşme işlemi "*en az bir ortaklığın, ortaklarının başka bir ortaklığa alınması karşısında, mal varlığı veya işletmesini aktif ve pasifleriyle bir bütün olarak o ortaklığa devrederek tasfiyesiz dağılması (devralma yoluyla birleşme); veyahut en az iki ortaklığın, ortaklarının yeni kurulan bir ortaklığa alınmaları karşılığında mal varlıkları veya işletmelerini aktif ve pasifleriyle birer bütün olarak, bu ortaklığa devrederek tasfiyesiz dağılmaları (yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme) sonucunda iki veya daha çok ortaklığın tek bir ortaklık durumuna gelmesi*" olarak tanımlanabilir<sup>12</sup>. Birleşme, ortaklıkların dışsal büyüme yöntemlerinden olup, genellikle farklı ortaklıklar arasında pazarı, sermayeyi, yönetimi, uzmanlığı veya bilgiyi birleştirmek ve bu surette bir sinerji yaratmak ve işletmenin piyasa değerini maksimize etmek üzere yürütülmektedir<sup>13</sup>. Birleşme amaçlı ortaklığın da nihai amacı yukarıda da ifade edildiği üzere halka açık olmayan bir

<sup>12</sup> **Türk**, Hikmet Sami: *Ticaret Ortaklıklarının Birleşmesi*, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayını, Ankara 1986, s. 37-38.

<sup>13</sup> **Kurnaz**, Hikmet: Sermaye Şirketlerinde Birleşmenin İktisadi ve Hukuki Sonuçları ile Yükümlülükleri, *Yaklaşım Dergisi*, Ekim 2015, s. 39.

şirketle birleşme gerçekleştirerek, yatırımcılarına halka arz sırasında verdiği taahhüdü gerçekleştirmektedir.

Birleşme Tebliği'nin 4'üncü maddesinin birinci fıkrasında birleşme amaçlı ortaklık, Ayrılma Hakkı Tebliği ile paralel bir şekilde tanımlandıktan sonra, 'birleşmeye ilişkin özellikli durumlar' başlıklı 12'nci maddede yer alan belli düzenlemelerden birleşme amaçlı ortaklıklar muaf tutulmuştur. Bu düzenlemeler genellikle payları borsada işlem gören şirketler (örneğin birleşme amaçlı ortaklık) ve payları borsada işlem görmeyen şirketlerin birleşmelerinde uygulanacak kurallara ilişkin olup, birleşme amaçlı ortaklıkların yalnızca halka açık olmayan ortaklıklarla birleşebilmesi sebebiyle, bu tip ortaklıkların yapacağı tüm birleşmeler için önemli düzenlemeler yer almaktadır.

Bu kapsamda, birleşme amaçlı ortaklıkların muaf olduğu birleşme düzenlemeleri aşağıdaki gibidir:

- Birleşme işlemine taraf olan şirketlerin sayısının iki olduğu, payları borsada işlem gören halka açık bir ortaklık ile payları borsada işlem görmeyen bir şirketin; (a) devralma şeklinde birleşme işlemlerinde; payları borsada işlem gören halka açık ortaklığın sermayesinin %100'den fazla artması ile sonuçlanacak şekilde, (b) yeni kuruluş şeklinde birleşme işlemlerinde ise; payları borsada işlem gören halka açık ortaklığın ortaklarına tahsis olunacak payların, yeni kurulacak ortaklığın sermayesinin yarısından azını oluşturacak şekilde bir birleşme işlemi yapması yasak olmasına rağmen, birleşme amaçlı ortaklıklar için bu kural uygulanmayacaktır.
- Birleşme işlemine taraf olan şirketlerin sayısının ikiden fazla olduğu, payları borsada işlem gören halka açık ortaklıklar ile payları borsada işlem görmeyen şirketlerin; (a) devralma şeklinde birleşme işlemlerinde; payları borsada işlem görmeyen devrolunan her bir şirket için yapılacak sermaye artırımı tutarının, payları borsada işlem gören halka açık ortaklığın birleşme öncesi sermayesini aşacak şekilde, (b) yeni kuruluş şeklinde birleşme işlemlerinde ise; payları borsada işlem gören halka açık ortaklığın ortaklarına tahsis olunacak payların, yeni kurulacak ortaklığın sermayesinde birleşmeye taraf olan her bir şirketin önceki hissedarlarına verilecek pay miktarından az olacak şekilde bir

birleşme işlemi yapması yasak olmasına rağmen, birleşme amaçlı ortaklıklar için bu kural uygulanmayacaktır.

- Kural olarak payları borsada işlem görmeyen bir şirketin devralan taraf olduğu birleşme işlemlerinde; devralan şirketin birleşme öncesindeki payları, şirket paylarının borsada işlem görmeye başladığı tarihten sonraki 6 aylık dönemde borsada satılamaz. Ancak bu yasak birleşme amaçlı ortaklıkların taraf olduğu birleşme işlemlerinde uygulanmayacaktır.

#### ***d. Payların Geri Alınması Bakımından***

Bilindiği üzere, 6762 sayılı mülga Türk Ticaret Kanunu'nun 329'uncu maddesi ile anonim ortaklıkların kendi paylarını iktisabı kural olarak yasaklanmış, bu yasağa ilişkin çeşitli istisnalar düzenlenmiştir<sup>14</sup>. 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu ile hem ticaret hayatının ve Türk hukuk sisteminin ihtiyaçlarından hem de Avrupa Birliği yönergeleri ile Alman ve İsviçre hukukundaki gelişmeler ışığında anonim ortaklıkların kendi paylarını iktisabı konusunda köklü değişiklikler yapılmıştır<sup>15</sup>.

03.01.2014 tarih ve 28871 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren II-22.1 sayılı Geri Alınan Paylar Tebliği de birleşme amaçlı ortaklıklar bakımından önemli düzenlemeler içermektedir. Bahsi geçen tebliğ halka açık ortaklıkların kendi paylarını satın alması veya rehin olarak kabul etmesine, geri alınan payların elden çıkarılması veya itfasına, bu hususların kamuya açıklanmasına ve geri alımların bilgi suiistimali veya piyasa dolandırıcılığı sayılmayacağı hallerine ilişkin usul ve esasları düzenlemektedir. Ancak bahsi geçen tebliğde yer alan düzenlemeler birleşme amaçlı ortaklıklar tarafından uygulanacak olan gönüllü geri alım programı işlemleri için uygulanmayacaktır. Aynı zamanda birleşme amaçlı ortaklıkların, gönüllü geri alım programı kapsamı dışında herhangi bir şekilde kendi paylarını almaları da yasaklanmıştır.

<sup>14</sup> **Reisoğlu**, Seza: 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanununun Anonim Şirketlerle İlgili Başlıca Yeni ve Farklı Düzenlemeleri Tebliğ, Abant, Ekim 2011, s. 13.

<sup>15</sup> **Çapa**, Mehmet Sadık: 6102 sayılı Türk Ticaret Kanununa Göre Anonim ve Limited Şirketlerin Kendi Paylarını İktisap Etmesi, XII Levha Yayınları, Kasım 2013, s. 1.



Geri Alınan Paylar Tebliği'nin 4'üncü maddesinin birinci fıkrası uyarınca Gönüllü geri alım programı, birleşme amaçlı ortaklığın taraf olduğu birleşme işleminin onaylandığı genel kurul toplantısında olumsuz oy kullanan pay sahiplerine veya birleşme amaçlı ortaklığın sona ermesi durumunda kurucular dışındaki tüm pay sahiplerine ait payların halka açılma nedeniyle düzenlenen izahnamede belirtilen esas ve usuller çerçevesinde belirlenen fiyatlar üzerinden satın alınmasına imkân veren programı olarak tanımlanmıştır. Bu çerçevede, birleşme amaçlı ortaklıklar payların geri alınması mekanizmasını ancak izahnamede belirtilen esaslar altında birleşme işlemine genel kurul toplantısında olumsuz oy kullanan pay sahiplerine veya birleşme işleminin belirtilen zaman diliminde gerçekleşmemesinden dolayı tasfiye halinde kurucular dışındaki yatırımcılara pay bedellerini geri ödemek amacıyla kullanılabilecektir.

#### ***e. Zorunlu Pay Alım Teklifi Bakımından***

Yukarıdaki düzenlemelere ek olarak 23.01.2014 tarihli ve 28891 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan II-26.1 sayılı Pay Alım Teklifi Tebliği çerçevesinde de birleşme amaçlı ortaklıklar hakkında düzenlemeler yer almaktadır.

Zorunlu pay alım teklifi veya zorunlu çağrı, herhangi bir yöntemle doğrudan veya dolaylı olarak halka açık bir ortaklığın yönetim kontrolünü ele geçirecek oranda pay iktisap edenlerin, söz konusu ortaklığın yönetiminin dışında kalan diğer pay sahiplerine ait payları da satın almak için çağrıda bulunma yükümlülüğü altına girmesi olarak tanımlanabilir<sup>16</sup> <sup>17</sup>. Halka açık anonim ortaklıklarda küçük yatırımcının korunması amacıyla yönelik düzenlemelerin başında gösterilebilecek zorunlu pay alım teklifi, anonim ortaklıkta

<sup>16</sup> **Kolcuoğlu**, Umut: *Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı*, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2009, s. 7.

<sup>17</sup> Doktrinde yer alan bu tanıma ek olarak II-26.1 sayılı "Pay Alım Teklifi Tebliğinde, pay alım teklifi, bir ortaklığın paylarını elinde bulunduran kişilere, söz konusu ortaklığın paylarının tamamını ya da bir kısmını gönüllü ya da zorunlu olarak devralmak üzere yapılan ve hedef ortaklığın yönetim kontrolünün ele geçirilmesi ile sonuçlanan ya da bu amacı taşıyan, hedef ortaklığın kendisi tarafından yapılanlar dışındaki satın alma teklifi olarak tanımlanmıştır.

yönetim kontrolünün değişmesi sebebiyle zarara uğrayabilecek bu küçük yatırımcıların korunmasını hedeflemektedir<sup>18</sup>.

Bahsi geçen tebliğin ‘pay alım teklifinde bulunma zorunluluğundan muafiyet’ başlıklı 18’inci maddesinin birinci fıkrasının d bendi uyarınca halka açılma nedeniyle düzenlenen izahnamede belirtilen esas ve usuller çerçevesinde, birleşme işleminin gerçekleşmesinden önce bu işlemin onaylandığı genel kurul toplantısında olumsuz oy kullanan pay sahiplerine ait payların geri alınması şartıyla, birleşme amaçlı ortaklığın devralan sıfatıyla taraf olduğu birleşme işleminden kaynaklanan yönetim kontrolü değişikliği durumunda Kurul başvuru üzerine pay alım teklifinde bulunma zorunluluğuna muafiyet verebilir. Nitekim birleşme amaçlı ortaklığın izahnamesinde de belirtildiği üzere birleşme amaçlı ortaklığın nihai amacı yönetim kontrolü değişikliğini sağlamaktır. Ayrıca, birleşme amaçlı ortaklıklarda yatırımcıların korunmasını sağlayacak pek çok alternatif koruma mekanizması (yukarıda da anlatıldığı üzere, gönüllü geri alım programı gibi) bulunmaktadır.

---

<sup>18</sup> **Kendigelen**, Abuzer: Çağrıda Bulunma Yükümlülüğünün İhlalinde Aktif Husumet Ehliyeti, *Makalelerim*, C. II: 2001-2006, Arıkan Basım Yayın, İstanbul 2006, s. 279.