



## M&A Yazı Dizisi 2:

### Hisse Satımlarında Bedelin Earn-Out Yöntemiyle Belirlenmesi

**Yazarlar:** Av. Dr. Zahide Altunbaş Sancak // Sevinc Jafarova

Birleşme ve devralma işlemlerinde alıcı ile satıcı arasında en çok müzakere edilen konulardan biri hemen her zaman satış bedelidir. Özellikle sınır ötesi işlemlerde alıcı tarafından öngörülen risklerin azaltılması amacıyla nihai satış bedelinin belirlenmesi veya ödenmesi farklı şekillerde kurgulanabilmektedir. Bu yöntemlerden biri de *earn-out* olarak anılan ve satış bedelinin bir kısmının ödenmesinin gelecekte bazı olayların gerçekleşmesine bağlı olduğu düzenlemedir. Yapılan araştırmalar, *earn-out* klozlarının Amerikan Birleşik Devletleri'nde 2020 yılında gerçekleşen devralmaların yaklaşık olarak %27'sinde kullanıldığını göstermektedir. Yine, bu klozlara Avrupa'da gerçekleşen devralma işlemlerinde akdedilen hisse satım sözleşmelerinde sıklıkla rastlanmaktadır. Keza *earn-out* düzenlemesi, şirketin gelecekteki performansının net olarak ölçülemediği ve bu nedenle, yatırımcıların tereddütle yaklaştığı start-up şirketlerinin devralınmasında alıcılar açısından ciddi bir değere sahiptir.

### 'Earn-Out' Nedir?

Earn out, hisse satım sözleşmesinde tarafların anlaştığı satım bedelinin bir kısmının ödemesinin gelecekte bazı olayların gerçekleşmesi şartına bağlı olduğu bir fiyat belirleme mekanizmasıdır. Buna göre satış bedeli, hisselerin devri zamanında yani kapanışta ödenecek sabit bedel ile kapanış sonrası tarafların üzerinde anlaşmış oldukları parametrelerin gerçekleşmesi üzerine ödenecek bedel olmak üzere iki kısımdan oluşur. Anılan parametre, genellikle şirketin kârlılığının belirli bir düzeye ulaşmasıdır. Buna göre, hisse satım sözleşmesinde kararlaştırılan parametrelere ulaşıncaya, sabit bedel dışında kalan satış bedeli de satıcıya ödenir; aksi takdirde ise alıcı nezdinde satıcıya sabit bedel dışında bir ödeme borcu doğmaz. Her işlemde değişmekle beraber, gelecekte ödenecek bedel, genelde toplam satım bedelinin %20-30'unu oluşturur.

### Earn-Out Parametreleri

Earn-out klozları bakımından taraflarca iki tarafın da menfaatini gözetecek, adil parametreler belirlenmelidir. Bunların başında hedef şirkete ilişkin objektif veriler gelir. Nakit akışı, bilanço geliri, brüt veya dağıtılabılır kar, yıllık ciro, EBIT (faiz ve vergi öncesi gelir) ve EBITDA (faiz, vergi, değer kaybı ve amortizasyon öncesi gelir) gibi hedef şirketin mali durumuna bağlı finansal veriler,

şirkete dair objektif verilerdendir. Satışlar her ne kadar bu tür verilerden olsa da hedef şirketin gerçek finansal durumunu yansıtmayabileceğinden alıcılar net gelir temelli formülleri tercih ederler. Ciro ve manipüle edilme ihtimali nispeten daha düşük olduğu için EBITDA en fazla tercih edilen parametrelerdendir.

Satış bedelinin ileride ödenmesinin bağlı olduğu parametrelerin finansal kaynaklı olması zorunlu değildir. Genellikle start-uplar ve regüle sektörlerde faal olan şirketlerin devralınması işlemlerinde satıcının devir sonrası şirkette kalması veya gerekli bazı resmi izinlerin alınması gibi finansal olmayan gelişmeler baz alınabilmektedir. Taraflar örneğin satıcının kimliğinin hedef şirket açısından önemli arz ettiği bir start-up şirketinin devralınmasında satıcının belli bir süre şirketin yönetiminde aktif rol oynamasını kararlaştırabilirler. Bu durumda satıcı, kalan satış bedeline anlaşılan sürenin sonunda hak kazanır. Veyahut ilaç sektöründe faaliyet gösteren hedef şirketin üzerinde çalıştığı bir ilaç varsa bunun için resmi onayların veya patentin alınması bir şart olarak sözleşmeye yazılabilir. Bu durumda satıcı ancak, anılan onay ve patent alınınca kalan satış bedelini elde edebilir.

Bir diğer tercih ise karma bir parametre belirlenmesi şeklinde olabilmektedir. Bu ihtimalde parametrenin bir kısmı finansal diğer bir kısmı da finansal olmayan ölçütlerle kararlaştırılır.

### **Neden Earn-Out?**

Earn-out klozları, satıcı ile alıcının satım konusu hedef şirket hisseleri bakımından uygun gördükleri değerler arasında denge sağlar. Genellikle satış bedelinin bir kısmı olan sabit bedel hisselerin devri işlemi anında, sözleşmede kararlaştırılan parametrelere bağlı bedel ise bunların gerçekleşmesi ile ödenir; bu durum ise hem alıcı hem de satıcı açısından çokça avantajı beraberinde getirmektedir. Alıcı bakımından daha kolay finansman sağlanabilmesinin yanı sıra fazla bedel ödeme konusundaki tereddütler de giderilmiş olur; satıcı açısından ise şirket hissesine atfettiği değer karşılık bulmuş olur.

Earn-out, hedef şirketin gelecekteki durumundan satıcıyı sorumlu tutmanın etkili yoludur. Aynı zamanda satıcı için de cazip bir düzenlemedir, zira satıcı, hisselerin devri anında elde ettiği bedelin ötesinde daha uzun vadeli başarılı bir işlemde yararlanarak daha yüksek satım bedeline hak kazanabilir.

Sonuç olarak, earn-out klozu ile finansman konusunda güçlük yaşayan, şirketin ekonomik gelişiminin belirsiz olduğu durumlarda riziko bakımından çekimser olan, ödemesi gerekenden yüksek bedel ödemekten kaçınan alıcı bakımından rizikonun adil şekilde dağıtılması suretiyle bir nevi güvenlik sağlanmaktadır. Bu sebeple earn-out klozları, özellikle start-up yatırımlarında gün geçtikçe daha da fazla uygulama alanı bulmakta ve doğru parametreler belirlenmesi halinde hem alıcı hem de satıcı bakımından yararlı olmaktadır.

### **Earn-out'un Türk Hukukundaki Yeri**

Earn-out Türk hukukunda özel olarak düzenlenmiş bir müessese değildir. Ancak hukukumuzda satım bedelinin bir kısmının bazı koşulların gerçekleşmesine bağlı olarak düzenlenmesine, yani earn-out yöntemiyle kararlaştırılmasına bir engel de yoktur.

Bununla birlikte, satım bedelinin bir kısmının ileride gerçekleşecek bir şarta bağlanmış olması ortada bir geciktirici koşula bağlı borç ilişkisinin olduğuna işaret etmektedir. Daha açık bir ifadeyle, yukarıda da bahsedilen ve earn-out ödemesinin yapılmasının tabii olduğu hisse satım sözleşmesinde yazılı parametreler, 6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu ["**TBK**"] md. 170 kapsamında geciktirici koşul olarak nitelendirilebilir. Bu geciktirici koşul, yukarıda da bahsedildiği üzere, bazen finansal parametrelerin bazen ise finansal olmayan olayların ileride gerçekleşecek olması şeklinde belirlenebilmektedir. Buna göre, koşulun gerçekleşmediği dönemde henüz satıcı lehine bir alacak hakkı doğmayacaktır. Satım bedelinin bir kısmı ancak geciktirici koşulun gerçekleşmesinden sonra muaccel olacak ve satıcıya ödenecektir. Burada dikkat çekilmesi gereken bir hüküm de TBK'nın 175. maddesidir. Buna göre, hisselerin devriyle yönetimi ele geçiren alıcı, earn-out ödemesinden kaçınmak maksadıyla, kararlaştırılan parametrelerin, yani geciktirici koşulun gerçekleşmesine engel olursa, dürüstlük kuralına aykırı hareket ettiği gerekçesiyle söz konusu parametrenin gerçekleşmiş sayılarak satıcının earn-out ödemesine hak kazandığı iddia edilebilecektir.

Yine, earn-out düzenlemesinin içeriğine göre TBK'nın satım ve vekalet sözleşmesi hükümlerinin (kıyasen) uygulanması söz konusu olabilir.<sup>1</sup>

### **Earn-out'tan Kaynaklı Uyuşmazlıklar**

Earn-out düzenlemesi bir yandan hem satıcı hem de alıcı lehinedir: Satıcı hedef şirketin istenilen hedeflere ulaşması halinde yüksek satım bedeline hak kazanırken, alıcı ise ilk başta toplu ödemesi gereken satım bedelinin bir kısmını sadece kararlaştırılan olayların gerçekleşmesi üzerine satıcıya ödemekle yükümlü olacaktır. Diğer yandan bu yöntemi içeren hisse satım sözleşmeleri kapsamında, satıcı ile alıcı arasında ciddi ihtilaflar çıktığı gözlemlenmektedir. Örneğin, hedef şirketin yönteminde hiçbir kısıtlamaya tabi olmayan alıcının, uzun vadeli yatırım planları yapması, şirketin malvarlığının önemli bir kısmını devretmesi veya başka şirketleri satın alması gibi işlemleri, satıcının gelecekteki earn-out alacağına etkilenmesi ihtimalinde, uyuşmazlığa neden olacaktır.

Dolayısıyla, earn-out klozlarının yazımında, yalnızca ileride ödemesi yapılacak bedelin hesabı değil, bu bedelin meblağını etkileyebilecek hususların da dikkate alınması gerekmektedir. En başta, ödemenin bağlı olduğu parametrelerin gerçekleşmesini önleyecek kararların tek başına alıcı tarafından alınmasının önlenmesi veya bazı kararların satıcının onayına bağlı olmasına yönelik sözleşmeye hüküm koyulabilir. Yine, alıcının verdiği bazı kararlar sonucunda şirketin zarara veya kayba uğraması halinde bu zarar miktarının hesaplanarak earn-out ödemesine eklenmesi öngörülebilir.

---

<sup>1</sup> Earn-out düzenlemesinin Türk hukukundaki niteliği ve uygulanabilir hukuki kurallara ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Atamer Y.M., Altunbaş Sancak Z. "Hisse Satım Sözleşmelerinde Sonuca Katılamalı Fiyat Düzenlemeleri (Earn-Out Klozları)- Mukayeseli Bir İnceleme", BATIDER 2019, S. 3, s. 97-136.