

## ŞİRKET SATIN ALMALARINA FARKLI BİR BAKIŞ: ZİMBALANMIŞ FİNANSMAN (STAPLED FINANCING)<sup>1</sup>

*Mehmet Suphi ORHAN\**  
*Ensar AĞIRMAN\*\**

**Alınış Tarihi: 10 Ekim 2014**

**Kabul Tarihi: 21 Ocak 2015**

**Öz:** Modern küresel dünyada artık kaçınılmaz bir fenomen haline gelen, iş dünyasında kimi zaman sağladığı avantajlardan dolayı ilgi duyulan kimi zamansa mecburi bir strateji olarak uygulanan, dışsal büyüme yöntemlerinden şirket alma ve birleşmelerine yönelik literatür genel anlamda şirket satın alma ve birleşmelerinin avantajlarını ve dezavantajlarını ortaya koymakta ve şirketlerin birleşme öncesi ve sonrası durumlarını çeşitli yöntemler kullanarak ölçen az sayıda çalışmayı ihtiva etmektedir. Bununla birlikte literatür alıcı ya da birleşmenin gerçekleşmesini arzu eden şirketlerin satın alma ve birleşme ile sağlayacağı faydayı nasıl maksimize edeceğiyle ilgili bilgiler sunmakta fakat şirketlerini satmak isteyen ya da daha büyük bir şirketin içinde yer almak isteyen şirketlerin bunu nasıl gerçekleştireceklerine ilişkin sınırlı sayılabilecek önerilerde bulunmaktadır. Bu açıdan değerlendirildiğinde soruna bir çözüm getirmesi bakımından Türkçe literatürde henüz kendisine yer bulmamış olan Türkçeye ‘Zımbalanmış Finanslama’ olarak tercüme edilebilecek kavramın açıklanması büyük önem taşımaktadır. Çalışmada; şirketini satan kişinin, bir finansal danışman ve banka aracılığıyla oluşturacağı bir satış paketi aracılığıyla şirketinin satışından olan faydasını maksimize etme yöntemi olarak tanımlanabilen Zımbalanmış Finansman (Stapled Financing) hakkında literatür taramasına ve uygulama yöntemlerine çalışmada yer verilecektir.

**Anahtar Kelimeler:** Şirket Satın Alma ve Birleşme, Zımbalanmış Finansman.

### **A DIFFERENT PERSPECTIVE TO MERGER AND ACQUISITIONS: STAPLED FINANCING**

**Abstract:** Merger and acquisitions are the inevitable phenomena of the modern business world. M&A is sometimes used with a great interest and sometimes used as an obligatory strategy. The M&A literature commonly consists of the advantages and disadvantages of the M&A, why companies need to use M&A as a growth strategies and the econometric models which are used to measure of the impact of the M&A so on. However, literature provides more information about how the buyer benefits from the M&A and has limited information how the seller benefits from the transaction. In this regard we examine the 'Stapled Financing' which has not found a place for itself in the Turkish literature. Stapled financing refers to a financing package which is arranged by the seller and offered its financial Advisers to potential purchasers,

<sup>1</sup> Güncellenen bu çalışma ‘1. International Conference on New Directions in Business, Management, Finance and Economics’ başlıklı konferansta ‘Şirket Satın Almalarına Farklı Bir Bakış: Zımbalanmış Finansman (Stapled Financing) ve ViterraEnergy Services Örnek Olayı’ başlığı altında bir bildiri olarak sunulmuştur.

\* Prof. Dr., Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü.

\*\* Arş. Gör., Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü.

usually as part of an auction process. Stapled financing is used to maximize the benefits of the seller side. This study consists of a literature review of Stapled Financing and application methods of Stapled Financing.

**Keywords:** Mergers and Acquisition, Stapled Financing.

### **I. Giriş**

Şirket birleşmeleri ve satın almaları rekabetin hızla arttığı küresel ortamda işletmelerin en temel amaçlarından biri olan işletme faaliyetlerinin sürekliliğinin ve genişletilmesinin sağlanmasında önemli rol oynamaktadır. Dünya ekonomilerinde birleşme ve satın almaların tarihi genel anlamda kabul gören görüşe göre 1890'lara dayanmakla birlikte Türkiye'de özellikle iş dünyasından çeşitli derneklerin bu yöndeki araştırma ve teşvikleri ile bilhassa son yıllarda yaygın bir hal almaya başlamıştır (Gregoriou, G. N. Ve Renneboog, L., 2007; 3).

Küreselleşme, rekabet ve dinamik pazar koşulları dünya ekonomilerinde önemli değişiklikler meydana getirmektedirler. Pazarda sürdürülebilir rekabeti sağlamak, yeni pazarlara erişebilmek, yeni teknolojilerle bütünleşebilmek ve tabii ki maliyetleri düşürüp karlılığı artırabilmek için birleşme ve satın almalar bugün dünya genelinde işletme faaliyetlerinin şekillenmesinde önemli rol oynamaktadırlar.

Birleşme, iki organizasyonun birbirleriyle işbirliği yapmak istedikleri zaman meydana gelirken bu durumun aksine satın almalar bir organizasyonun başka bir organizasyonu devralması ve kendi bünyesine katması ile gerçekleşmektedir (Vazirani, 2012; 37). Genel anlamda birleşme ya da şirket evliliği olarak bilinen birleşme ve satın alma faaliyetleri aslında birbirinden farklılık göstermektedir. Yapılan birçok çalışmada, indirgeyici bir yaklaşımla, birbirinden farklı olan bu işlemler tek bir çatı altında toplanmış ve birleşme olarak isimlendirilmiştir. Oysaki dünya üzerindeki sınır ötesi birleşme ve satın almaların yalnızca %3'ü birleşme, kalan %97'si ise satın almalarından oluşmaktadır (Gülmez, 2006; 25). Bununla birlikte birleşme ve satın alma literatürü genel anlamda birleşme ve satın almanın ya da başka bir ifade ile dış büyümenin iç büyümeye kıyasla avantajlarını ve dezavantajlarını ortaya koymakta, birleşme ve satın almaların hisse senedi getirileri üzerine etkilerini araştırmakta ve devralıcı firmalar için çeşitli yöntemler ve öneriler öne sürmekteyken, satıcı firmanın faydasını nasıl maksimize edeceğine dair esaslı görüşlere yer vermemektedir.

Çalışmada satıcının faydasını nasıl maksimize edebileceğine ilişkin Amerika Birleşik Devletlerinde ve Avrupa'da özellikle 2008 finans krizinden sonra sıklıkla kullanılmaya başlanan Zımbalanmış Finans (Stapled Finance; 'Stapled Finance' ayrıca 'Stapled Financing', 'Staple Financing' veya 'Staple Finance' olarakta kullanılmaktadır.) incelenmektedir. Zımbalanmış Finans, bir firmanın satılığa çıkarılması ve devralınması durumunda, satıcı ve onun finansal danışmanı rolünü üstlenen banka(lar) tarafından düzenlenen ve potansiyel alıcılara bir açık

artırma süreci dâhilinde sunulan ve içeriğinde alıcının kullanabileceği bir finansman paketini de içeren bir yöntemdir (www.investopedia.com). “Stapled Financing” kavramının Zımbalanmış Finansman olarak isimlendirilmesinin nedeni ise paket dâhilinde teklif edilen şartların ve finans imkânlarının genellikle işletmeye ait bilgileri içeren belgelerle birlikte ‘zımbalanarak’ gönderilmesinden kaynaklanmaktadır (Smith, 2013; 1).

Bu çalışmanın ikinci bölümünde Zımbalanmış Finans ile ilgili bilgiler verilmekte olup bölüm dâhilinde Zımbalanmış Finans’ın avantajları ve dezavantajları satıcı, alıcı ve banka (aracı, danışman) açısından değerlendirilecektir. Ayrıca Zımbalanmış Finans’ın yöntemi ve süreci de bu bölümde ele alınacaktır. Üçüncü bölümde Zımbalanmış Finans ile ilgili dünyada çeşitli örnekler verilmiştir. Çalışma sonuç ve öneriler kısmı ile sonlanmaktadır.

## II. Zımbalanmış Finansman (Stapled Financing)

Ekonominin yükselişte olduğu yıllarda potansiyel alıcılar kendi ilişkilerini kullanarak daha iyi şartlar altında şirket satın almalarını gerçekleştirebilmekteydiler. Bu zaman içerisinde zımbalanmış finansman nadiren kullanılmıştır. Bununla birlikte özellikle son yıllarda borçlanma vadelerinin iyice kısalmasıyla alıcıların zımbalanmış finansman paketinin avantajlarını kullanmaları olası hale gelmektedir. Sonuç olarak zımbalı finansman özellikle büyük hacme sahip işlemlerde artan bir şekilde yaygınlaşmakta olup sunduğu imkanlar bakımından hem alıcı hem de satıcı firmalar açısından çeşitli avantajlar sağlamaktadır (Smith, 2013; 1).

Zımbalanmış (zımbalı) finansman, satıcı ve onun mali danışmaları, avukatları ve birlikte çalıştığı banka tarafından müzakere edilerek düzenlenen ve potansiyel alıcılara genellikle bir açık artırma süreci içerisinde sunulan bir finansman paketi anlamına gelmektedir. Bu finansman paketinin zımbalanmış finansman olarak adlandırılmasının nedeni bu finansman paketinin firmaya ait bilgileri içeren dosyalara zımbalanarak potansiyel alıcılara gönderilmesidir (Daniels, S.F. ve Ahmad, F., 2012; 2). Alıcı(lar) bu zımbalanmış finansman önerisini kabul de edebilirler reddedebilirler. Teoride zımbalanmış finansman satıcılar için cazip görünmektedir çünkü zımbalanmış finansman alıcının ödeyebileceğinden daha fazlasını kredi yoluyla alıcıya önermekte ve böylece satıcı için potansiyel alıcılardan herhangi birinin ödeyebileceği maksimum rakamın daha da üstüne çıkmalarını sağlayarak satıcı adına riski azaltmaktadır. Bununla birlikte zımbalanmış finansman alıcı için bir güven kaynağı oluşturmakta ve bu durumda satıcının işini hem kolaylaştırmakta hem de sattığı varlığın ya da firmanın değerinin altında satılmasını engellemektedir. Sonuç olarak satıcı için değer kaybı yaşanmaksızın satma işlemi gerçekleştirilmektedir. Pratikte ise bir çok firma zımbalanmış finansmanın marjinal değeri artırdığına inanmakta ve bununla birlikte bankanın üstlenmiş

olduğu hem satıcı-danışmalığı hem de alıcı-finansörü rolleri arasında oluşabilecek çıkar çatışmasından dolayı kaygı duymaktadırlar (Cooper, I. ve Guzman, A., 2003; 1).

#### A. Zımbalanmış Finansmanın Satıcı-Alıcı-Danışman(Banka) Açısından Avantajları ve Dezavantajları

Şirketlerde dış büyümenin öncüllerinden kabul edilen ve istatistiki verilere göre genel anlamda birleşme adı ile bilinen şirket evliliklerinin %97'sini oluşturan satın almalar için kullanıla gelen bir araç olan zımbalanmış finansman süreci içerisine dâhil olan satıcı, alıcı ve danışman(banka) için zımbalanmış finans farklı motivasyon kaynakları oluşturmakta ve farklı avantajlar ve dezavantajlar ortaya koymaktadır. Çalışmamızın bu kısmında zımbalanmış finansmanın satıcılar, alıcılar ve bankalar tarafından neden tercih edilip neden tercih edilmeyeceklerine dair literatür taramasına yer verilecektir(Cooper, I. ve Guzman, A., 2003; 2).

#### 1. Satıcılar Açısından Zımbalanmış Finansman

##### a. Avantajları

Ödemeyi satıcı adına garantiye almaktadır. Firmasını ya da varlığını zımbalanmış finans aracılığı ile satan firmanın en büyük motivasyon kaynağı sattığı varlığı karşısında elde edeceği finansın ödemesinin garantiye alınmış olmasıdır. Şöyle ki oluşturulan zımbalı finans paketini kabul eden alıcı firma danışman/bankanın önerdiği finans paketini kabul etmiş olur ve satıcı oluşturulan ödeme planı doğrultusunda parasını bankada tahsil eder. Böylece firmanın elden çıkarılmasından sonra alıcı firmanın anlaşmaya bağlı kalmaması, ödemeyi geciktirmesi yada anlaşma koşullarını yeniden oluşturup fiyatı daha sonra düşürmeye çalışması gibi olası risklere karşı satıcı kendini güvence altına almış olur.

Önceden belirlenen fiyat beklentilerinin gerçekleşmesi olasılığı. Alıcı ile yapılan pazarlıklarda finansman en önemli engeli teşkil etmektedir. Alıcı firma satılan varlığı almaya istekli olmasına karşın finansal kısıtlardan dolayı varlığın pazarda oluşan piyasa değerinden daha düşük bir fiyat önerebilmektedir. Zımbalanmış finansman ile finansman sorunu ortadan kaldırıldığı için satıcının önceden belirlediği bir fiyat ile varlığını satma olasılığı artmaktadır.

Aynı zamanda zımbalanmış finansman ile daha fazla potansiyel alıcıya ulaşılması ve finansman paketi eklenmiş olan bu tür tekliflere daha fazla alıcının almaya istekli olacak olması rekabeti ve satış fiyatını artırır.

Daha iyi satış şartları. Finansal bir teklifin firma ile ilgili bilgileri içeren dosyalara zımbalanmış olması alıcıya bu firmanın alınmaya değer olduğuna dair yani kredibilitesi yüksek bir firma olduğuna dair güçlü sinyaller gönderir. Bu da tahmin edilebileceği üzere daha iyi satış şartlarının oluşmasına olanak verir.

*b. Dezavantajları*

Bankanın sahip olduğu danışman/finansör rolü. Bankanın satıcıya danışmanlık yaparken alıcı içinde finans kaynağı sağlıyor olması satıcıları endişeye sevk etmektedir (Carlsson-Sweeny, A., 2010; 85)

Zımbalanmış finansman süreci dâhilinde satıcı firmanın firmaya ait bütün bilgileri danışman firma ile paylaşması ve danışman firmanın da bunu potansiyel alıcı firmalarla paylaşması olasılığı bu endişelerin ilk kısmını oluşturmaktadır.

Endişenin oluşmasına neden olabilecek bir diğer neden ise alıcı firmanın zımbalanmış finans paketini kabul etmesi durumunda bankaya satıcı firmanın ödeyeceği danışmanlık ücretinden çok daha fazlasını kazandıracak olmasından ve aynı zamanda finans kaynağı sağlayacağı içinde elde edeceği faiz gelirinden dolayı bankanın alıcı taraflı hareket etme ve aceleci davranma olasılığıdır.

Daha yüksek teklifleri kaybetme olasılığı. Satıcı firmanın finansal danışmaları ile birlikte ortaya bir fiyat koyması, bu fiyat olmasa daha yüksek bir rakama firmayı satın almak isteyebilecek olan potansiyel alıcıları fiyat noktasında sınırlandıracağı için daha yüksek tekliflerin oluşmasını engelleyecektir.

Aşağıda verilen tabloda Zımbalanmış Finansman aracını kullanmaya ya da kullanmamaya sevk eden belirgin nedenler satıcılar açısından özetlenmektedir.

Satıcılar	
Zımbalanmış Finansman Kullanmaya Sevk Eden Nedenler	Zımbalanmış Finansman Kullanmamaya Sevk Eden Nedenler
Ödemeyi satıcı adına garantiye almaktadır. Böylece finansal yerine getirme riskini azaltmaktadır.	Bankanın sahip olduğu satıcı için danışman alıcı içinse finansör rolünün oluşturacağı çıkar çatışması.
Önceden belirlenen fiyat beklentilerinin gerçekleşmesi olasılığı.	Zımbalanmış finansman paketinin ortaya konulması ile daha yüksek ödeme yapabilecek muhtemel alıcıların yüksek teklif vermeleri engellenmiş olabilir.
Daha iyi satış şartları.	

*2. Danışman/Banka Açısından Zımbalanmış Finansman**a. Avantajları*

Bankanın elde edeceği kazancın daha yüksek olması. Zımbalanmış finansman önerisinin alıcı tarafından kabul edilmesiyle birlikte banka elde edeceği kazanç önemli oranda artış gösterir. Hem satıcı firmanın hem de alıcı firmanın bankanın sunduğu danışman ve aracılık faaliyetlerine karşılık ödeme yapıyor olması aynı zamanda alıcı firmanın kullandığı finans kaynağı için faiz

ödeyecek olması bankanın zımbalanmış finans üzerinden gelirlerini artırmakta ve zımbalanmış finansı bankalar için cazip hale getirmektedir.

Danışman ve finansman takımları arasında oluşturulabilecek sinerji ile maliyetlerin azaltılması sağlanabilir. Bankanın zımbalanmış finans paketinde her iki taraf içinde çalışıyor olması danışman ve finansman takımlarının birlikte çalışmasına ve daha kısa zamanda ve daha cazip tekliflerin ortaya konmasına neden olacak sinerjiye zemin hazırlanmasıyla neticelenebilmektedir. Oluşacak sinerji ile bankanın danışman/aracı maliyetlerinin azalması sağlanabilir.

*b. Dezavantajları*

Bankanın müşterisiyle ilişkisini bozmak istememesi. Alıcı tarafın çıkar çatışması noktasında çok fazla endişeye sahip olması ve bankanın müşterisiyle ilişkisini bozmak istememesi banka için dezavantaj oluşturan bir unsurdur. Bir güven kuruluşu olarak adlandırılan bankaların öncelikli gayretleri oluşturulan güven ortamının sürekliliğinin sağlanmasıdır. Bununla birlikte alıcının bankanın danışman rolünden ötürü ciddi anlamda endişeli davranıyor olması ve bu endişelerin giderilmesi noktasında daha çok bilgi elde etme arzusu banka ile asıl müşterisi olan satıcı tarafın ilişkilerinin bozulmasına neden olabilir. Bu ikilem bankalar için zımbalanmış finans aracının uygulanmasında dezavantaj oluşturabilmektedir.

Teklif edilen satın alma finansının cazip olmaması, varlığın yada firmanın düşük kredibiliteye sahip olması. Bankalar zımbalanmış finansman yöntemini kullanılırken satılan varlığın kredibilitésinin yüksek olmasını yani bir başka deyişle zımbalanmış finansmana konu olacak firma ya da varlığın değerli olmasını ve bu anlamda kendilerini rahat hissetmeyi arzu ederler. Çünkü zımbalanmış finansman paketi ile alıcı için %100 borçlanma kapasitesi sunmaktadırlar. Bu nedenle bankalar bir anlamda arkalarında durdukları, finansörü oldukları varlıkların mükemmel kredi profiline sahip olmalarını isterler. Bu açıdan bakıldığında teklif edilen satın alma finansmanın cazip olmaması ya da firmanın düşük kredibiliteye sahip olması bankalar adına dezavantaj oluşturmaktadır.

Aşağıda verilen tabloda Zımbalanmış Finansman aracını kullanmaya ya da kullanmamaya sevk eden belirgin nedenler danışmanlar/bankalar açısından özetlenmektedir.

Danışmanlar / Bankalar	
Zımbalanmış Finansman Kullanmaya Sevk Eden Nedenler	Zımbalanmış Finansman Kullanmamaya Sevk Eden Nedenler
Bankanın elde edeceği kazancın daha yüksek olması.	Alıcı tarafın çıkar çatışması noktasında çok fazla endişeye sahip olması ve bankanın müşterisiyle ilişkisini bozmak istememesi.
Danışman ve finansman takımları arasında oluşturulabilecek sinerji ile maliyetlerin azaltılması sağlanabilir.	Teklif edilen satın alma finansının cazip olmaması, varlığın yada firmanın düşük kredibiliteye sahip olması vb.

### 3. Alıcılar Açısından Zımbalanmış Finansman

#### a. Avantajları

Zımbalanmış Finansman Paketi ile gelen şartların daha rekabetçi koşullara sahip olması. Alıcılar zımbalanmış finansman ile gelen tekliflerin diğer tekliflere nazaran çok daha rekabetçi olduğuna inanmaktadırlar. Buna neden olarakta;

(i) Zımbalanmış finansmanda danışman rolündeki bankanın satılan varlığın ya da firmanın analizini çok dikkatli bir şekilde yapmış olması ve bu doğrultuda da bir fiyat belirlemiş olması,

(ii) Belirlenen bu fiyatın dikkatli bir analiz neticesinde yapılmış olmasından dolayı diğer tekliflerle karşılaştırıldığında daha yapıcı olması,

(iii) Son olarak da her bankanın her sektörde uzmanlaşmamış olmasından dolayı alım için hazır bir finans kaynağı sunan bir banka varken böylesi bir teklifin değerlendirilmesinin gerektiğinin düşünülmesi sıralanmaktadır.

Diğer şartların eşit olması durumunda danışman bankanın Zımbalanmış Finansman paketini kabul eden alıcıyı seçme eğilimi. Alıcılar ihale esnasında diğer herhangi bir firma ile şartların eşit olması durumunda danışman bankanın zımbalanmış finansman paketini kabul eden alıcının banka tarafından seçileceğini düşündüklerinden dolayı bunu bir avantaj olarak kabul etmektedirler. (Bankanın danışman takımı ile finans takımı arasına Çin Seddi olarak adlandırılan bir duvar örmesi gerektiği ve bu setinde bu durumla alakalı olarak bir ikilem oluşturduğu muhakkaktır. Bununla birlikte bu durumun ispat edilip edilememesi oldukça zordur.)

#### b. Dezavantajları

Bankanın sahip olduğu satıcı için danışman alıcı içinse finansör rolünün oluşturacağı çıkar çatışması. Satıcılar için dezavantaj oluşturan bu durum alıcılar içinde aynı nedenlerden ötürü dezavantaj oluşturmaktadır. Alıcı kendisine satışta aracılık edecek olan bankanın aynı zamanda satıcı için bir danışman olmasının banka açısından bir çıkar çatışmasına dönüştürülebileceğinden endişe etmektedir.

Ayrıca alıcı kendisine ait bilgilerin diğer teklif veren firmalarla hatta satıcı firma ile paylaşılabilceği endişesini taşımaktadır. Bu nedenler alıcı için zımbalanmış finansın dezavantajlarını oluşturmakta ve herhangi bir zımbalanmış finansman teklifi ile gelen paketlerle ilgilenmemelerine neden olmaktadır.

Aşağıda verilen tabloda Zımbalanmış Finansman aracını kullanmaya ya da kullanmamaya sevk eden belirgin nedenler alıcılar açısından özetlenmektedir.

Alıcılar	
Zımbalanmış Finansman Kullanmaya Sevk Eden Nedenler	Zımbalanmış Finansman Kullanmamaya Sevk Eden Nedenler
Zımbalanmış Finansman Paketi ile gelen şartların daha rekabetçi koşullara sahip olması.	Bankanın sahip olduğu satıcı için danışman alıcı içinse finansör rolünün oluşturacağı çıkar çatışması.
Diğer şartların eşit olması durumunda danışman bankanın Zımbalanmış Finansman paketini kabul eden alıcıyı seçme eğilimi.	

#### *B. Zımbalanmış Finansman Süreci*

Zımbalanmış finansman süreci bankanın satılacak varlığın cazip bir varlık olup olmadığını tanımlamasıyla başlar. Varlığın finanslanması için cazip bir varlık olduğunun belirlenmesiyle birlikte bankanın satıcı danışman rolü başlamış olur. Bu aşamada bazı bankaların Zımbalanmış Finansman önerip önermemeye alakalı bazı kuralları ve kriterleri bulunmaktadır. Bu kuralların amacı çıkar çatışmalarından uzak durarak bankanın itibarının korunmasını sağlanmasıdır (Cooper, I. ve Guzman, A., 2003; 8).

Tüm iç kuralların uygun olduğu kontrol edildikten sonra satış danışmanı, finansman bölümündeki meslektaşları ve satıcı arasındaki iletişimde köprü vazifesi görecektir. Finansman ekibi satıcıdan Zımbalanmış Finansman kullanımı ile ilgili bir anlaşma elde etmeye çalışacaktır. Satıcı finansman ekibine hiçbir ücret ödemeyecektir. Bütün finansal ücretler eğer satış gerçekleştirilirse alıcı tarafından ödenecektir. Satıcı Zımbalanmış Finansman teklifini faydaların risklerden daha fazla olması durumunda kabul edecektir. Satıcının onayı elde edildikten sonra finansman ekibi özenle ve dikkatli bir çalışma ile tek bir finans paketi ve taahhüt belgelerinin taslaklarını hazırlar.

Banka eğer sadece alıcı tarafı ile çalışıyorsa normalde toplam borcun sadece bir kısmı için finansman teklifi yapar. Zımbalanmış Finansman teklifi durumunda ise banka borcun tamamı için finansman teklifi yapmaktadır.

Hazırlık aşamasında danışman ekibi ile finansman ekibinin birlikte çalışıyor olmaları normaldir. Bu ekipler sadece bilgi değişiminde değil aynı zamanda satış koşullarını güçlendirecek agresif bir finansman paketinin



geliştirilmesinde de önemli mesafeler kat edebilirler. Aslında, bankalar bu iki takım arasındaki ortak çalışmanın Zımbalanmış Finansman teklifinin agresifliğini artıran etkenlerden biri olduğunu iddia etmektedirler yani finansman ekibi, varlığı çeşitli yönleriyle daha iyi değerlendirebilecek ve onun kredi profili ile ilgili daha somut yaklaşımlar ortaya koyacaktır. Böylelikle varlığa özel bir finansman teklifi hazırlayabilecektir. Kendi pazarlama faaliyetlerini yürütmeye başladıklarında bu danışman ve finansman ekipleri arasında bir Çin seddi örülür. Bu noktadan sonra bu takımlar farklı müşteri ve hedeflere sahiptirler. Danışmanlık ekibi satıcı için en iyi satış koşulları elde etmek için çalışır. Finansman ekibi ise teklifi kabul edecek müşteriler bulmak ve teklif verenler için finansman paketinin faydasını maksimize etmek için çalışır.

Koşulların bir seviyede olmasını sağlamak için finansman ekibi resmi olarak teklif verenlerin tamamına finansman teklifini sunar. Teklif verenler finansman teklifini kullanıp kullanmamakta tamamen serbesttirler. Teklif vermenin ilk turu tamamlandığında finans takımı her bir teklif verenle ayrı ayrı çalışmak adına dağılır. Bu her bir teklif verenle ayrı ayrı çalışan her bir finansman ekibi finans paketinin teklif veren için özelleştirilmesi, değiştirilmesi veya geliştirilmesi konularında birlikte çalışırlar. Bu noktada ayrı ayrı çalışan her bir finans ekibi birbirleriyle rekabet halindedirler. Anlaşma bittikten ve finans kaynağı oluşturulduktan sonra finansman ekibi ödemelerini finansman ücreti şeklinde alır.

Zımbalanmış finansman sürecini yukarıda verilen bilgiler ışığında özetleyecek olursak ilkin satılacak varlığın ya da firmanın kredilendirmeye değer olacak olması çok önemlidir. İkincisi satıcının zımbalanmış finansman için rızasının alınması ve teklif paketinin oluşturulabilmesi için danışman ve finansman ekiplerinin birlikte çalışmalarının daha iddialı bir teklif için ön koşullarda biri olmasıdır. Üçüncü olarak kendi pazarlama faaliyetlerine başladıkları andan itibaren danışman ve finansman ekiplerinin arasında birbirlerinden bilgi elde etmelerini engelleyecek bir duvarın örülmesi gerekliliği bankanın itibarının korunması açısından önem arz etmektedir. Son olarak teklif veren firmalarla ayrı ayrı an finansman ekibinin bölünmesiyle oluşturulan farklı finansman ekiplerinin görüşmesi ve finansman teklifini teklif verenle birlikte geliştirmeye ve teklif verene uydurmaya çalışması ve teklif verenlerden herhangi birinin açık artırmayı kazanması ile süreç son bulmaktadır.

### C. Dünyadan Zımbalanmış Finans Örnekleri

Çalışmanın bu bölümünde London Business School tarafından hazırlanmış olan verilere göre bazı Zımbalanmış Finansman örneklerine yer verilmektedir. Bu örnekler aşağıdaki tabloda ana hatlarıyla verilmiştir. Tabloda yer alan bu bilgiler çeşitli bankalarla ve özel yatırım fonlarıyla yapılan görüşmeler neticesinde elde edilmiştir. Bu yüzden tabloda yer alan bilgilerin

zımbalanmış finansman kullanan bütün anlaşmaların ortak noktası olmadığı göz ardı edilmemelidir (Cooper, I. ve Guzman, A., 2003; 19).

Satıcı	Hedef	Ülke	Sanayi	Alıcı	Fiyat(Mil)	Tarih	Teklif
Trivest	Aero Products	Amerika Birleşik Devletleri	Havacılık sektörü	Investcorp Bankası	Bilinmiyor	11/2002'de tamamlandı	Kabul edildi
Clayton, Dubilier & Rice	Jafra Cosmetics	Meksika	Kozmetik	Bilinmiyor	Bilinmiyor	Bilinmiyor	Kabul edildi
E.ON AG	Viterra Energy Services	Almanya	Elektrik ve su ölçüm ekipmanları	CVC Capital Partners	875\$	04/2003'de tamamlandı	Kısmen kabul edildi
Interbrew	Interbrew SA-Carling	İngiltere	Biracılık	Adolph Coors	1,727\$	02/2002'de tamamlandı	Fiyatı artırmada kullanıldı
Elis Group	Elis Group	Fransa	Keten kumaşlar temizlik hizmetleri	Paribas Affaires	1,510\$	07/2002'de tamamlandı	Fiyatı artırmada kullanıldı
Odyssey Invest Partners	TransDigm	Amerika Birleşik Devletleri	Havacılık parçaları	Warburg Pincus	1,100\$	07/2003'de tamamlandı	Kabul edildi
Tyco Int.	Tyco Int.	Amerika Birleşik Devletleri	Plastik Ürünler	Aranıyor	Bilinmiyor	Bilinmiyor	Fiyatı artırmada kullanıldı

### III. Sonuç ve Öneriler

Küreselleşme ile birlikte artık iş dünyasında oyunun kuralları yeniden yazılmakta ve işletmelerin en temel amaçlarından biri olan varlıklarını devam ettirme çabaları farklı boyutlar kazanmaktadır. İş dünyasında artık bir fenomen haline dönüşen birleşme ve satın alma kimi zaman bir gereklilik olarak uygulansa da çoğu zaman büyümenin, farklı sektörlerle girmenin, teknolojik alt yapıyı daha ucuza elde etmenin ve çeşitlendirme yapılarak hem riskin azaltılmasının hem de mevsimsel etkilerden kaçınılmanın temel yolu olarak

Kabul görmektedir. Bu bağlamda yapılan birçok çalışma alıcının faydasını nasıl maksimize edeceğine yönelmişken, satıcının kendi faydasını nasıl ve hangi yollarla maksimize edeceğine dair sınırlı sayıda çalışma bulunmaktadır.

Çalışmada satıcının firmasını ya da kendisine ait bir varlığı satarken faydasını maksimize etmede kullanacağı araçlardan olan Zımbalanmış Finansman metodunun açıklaması, avantajları ve dezavantajları satıcı-alıcı-danışman açısından açıklanmaktadır. Zımbalanmış finansmanda esas olan nokta firmasını satışa çıkaran satıcının finansal danışmanları ile birlikte şirketine bir değer biçmesi ve danışman olan bankanın da firmaya ait bilgilere ve biçilen değere eklenmek şartıyla bir finansman paketi oluşturması ve finansman paketi eklenmiş (zımbalanmış) paketin potansiyel alıcılara sunulmasıdır (Pove, P. ve Singh, R., 2010; 927). Bu yöntemle satıcı daha fazla potansiyel alıcıya ulaşırken, finans paketi sayesinde beklediği satış fiyatı elde edecekken, alıcı ise alacağı varlığın bir finans kurumu olan banka tarafından kredilendirilmeye değer görülmüş olmasından ve ihtiyacı olan fon kaynağının da sağlanacak olmasından dolayı rahatlamaktadır. Bununla birlikte bankanın satıcı için danışman alıcı için finansör rolünü üstleniyor olması oluşabilecek bir çıkar çatışması nedeniyle hem satıcıyı hem de alıcıyı endişeye sevk etmektedir. Bununla birlikte gerçek şu ki Zımbalanmış finansman geniş bir şekilde kullanılmadığından satıcılar zımbalanmış finansmanı değer yaratan temel bir mekanizma olarak görmemektedirler.

Avrupa’da ve Amerika’da artan bir oranda kullanılmakta olan bu yöntemin Türkçe literatüre dâhil edilmesi büyük bir önem arz etmektedir. TÜSİAD verilerine göre Türkiye’de son yıllarda artan bir ivme kazanan birleşme ve satın alma işlemlerinde zımbalanmış finansmanın kullanılmaya başlanması bu çalışmayla gerçekleştirilmek istenen ana hedeftir.

Gelecekte yapılacak çalışmalarda bankaların zımbalanmış finansmana bakış açıları, Zımbalanmış Finansmanın Türkiye’de kullanıp kullanılmayacağı, firmalarını satmak isteyen kişi ya da kurumların zımbalanmış finansmana olan ihtiyacı gibi konular incelenebilir.

### Kaynaklar

- Carlsson-Sweeny, A. (2010), *The Return of Stapled Financing*, Practical Law Publishing and Practical Law Company, Erişim tarihi: 20 Haziran 2013, [practicallaw.com](http://practicallaw.com).
- Cooper, I. ve Guzman, A. (2003), *Stapled Financing as a Mechanism for Adding Value to Asset Divestitures- The Case of BP*, London Business School Sloan Program.
- Daniels, S.F. ve Ahmad, F. (2012), *Stapled Financing and Delaware’s Del Monte Decision: Private Equity Buyer Beware?*, Global Reference Guide 2012: Private Equity & Venture.

- Gregoriou, G. N. Ve Renneboog, L (2007), *International Mergers and Acquisitions Activity Since 1990: Recent Research and Quantative Analysis*, Elsevier Inc.
- Guerrera, S., Kling, L.R., Saunders, R.S., ve Ward, S. (2012), *Stapled Financing in the Aftermath of Delaware's Del Monte Decision*, Insight Capital Markets 2012.
- Gülmez, H. (2006), *Şirket Birleşmelerinde ve Satın Almalarında Normal Üstü Getiri ve Bir Türkiye Uygulaması*, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı.
- Hope, T.J. (2008), *The Value of Second Opinions in Stapled Financing Transactions*, Erişim Tarihi: 10 Haziran 2013, <http://www.srr.com/article/value-second-opinions-stapled-financing-transactions>.
- Miller, K. (2006), *In Defense of Stapled Finance*, The M&A Lawyer Sayı 10 No.1
- Pove, P. ve Singh, R. (2010), *Stapled Finance*, The Journal of Finance Sayı 65 No.3.
- Smith, T., *An Introduction to Stapled Financing Pre-arranged acquisition finance in an illiquid market*, Erişim tarihi: 30 Haziran 2013, [http://www.traverssmith.com/media/581665/an\\_introduction\\_to\\_stapled\\_financing.pdf](http://www.traverssmith.com/media/581665/an_introduction_to_stapled_financing.pdf).
- Vazirani, N. (2012), *Merger and Acquisitions Performance Evaluation- A Literature Review*, SIES Journal of Management Sayı 8 No.2 <http://www.investopedia.com/terms/s/staplefinancing.asp>, Erişim tarihi: 12 Haziran 2013.