

İntihal | Plagiarism: Bu makale, en az iki hakem tarafından incelendi ve intihal içermediği teyit edildi.

| This article has been reviewed by at least two referees and scanned via a plagiarism software.

ANONİM ŞİRKET BİRLEŞMELERİNDE AYRILMA AKÇESİ

THE OPT-OUT FUND IN JOINT STOCK COMPANY MERGERS

Prof. Dr. Hayri Bozgeyik*

Şule Işın**

ÖZ

Şirket birleşmelerinde pay sahipliğinin devamı kural olmakla birlikte Türk Ticaret Kanunu'nda buna bir istisna olarak pay sahipleri için ayrılma akçesi olarak ayrılma hakkı düzenlenmiştir. Birleşmede kural olarak devralan şirket, devredilen şirketteki payları elde edecek değerinde pay ve haklar üzerinde talep imkanına sahip olmakta, böylece, devrolunan şirketteki her bir ortağın eski şirketteki payının değeri karşılanmakta ve bu pay sahipleri sahip oldukları eski payların verdiği eşit haklara sahip olmaktadır. Pay sahiplerinin ayrılma hakkı ve ayrılma akçesi talep imkânı yenilik doğurucu bir hak niteliğindedir. Birleşmede çıkarma hakkının sadece devredilen şirket ortakları için tanınmış olması, birleşme ile devralan şirket bünyesinde bir sinerji yakalamanın amaçlandığını göstermektedir. Ayrılma akçesi talep hakkı, devredilen şirket ortaklarına tanınmış bir haktır. Seçim hakkı tek taraflı bir bildirimle kullanılmakta ve bildirim devralan şirkete ulaştıkça hüküm doğurmaktadır. Ayrılma akçesi için belirlenecek değer, elde edilecek şirket paylarının gerçek değeri olması, gerçek değer hesaplanmasında birleşme sonucu sona eren şirketin değerinin değil, yaşayan şirketin değerinin baz alınması gerekmektedir. Payın gerçek değeri, şirket varlıkları ve kârlılık durumu gibi şirketin finansal verilerine ilişkin birtakım unsurlar göz önünde bulundurularak hesaplanan pay değeridir. Payın gerçek değer belirlenmesi konusunda finans öğretisinde çeşitli yöntemler dile getirilmekte birlikte kanaatimizce her duruma uygulanacak bir tek yöntem yerine somut olayın özelliklerine bakılarak bir belirlenme yapılması daha uygun olacaktır.

Anahtar Kelimeler: Şirket birleşmeleri, birleşmede çıkarma hakkı, pay sahiplerinin çıkma hakkı, ayrılma akçesi, birleşme sözleşmesi

* Ankara Yıldırım Beyazıt Üniversitesi Hukuk Fakültesi Ticaret Hukuku Ana Bilim Dalı.

[0000-0002-9974-7459](mailto:hbozgeyik@aybu.edu.tr) hbozgeyik@aybu.edu.tr

** Arş. Gör., Ankara Yıldırım Beyazıt Üniversitesi Hukuk Fakültesi Ticaret Hukuku Ana Bilim Dalı.

[0000-0002-7422-6278](mailto:suleisin@aybu.edu.tr) suleisin@aybu.edu.tr



ABSTRACT

Although the continuation of shareholding is the rule in mergers, the Turkish Commercial Code regulates an opt out right and fund for shareholders as an exception to this rule. In a merger, as a rule, the acquiring company has the right to claim the shares and rights with the value that will acquire the shares in the transferred company, thus, the value of the shares of each shareholder in the transferred company in the old company is met and these shareholders have rights equal to the rights granted by the old shares they hold. The shareholders' right to exit and the right to demand a separation fund is an formative right. The fact that the right to exit in a merger is recognised only for the shareholders of the transferred company shows that the merger aims to achieve a synergy within the transferee company. The right to demand an opt out fund is a right granted to the shareholders of the transferred company. This right is exercised through a unilateral notification and becomes effective when the notification reaches the transferee company. The value to be determined for the opt out fund must be the real value of the company shares to be acquired. The calculation of the real value shall be based on the value of the surviving company, not the value of the company terminated as a result of the merger. The real value of the shares is the value of the shares calculated by taking into consideration certain factors related to the financial data of the company, such as the company's assets and profitability status. Although various methods are mentioned in the finance doctrine on the determination of the real value of the share, in our opinion, it would be more appropriate to make a determination based on the characteristics of the concrete case rather than a single method to be applied to all cases.

Keywords: Merger, squeeze out merger, opt-out right, opt-out fund, merger contract.

GİRİŞ

6102 sayılı TTK ile şirket birleşmeleri, şirketler hukukunda önemli bir kurumsal yapılanma modeli haline gelmiştir. Bu sayede iki veya daha fazla şirket bir araya gelerek tek şirketi oluşturmaktadır. Bunlardan ilk modelde, birleşmeye katılan birden fazla şirket yeni bir şirket altında toplamakta, diğerinde ise şirketlerden biri devralan sıfatıyla diğer şirketi kendi bünyesine katmaktadır. Birleşme sonrasında bunlardan ilkinde her iki şirketin, diğerinde ise devrolunan şirketin tüzel kişiliği sona ermektedir.

Birleşmenin tüzel kişiliği son bulan şirketin pay sahipleri bakımından önemli hukuki sonuçları ortaya çıkmaktadır. Birleşmeye hâkim olan temel ilke pay sahipliğinin devamıdır. Konu TTK 140 ile düzenlenmiş ve pay sahiplerine devralan ya da yeni kurulan ortaklıktan verilecek payların nitelik ve niceliği belli kurallara bağlanmıştır.

Birleşme ile pay sahipliği sıfatının korunması esas kural iken buna ilk defa yürürlükteki TTK ile bir istisna getirilerek ayrılma akçesi düzenlenmiştir. Ayrılma akçesi ile devredilen şirket pay sahipleri birleşmeye katılmaksızın pay sahipliği sıfatını kaybetmekte ve karşılığında TTK 141’de öngörülen ayrılma akçesini talep hakkını haiz olmaktadır.

I. BİRLEŞME VE PAY SAHİPLİĞİNE ETKİSİ

Şirket birleşmesi, *birden fazla ticaret şirketinin tasfiye edilmeksizin tek şirket haline gelmesi* şeklinde tanımlanabilir (TTK 136 vd.). Ticaret şirketlerinde birleşme farklı şekillerde gerçekleşmekte¹, iki veya daha fazla şirket, bunlardan biri veya kurulan yeni şirket altında bir araya gelmekte ve böylece birleşmeye katılan şirketlerin pay sahiplerine, bu şirketin payları verilmektedir². Bunlar, *devralma şeklinde birleşme* veya *yeni kuruluş şeklinde birleşme* olarak nitelenmektedir.

Birleşme sonucunda bir ticari şirket, malvarlığı tasfiye edilmeden başka bir şirket tarafından devralınmakta, birçok ticari şirketin malvarlığı, yeni kurulan şirkete kendiliğinden geçmekte ve devredilen şirket paylarının sağladığı haklar ortadan kalkmaktadır.

Pay sahiplerinin ortaklık statülerinin devam etmesi, ticaret şirketlerinin birleşmesine hâkim olan ilkelerden biridir³. Her ne kadar “devamlılık ilkesi” bir temel ilke⁴ olsa da 6102 sayılı TTK’nın 141. maddesi ile buna bir istisna öngörülerek⁵, pay sahiplerine bir yenilik doğurucu hak tanınmış⁶ ve böylelikle pay sahipliğinin devamlılığı ilkesine istisna getirilmiştir.

Birleşmede kural olarak devralan şirket, devredilen şirketteki payları elde edecek değerde pay ve haklar üzerinde talep imkânına sahiptir. Bu talep hakkı, birleşen şirket malvarlığı ve oy

¹ Hikmet Sami Türk, *Ticaret Ortaklıklarının Birleşmesi*, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Enstitüsü, 1986, s. 41.

² Hamdi Yasaman, *Anonim Ortaklıklarının Birleşmesi*, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Enstitüsü, 1987, s. 5.

³ Öztürk Almaç, Tuğçe, “Ticaret Şirketlerinin Birleşmesinde Ortaklık Haklarının Devamlılığı İlkesi”, *Konya Karatay Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, Konya 2018, s. 31 vd.

⁴ Sevda Bora, “Şirket Birleşmeleri ve Birleşme Sözleşmelerinde Ortaklıktan Çıkarma”, *Terazi Hukuk Dergisi*, 11/124 (2016): s. 37-50.

⁵ Ünal Tekinalp, “Birleşmelerde Ayrılma Akçesi”, *REGASTA*, 2/1 (2012), s. 22.

⁶ Bilge Develi, “6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Çerçevesinde Ayrılma Akçesi”, *Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 27/1-2 (2013), s. 444.

hakları gibi hususlar göz önünde bulundurularak hesaplanmaktadır (TTK 140/1). Böylece, devrolunan şirketteki her bir ortağın, eski şirketteki payının değeri karşılana ve eski payların verdiği eşit haklara sahip olmaktadır.

Birleşmede ayrılma hakkı, birleşme işlemine katılmak istemeyen veya şirketteki düzeni bir anlamda “fesada düşürme” ihtimali olan azınlığın, paylarının gerçek değerini alarak, birleşme işlemine katılmadan ve bir anlamda “birleşme sonucu ortaya çıkacak yeni şirketin kazanaacağı seviyeyi zarara uğratmadan” şirketten ayrılmasını mümkün kılmaktadır⁷.

II. AYRILMA AKÇESİ

A. GENEL OLARAK

Şirket birleşmelerinde pay sahipleri için ayrılma akçesinin düzenlenme amacı TTK 141 hükmünün gerekçesinde yer almaktadır. Buna göre ayrılma akçesi olarak şirketten ayrılma hakkının “birleşmeyi kendi menfaatine aykırı gören, bu işleme katılmak istemeyen yapılan birleşme anlaşmasını kendi çıkarlarına uygun görmeyen devrolunan şirket ortaklarını devralan şirkette baskı ve zorla tutmanın yanlış ve hatalı” olmasından ötürü düzenlendiği anlaşılmaktadır.

Pay sahiplerinin ayrılma kararı almaları ve ayrılma akçesi talep etmeleri “seçimlik yenilik doğurucu” (inşai) bir haktır. Doktrinde söz konusu hakkın, birleşmeye katılan şirketler tarafından pay sahiplerine “tanınabilecek haklar” şeklinde ifade edilmesinin sorun oluşturduğu ve bu ibarenin *tanınacak haklar* şeklinde olması gerektiğine dikkat çekilmektedir⁸.

Ayrılma akçesi belirlenirken payların borsa değeri, bu yoksa gerçek değeri esas alınmakta, bu nakit olabileceği gibi başka bir şirket payı veya menkul kıymet de olabilmekte⁹, nakit olduğundan ödeme, üzerinde serbestçe tasarruf edilebilen yedeklerden yapılmaktadır¹⁰.

Hükmün gerekçesinde yer aldığı üzere ayrılma akçesinin “sermayenin iadesi şeklinde olmaması” gerektiğinin belirtilmesi öğretide eleştirilmekte ve gerçek sermayenin, nominal sermayeye eşit veya bundan düşük olması durumunda ayrılma akçesinin sermayenin iadesi şeklinde olabileceği savunulmaktadır¹¹.

⁷ Develi, “Ayrılma Akçesi”, s. 447; Ayrılma hakkı ve ayrılma akçesi kavramları için bkz. Sadiye Sıla Bakırcı, “Şirketler Hukukunda Birleşme İşlemleri Sebepiyle Ayrılma Akçesi”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2020.

⁸ Reha Poroy, Ünal Tekinalp ve Ersin Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku C. 1*, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2019, s. 54; Nevzat Akbilek, *Türk ve Avrupa Birliği Hukukunda Anonim Şirket Birleşmelerinde Pay Sahibinin Korunması*, Ankara: Adalet Yayınevi, 2009, s. 183; Tekinalp, “Ayrılma Akçesi”, s. 25; Yusuf Ziya Sönmez, *Anonim Ortaklıklarda Pay Sahiplerinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı*, İstanbul: Beta 2009, s. 201; Hülya Coştan, *Türk Ticaret Kanunu Tasarısı Hükümlerine Göre Anonim Şirketin Birleşme, Bölünme ve Tür Değiştirme Yoluyla Yeniden Yapılanmasında Alacaklıların Korunması*, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2009, s. 172. Karş. Yağmur Şimşek, “6102 Sayılı TTK Hükümleri Uyarınca Birleşme Prosedürü ve Sonuçları”, *Maltepe Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, İstanbul 2022, s. 178.

⁹ Hasan Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Genel Esaslar*, Ankara: Adalet 2017, s. 78.

¹⁰ Moroğlu, 54.

¹¹ Akbilek, *Pay Sahibinin Korunması*, s.183.

Anonim şirkette yüzde doksan pay oranına sahip çoğunluğa, sürekli sorun çıkaran bazı pay sahiplerini ayrılma akçesi ödeyerek de şirketten çıkarma hakkı tanınmıştır¹². Madde gerekçesinde, bu düzenleme ile şirket iç barışının hedeflendiği belirtilmektedir (TTK 141/2)¹³. Yüzde doksan oy nisabı şartıyla ortaklar bazı pay sahipleri için sadece ayrılma akçesi öngörebilmektedir (TTK 151/5). Bu durum, pay sahipliği ve pay sahipliği haklarının devamlılığı ilkelelerinin en önemli istisnası olup bu halde pay sahibi, rızasına bakılmaksızın ortaklıktan çıkarılmaktadır.

Birleşme sözleşmesinde her iki usule; yani hem *ayrılma akçesi alarak çıkma* hem de *ayrılma akçesi vererek çıkartmaya* yer verilmesi halinde izlenecek yöntem kararın genel kurulda yüzde doksan veya üzeri oy nisabıyla kabul edilmesi olmaktadır (TTK 151/5)¹⁴. Ancak burada dikkat edilmesi gereken husus, bu kuralın yalnızca ayrılma akçesi vererek şirkette istenmeyen pay sahiplerinin uzaklaştırılması durumunda gerekli olduğudur (TTK 141/2 ve 151/5). *Ayrılma hakkı vererek çıkarma* durumunda aranan bu şartın, ayrılma hakkı alarak çıkmada aranmaması gerekmektedir.

TTK 141/2 hükmü, bu şekliyle sanki TTK 141/1 uyarınca ayrılma akçesi alabilecek tüm pay sahipleri için ortaklıktan çıkmanın mecburi tutulmasına yönelik anlam içerdiği noktasından eleştirilmiştir¹⁵. Doktrinde, gerekçeyle birlikte değerlendirildiğinde açıklık kazandığı, ancak hükmün kötü kaleme alındığı ifade edilmiş ve TTK 141/2’de geçen “*sadece*” sözcüğünden önce “*bazı pay sahiplerine*” ifadesinin eklenmesi gerektiği belirtilmiştir¹⁶. Kanaatimizce hükmün gerekçesinde yer alan “*arzu edilmeyen, devamlı sorun çıkaran azınlığı veya ortağı, ayrılma akçesini ödeyerek şirketten çıkarma hakkı büyük çoğunluğa verilmiştir*” ifadesiyle şirketten çıkarılacak pay sahipleri oranına sınır getirildiği görüşü¹⁷ yerinde olduğundan, TTK 141/2 hükmünün belirsizliğe neden olduğu düşünülmemelidir.

Birleşme dolayısıyla ortakları şirketten çıkarma hakkı sadece devreden şirkete tanınmıştır (TTK 141/2). Birleşme ile oluşacak sinerjinin özellikle devralan şirket bünyesinde sağlanması amaçlandığına göre, kanaatimizce birleşmeye muhalif pay sahipleri için öngörülen ortaklıktan çıkarma hakkının, devralan şirket açısından da tanınması gerekmektedir¹⁸.

Öğretide, birleşme ile istenmeyen azınlığa karşı çıkarma hakkının kullanılmasının özellikle borsada yatırım yapan kişiler açısından tehlikeli olabileceği görüşü ileri sürülmüş, mesela borsa endeksinin düşük olduğu bir dönemde veya salt bilanço değeri üzerinden yapılacak bir

¹² Pulaşlı, *Genel Esaslar*, s. 107. Düzenlemeyi karşı. TTK 208 kapsamında şirketler topluluğunda “şirketin çalışmasını engelleyen, dürüstlük kuralına aykırı davranan, fark edilir sıkıntı yaratan veya pervasızca hareket eden” azınlık pay sahiplerinin çıkarılması hakkında bkz. Muhammed Sulu, “Şirketler Topluluğunda Satın Alma Hakkı, Ayrılma Akçesi ve Anonim Şirketten Çıkarma Üzerine Düşünceler”, *İstanbul Hukuk Mecmuası*. 80/1 (2022), s. 213-248.

¹³ Akbilek, *Pay Sahibinin Korunması*, s. 185.

¹⁴ Coştan, *Alacaklıların Korunması*, s. 113.

¹⁵ Akbilek, *Pay Sahibinin Korunması*, s. 185.

¹⁶ Sönmez, *Ortaklıktan Ayrılma Hakkı*, s. 184.

¹⁷ Yurdal Özatlan, *Anonim Şirket Birleşmelerinde Ortaklık Paylarının ve Ortaklık Haklarının İncelenmesi Davası (Denkleştirme Davası)*, İstanbul: Onikilevha, 2014, s. 132.

¹⁸ Aynı yönde, bkz. Özatlan, *Denkleştirme Davası*, s. 133.

çıkarma işleminin azınlık pay sahiplerini zarara uğratabileceği dile getirilmiştir¹⁹. Ayrılma akçesini yeterli bulmayan pay sahiplerinin birleşme kararının ilanından itibaren iki ay içinde mahkemeden denkleştirme akçesi isteme imkânı bulunmaktadır (TTK 191).

B. HAK SAHİBİ

Ayrılma akçesi talep hakkı, devredilen şirket ortaklarına tanınmış bir haktır²⁰. TTK 141'in gerekçesinde de ifade edilen bu durum yerinde bir düzenlemedir²¹. Zira böylece, değişimden etkilenen²² pay sahiplerine yeni kurulan veya devralan şirketten pay verilmesi yerine, ayrılma akçesi alarak birleşmeye girmeme imkânı tanınmıştır. Ancak, ayrılma akçesi için belirlenecek değer, elde edilecek şirket paylarının gerçek değeri olması gerekmektedir.

Devralan şirketteki pay sahiplerinin pay ve ortaklık hakları bakımından değişiklik söz konusu olmayacaktır²³. Bu durumun istisnası yeni kuruluş yoluyla birleşmedir. Bu birleşme türünde birleşmeye katılanların tamamı devrolunan şirket olarak kabul edildiğinden ayrılma hakkının bütün ortaklara tanınması gerekmektedir²⁴.

Ayrılma hakkının kime tanındığı TTK 141/1 hükmünde belirtilmiştir. Hükmün gerekçesinde yer alan “*birleşmeyi kendi menfaatlerine gören devredilen şirketin ortaklarını zorla devralan şirkette tutmak doğru değildir*” ifadesi ile sanki gerekçede ayrılma hakkının sadece birleşmeye onay vermeyen hak sahiplerine tanındığı sonucu çıkarılabilecektir. Aynı sonuca TTK 151/5 düzenlemesinde geçen “*birleşme sözleşmesi bir ayrılma akçesi öngörüyorsan buna ilişkin kararın, devreden şirket şahıs şirketi ise oy hakkına haiz ortaklarının sermaye şirketi ise şirkette mevcut oy haklarının yüzde doksanının olumlu oylarıyla onaylanması şarttır*” hükmünden de varılabilmekle birlikte, ayrılma hakkına, devredilen şirketin her bir ortağı sahiptir. Ortağın bu hakka sahip olabilmesi için birleşme kararına olumsuz oy vermiş olması gerekmemektedir²⁵. Bu konuda Türk hukuku, sadece birleşme kararına olumsuz oy veren ortaklara ayrılma hakkının tanındığı Alman hukukundaki düzenlemeden ayrılmaktadır²⁶.

Burada dikkat edilmesi gereken husus, ayrılma hakkını gösteren TTK 141/1'in ve nisap miktarını gösteren TTK 151/5'in TTK 202'den ayrılan yönleridir. Zira hâkimiyetin hukuka aykırı kullanılması (TTK 202) halinde, bağlı şirketin pay sahiplerine tanınan ayrılma hakkı TTK 141/1 ve 151/5'ten farklıdır. TTK 202'de “*hâkim şirketin, hâkimiyetini bağlı şirkete kayba uğratacak şekilde kullanması ve hâkim şirketin bu yüzden doğan kaybı denkleştirememesi halinde bağlı şirketin her pay sahibi, hâkim şirketten ve onun kayba sebep olan yönetim kurulu üyelerinden şirketin zararının tazminini*” isteyebileceği öngörülmektedir. Buna ilaveten

¹⁹ Çağlar Manavgat, *Aleni Pay Alım Teklifi*, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, 1997, s. 538-539.

²⁰ Fena İpek Kayalı, *Türk Ticaret Kanunu'na Göre Birleşmeler*, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2014, s. 53.

²¹ Sönmez, *Ortaklıktan Ayrılma Hakkı*, s. 94.

²² Coştan, *Alacaklıların Korunması*, s. 171.

²³ Şengül Al Kılıç, *Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Ticaret Şirketlerinin Birleşmesi*, İstanbul: Beta, 2009, 50.

²⁴ İpek Kayalı, *Birleşmeler*, s. 253.

²⁵ Kürşat Göktürk, “Türk Ticaret Kanunu'na Göre Ticaret Şirketlerinin Birleşme Süreci ve Bazı Sorunlar”, *Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 27/1-2 (2013), s. 645.

²⁶ İpek Kayalı, *Birleşmeler*, s. 253.

konuya TTK 202/2 hükmünde de açıklık getirmektedir. İlk dava bağlı şirketin zararlarının tazminine, ikinci dava ise pay sahiplerinin zararlarının tazminine yönelik olacaktır²⁷.

TTK 202’de düzenlenen *bağlı şirket pay sahibinin ayrılma hakkı*, genel kurul kararına karşı red oyu kullanıp bunu tutanağa geçirmeye veya yönetim kurulunun bu konudaki kararına yazılı olarak itiraz etmeye bağlıdır. Buna karşılık TTK 141/1’de ayrılma akçesini talep eden pay sahipleri için herhangi bir şart öngörülmemiştir. TTK 141/1 hangi pay sahiplerine hangi şartlarda bu imkânın tanınacağını belirtmemektedir. Maddenin gerekçesinde birleşme sözleşmesinde ayrılma akçesinin seçimlik olarak tanınması halinde, pay sahiplerinin bunu hangi şartlarda alabileceğine dair bir ayrım yer almamaktadır. Bu durum neticesinde TTK 141/1’in ayrılma akçesi talep eden ortaklarına herhangi bir şart ve sınırlama getirmediği görülmektedir²⁸.

Ayrılma hakkının her ortak tarafından kullanılabilmesi, devredilen şirketin tüm ortaklarının seçimlik ayrılma hakkını kullanmak istemeleri halinde birleşmenin akıbetinin ne olacağı sorusunu gündeme getirmektedir. Tüm pay sahiplerinin ortaklıktan ayrılması veya paylarının gerçek değerinin karşılığını talep etmesi durumunda birleşme ile amaçlanan hedefler olumsuz etkilenecek, hatta bu durumda birleşme işlemi anlamsız olacak veya gerçekleşmeyecektir. TTK 141’in gerekçesinde “*bütün pay sahiplerinin veya çok sayıda ortağın ayrılma akçesini almak istemesi, birleşmenin gerçekleşmemesi olasılığını ortaya çıkarabilir*” ifadeleriyle bu noktaya dikkat çekildiği görülmektedir. Bu problem öngörülmesine rağmen yine gerekçenin devamında “*bu da bir sakınca değil, pay sahipleri demokrasinin gereği olarak değerlendirilmelidir*” şeklindeki yaklaşım kanaatimizce ortaya çıkan veya çıkacak olan sorunu çözmemektedir. Kanunda tüm devreden ortaklık pay sahiplerinin ayrılmasına ilişkin bir düzenleme olmasa da kanaatimizce bu konuda sayıya veya orana bir sınır getirilmesi daha isabetli görülmektedir²⁹.

C. HUKUKİ NİTELİĞİ

Seçimlik ayrılma akçesinin hukuki niteliği hakkında kanunda bir açıklık bulunmamaktadır (TTK 141/1). Seçim hakkı tek taraflı bir bildirimle kullanılmakta, bildirim devralan şirkete ulaşıncaya hüküm doğurmaya ve kararın kesinliği karşı tarafa ulaşıncaya oluşmaktadır.

Zira kararından dönmek isteyen pay sahibi bildirim karşı tarafa ulaşıncaya kadar dönebileceği bir zamana sahiptir. Bildirim karşı tarafa yani devralan şirkete ulaştığında ise artık kararından dönmeyecektir³⁰. Bu durumda seçim hakkını kullanmak isteyen ortak, seçim hakkının kullanma süresi bitmese dahi beyanını kural olarak geri alamayacaktır.

Bunun istisnası birleşme sözleşmesinde yer alabilecektir. Birleşme sözleşmesinde bu hakkın kullanma süresi içinde, ayrılma hakkının içeriğinde değişiklik olabileceği kararlaştırılabilecek³¹, pay sahibi, ayrılma hakkını kullandıktan sonra bu karardan geri dönemeyecektir.

²⁷ Ünal Tekinalp, *Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku*, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2015, Nr. 23-100.

²⁸ Özatlan, *Denkleştirme Davası*, s. 123-124.

²⁹ Aynı yönde, bkz. Özatlan, *Denkleştirme Davası*, s. 128.

³⁰ M. Kemal Oğuzman ve Turgut Öz, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler C. 1*, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2012, s. 289.

³¹ İpek Kayalı, *Birleşmeler*, s. 53

Ç. DAYANAĞI

Ayrılma akçesinin gündeme gelebilmesi için birleşme sözleşmesinde yer alması gerekmektedir. Bunun tek istisnası kolaylaştırılmış birleşme usulüdür (TTK 155). Bu durumda devralan şirket, devredilen şirketin ortaklarına kendi paylarına eşit pay sunmak veya bu payların karşılığında gerçek değerleri üzerinden hesaplanan bir bedel teklif etmek zorundadır. Kolaylaştırılmış birleşme usulünde, devralan şirketin ayrılma akçesi teklifini seçimlik olarak sunması gerekmektedir³².

Kolaylaştırılmış birleşme, hukukumuzda 6102 sayılı TTK ile girmiş olup sadece sermaye şirketleri içindir. TTK 155 uyarınca kolaylaştırılmış birleşme iki şekilde söz konusu olabilmekte, bunun için devralan şirketin devrolunan şirketin oy hakkı olan bütün paylarına sahip olması veya oy hakkı veren paylarının tamamına veya en az yüzde doksanına sahip olması gerekmektedir.

TTK 155 hükmünün diğer birleşmelerden ayrılan yönü, birleşmenin işleyiş sürecini kolaylaştırmasıdır. Birleşme sözleşmesinin taraflarca kabulünden sonra işlem yapılmış sayılmakta, birleşme raporu, birleşmeye ilişkin denetim, pay sahipleri için öngörülen inceleme hakkı ve genel kurul onayına gerek kalmamaktadır³³.

Ayrılma hakkının varlığından söz edebilmek için gereken bir başka şart ise TTK 151/5’te yer almaktadır. Anılan düzenleme “*birleşme sözleşmesi bir ayrılma akçesi öngörüyorsa bunun, devreden şirket şahıs şirketi ise oy hakkını haiz ortaklarının, sermaye şirketi ise şirkette mevcut oy haklarının yüzde doksanının olumlu oylarıyla onaylanması şarttır*”³⁴ şeklindedir. Bu düzenleme ülkemize özgü olup, bu hüküm ile ayrılma akçesini düzenleyen ülkelerden ayrılmış bulunmaktayız³⁵. Bu maddenin kaynağı olan FusG Art. 18/3’ün farklı bir düzenlemeye sahip olduğu görülmektedir. Buna göre, birleşme sözleşmesi yalnızca ayrılma bedelini bulunduruyorsa, birleşme kararının, devredilen ortaklıkta oy haklarının yüzde doksanına sahip ortaklar tarafından onaylanması gerekmektedir³⁶. Kaynak kanun ile TTK 151 arasında çok temel iki hususta farklılık bulunmaktadır. FusG. Art. 18/3’te oy hakkı bulunan ortakların yüzde doksanının onayına tabi olan husus, ayrılma hakkı değil, birleşme sözleşmesidir. İkincisi ise bu oranda onay şartı, birleşme sözleşmesinden ayrılma hakkı değil, ortaklara yalnızca ayrılma seçeneğinin sunulması halinde söz konusu olmaktadır³⁷.

FusG Art. 8/2’de pay sahiplerine yalnızca ayrılma hakkı tanınmıştır. TTK 141/2 ise “*birleşmeye katılan şirketler birleşme sözleşmesinde sadece ayrılma akçesinin verilmesini öngörebilirler*” denilmekte olup düzenleme kaynak kanunla paraleldir. Bunun neticesinde devralınan şirketin pay sahipleri, birleşmeyle birlikte devralan ortaklıkta pay sahibi olmaz, nakit olarak

³² Develi, “Ayrılma Akçesi”, s. 448.

³³ Sönmez, *Ortaklıktan Ayrılma Hakkı*, s. 188, 189.

³⁴ Oğuz İmregün, *Kollektif Komandit Ortaklıklar ve Sermayesi Paylara Bölünmüş Komandit Ortaklıklar*, İstanbul: Yasa Yayınları, 1989, s. 39, Abuzer Kendigelen, *Yeni Türk Ticaret Kanunu, Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler*, İstanbul: Onikilevha, 2011, s. 142.

³⁵ Sönmez, *Ortaklıktan Ayrılma Hakkı*, s. 190.

³⁶ İmregün, *Ortaklıklar*, s. 39.

³⁷ Pulaşlı, *Genel Esaslar*, s. 107.

ortaklıktan ayrılırlar. Bu durum ABD'deki nakit karşılığı birleşmeye (*cash out merger*) benzemektedir³⁸.

Birleşme sözleşmesinde pay sahiplerinin hangi oranda, ne gibi şartlarla ayrılma akçesi haklarından yararlanabilecekleri yer alabilir. TTK 141/1'de bunu engelleyen bir hüküm yoktur. Bununla beraber bu hususta eşit işlem ilkesi önem arz etmektedir. Zira birleşme sözleşmesinde bu hakkın yalnızca belirli kişi veya pay gruplarına tanınması halinde, seçimlik haktan faydalanmak isteyip de muvaffak olamayan pay sahipleri bu uygulamanın eşit işlem ilkesine aykırı olduğunu ileri sürebilecektir³⁹.

D. MİKTARI

Ayrılma akçesinin “şirket paylarının gerçek değerine denk” olması gerekmekte (TTK 141/1), “şirket payları” ifadesi ile, “devralan şirketin payları” anlaşılmaktadır. “Gerçek değer”, şirket birleşmelerinde hem denkleştirme akçesi (TTK 191) hem de ayrılma akçesinin (TTK 141) hesaplanmasında ölçü olarak kabul edilmektedir. Birleşme haricinde şirketler topluluğunda (TTK 202/2) ve anonim şirketlerin haklı sebeplerle feshinde (TTK 531) payın gerçek değeri gündeme gelmektedir. Bu nedenle öğretilerde bu iki konuya ilişkin çalışmalarda da payın gerçek değerine ilişkin tartışma ve değerlendirmeler yer almaktadır.

TTK 141 ve hükme kaynaklık eden İsviçre hukukundaki ilgili düzenlemeye (FusG 8) bakıldığında, ayrılma hakkını kullanmak isteyen pay sahibine ödenecek bedelin neye göre hesaplanacağıyla alakalı açıklayıcı bir düzenleme bulunmadığı görülmektedir. Ölçü olarak şirketlere açık kapı bırakıldığı, “borsa değeri”, “marka değeri” veya “gerçek değer”in esas alınma olanağı tanındığı anlaşılmaktadır. Hukukumuzda hükümlerin kaynak hukuktaki belirsizlik ve güvensizlik dikkate alınarak hazırlandığı belirtilmekte, bu nedenle hukukumuz açısından ayrılma akçesinin hesaplanmasında temel alınacak hususun “iktisap olunacak şirket paylarının gerçek değeri” olduğu belirtilmektedir⁴⁰.

TTK 141/1 hükmünde “gerçek değer” açıklamasının yapılmadığı ve bu durumun uygulamaya bırakıldığı ifade edilmektedir. Gerçek değer hesaplanmasında birleşme sonucu sona eren şirketin değeri değil, yaşayan şirketin değeri baz alınacaktır⁴¹. Mevzuatta ortaklık payının gerçek değerini belirten bir hüküm bulunmadığından ve beklendiğinde kararın ardından oluşabilecek değer inişleri pay sahiplerini etkileyebileceğinden⁴², yabancı hukuk uygulamalarına bakarak, değer biçilme anı için birleşme kararının alındığı tarihe en yakın tarih baz alınabilecektir.

Gerçek değer hesaplaması bakımından finans öğretisinde birden fazla yöntemin olduğu ifade edilmekte ve her durumda uygulanacak bir yöntemin öngörülmesinden ziyade somut olayın şartlarına bakılarak bir değerlendirme yapılması gerektiği savunulmaktadır⁴³. Öte

³⁸ Sönmez, *Ortaklıktan Ayrılma Hakkı*, s. 190.

³⁹ Özatlan, *Denkleştirme Davası*, s. 124.

⁴⁰ Pulaşlı, *Genel Esaslar*, s. 77.

⁴¹ Coştan, *Alacaklıların Korunması*, s. 174.

⁴² Sönmez, *Ortaklıktan Ayrılma Hakkı*, s. 124.

⁴³ Muharrem Tütüncü, *Hâkim Şirketin Azınlığın Paylarını Satın Alma Hakkı (Squeeze Out) -TTK md. 208*, İstanbul, 2017, s. 259.

yandan bizim de katıldığımız bir görüşe göre, tercih edilecek yöntemler arasında büyük farklılıklar ortaya çıkması azınlık pay sahibi veya hâkim şirket açısından adil olmayacak bir sonuç doğuracağından farklı metotlarla birden fazla veri elde edilip ortalama bir meblağ belirlenmesi, satın alma bakımından daha hakkaniyetli olabilecektir⁴⁴. Payın gerçek değeri, şirket varlıkları ve kârlılık durumu gibi şirketin finansal yapısına ilişkin birtakım unsurlar göz önünde bulundurularak hesaplanan pay değeridir⁴⁵.

Payın değeri tespit edilirken şirketin değeri kaynak alınıp, şirketin değerinin belirlenmesine yarayan kıstaslar payın değerinin tespitine de yardımcı olacaktır. Burada dikkat edilmesi gereken “piyasa değeri”, “aktif değer”, “satış değeri” ve “tasfiye değeri” gibi kavramlardır. Ayrıca aktif ve pasif varlıkların toplamı ile işletmenin tecrübe ve bilgi birikimi, yöneticilerinin niteliği ve piyasada meydana getirdiği izlenim gibi maddi olmayan varlıklar da gerçek değeri etkilemektedir⁴⁶.

Pay sahibinin elinde bulunan pay sayısının, şirketin değerinin belirlenmesiyle oluşan bir payın gerçek değeri ile çarpılması sonucu elde edilen miktar ayrılma akçesinin tutarını oluşturmaktadır. Yalnız burada dikkat edilmesi gereken payın imtiyazlı olmamasıdır. Pay üzerinde imtiyaz olması veya paya artı değer kazandıracak bir durumun olması halinde bu formül uygulanmayacaktır.

TTK 141/1’de ayrılma akçesi hesaplanırken *şirket paylarının gerçek değerinden* hesaplanacağı vurgulanmakla beraber payın niteliği de göz önüne alınarak gerçek değer hesabı yapılmalıdır. Mevcut hükümde tüm pay sahiplerine aynı oranda ödeme yapılamayacağı, paylar arasındaki değer farklılıklarının da dikkate alınacağı ifade edilmektedir. Bu durum eşit işlem ilkesine aykırı olsa da ayrılma akçesi konunun istisnası olmaktadır. Kıstas alınacak durum imtiyazlı pay ile adi pay arasında veya oy hakkına sahip payla oy hakkı bulunmayan pay arasındaki değer farklılığıdır.

Kanaatimizce payın gerçek değeri birçok kıstas gözetilerek belirlenebilecektir. Yukarıda bahsettiğimiz gibi şirketin piyasa değeri, belirlenecek payın değeri ile hesaplanmaktadır. Fakat burada birçok sıkıntı ortaya çıkmaktadır. Örneğin piyasa değeri, piyasadaki arz ve talebe bağlı olarak değişkenlik gösterebilmekte, yine borsa değeri baz alındığında borsadaki hareketlenmeler olumlu ve olumsuz değeri etkileyebilmektedir.

Ayrılma akçesinin belirlenmesinde asıl olan payın değerinin tespitidir. Emsal konumda olup faaliyet gösteren birkaç şirket paylarının gerçek değeri belirlenip, bunun yanında payın piyasa ve borsa değeri hesaplanarak hepsinin ortak paydası alınarak da ayrılma akçesi bedelinin tespiti mümkündür. Değerleme yöntemleri, karşılaştırma yapılarak belirlenirse doğru sonuca ulaşmada başarılı olunabilecektir.

⁴⁴ Gül Okutan Nilsson, *Türk Ticaret Kanunu Tasarısı’na Göre Şirketler Topluluğu Hukuku*, İstanbul: Onikilevha 2009, s. 411.

⁴⁵ Tütüncü, *Squeeze Out*, s. 258.

⁴⁶ Sönmez, *Ortaklıktan Ayrılma Hakkı*, s. 125.

E. TALEP USULÜ

Ayrılma akçesini talep eden pay sahiplerinin bu isteklerini şirkete bildirmeleri gerekirken, bu bildirim, hakkı talep eden pay sahipleri için bir yasal başvuru niteliği taşımaktadır. Seçim hakkının kullanılmaması, sürenin geçirilmesi veya şartlara riayet edilmemesi sonucunda hakkını kullanamayan pay sahiplerinin üyeliği, birleşmede üyelik haklarının devamlılığı temel ilke olduğundan, devam edecek birleşme sözleşmesinde ayrıca, hakkını kullanamayan ortaklar ile ilgili hüküm de kararlaştırılabilecektir⁴⁷.

Ayrılma akçesini talep eden pay sahiplerinin, bildirimini ne zaman ve ne şekilde yapacağı konusunda Türk Ticaret Kanunu'nda bir düzenleme bulunmamaktadır. İsviçre hukukunda, şirketten ayrılma akçesi almak suretiyle ayrılmak için bu durumun devralan şirkete bildirilmesi gerekmektedir⁴⁸. Doktrinde Türk Ticaret Kanunu'na göre de bildirim şirkete ve yazılı şekilde yapılması gerektiği savunulmaktadır⁴⁹.

F. SÜRESİ

Ayrılma hakkının ne kadar süre içinde kullanılacağı karşılaştırmalı hukukta farklı şekillerde düzenlenmiştir⁵⁰. Örneğin Alman hukukunda yer alan düzenlemeye göre, ayrılma akçesi olarak şirketten ayrılma talebinin birleşme kararının tescilinden itibaren yazılı şekilde yapılması gerekmektedir⁵¹.

Hakkın kullanılacağı süre konusunda bir düzenleme olmaması sebebiyle konunun İsviçre doktrininde tartışmalı olduğu görülmektedir. Bu konuda bir görüş, talebin ilgili kararın alınmasından sonra yapılması gerektiği, bir diğer görüş ise, sürenin, ilgilinin bu konuda bilgi sahibi olması ile başlayacağı yönündedir⁵². İsviçre hukukundaki düzenleme (FusG 16/1) birleşmeyle ilgili GK toplantı gündeminin sahiplerinin bilgisine 30 gün önceden sunulması yönünde olduğundan hak sahiplerinin bu sürede ayrılma talebinde bulunması mümkün olacaktır.

Seçim hakkının hangi tarihten itibaren kullanılacağı da tespit edilmesi gereken başka bir konu olarak durmaktadır. Öğretide savunulan ilk görüş, seçim hakkının birleşme kararından önce ve inceleme hakkının kullanılmasından sonra başlayabileceği yönündedir. Buna göre, ortaklar inceleme hakkını kullandıktan sonra seçim haklarını ne yönde kullanılacaklarına karar verebilecektir. Bu görüş uyarınca birleşme kararından önce de sonra da seçim hakkının kullanılabilirliği savunulmaktadır⁵³. İkinci görüş, seçim hakkının birleşme kararının ilanından sonra

⁴⁷ İpek Kayalı, *Birleşmeler*, s. 260.

⁴⁸ Sönmez, *Ortaklıktan Ayrılma Hakkı*, s. 194.

⁴⁹ Özdoğan, 737 ve 753.

⁵⁰ Develi, "Ayrılma Akçesi", s. 452.

⁵¹ Sönmez, *Ortaklıktan Ayrılma Hakkı*, s. 149. Türk hukuku bakımından ayrılma akçesinin muacceliyeti konusunda bkz. Nihal Koşer, "6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Uyarınca Birleşmede Ayrılma Akçesi", *Türkiye Adalet Akademisi Dergisi*, 9/34 (Nisan 2018), s. 384. Muacceliyet konusunda daha kapsamlı bir inceleme için bkz. Topaloğlu, Mustafa / Özer, Işık, Limited Şirketlerde Ayrılma Akçesinin Muacceliyeti ve Ödenmesi, Terazi, Cilt: 14, Sayı:158, Ekim 2019, s. 1955-1967.

⁵² Sönmez, *Ortaklıktan Ayrılma Hakkı*, s. 149.

⁵³ Coştan, *Alacaklıların Korunması*, s. 284.

iki ay içinde kullanılması gerektiği⁵⁴, bir başka görüş ise, TTK 149'a dayanarak, ortakların inceleme hakkını beklemeden şirket yetkili kurulunda gerekli bilgileri edinip seçim hakkını kullanmalarının isabetli olacağı yönündedir⁵⁵.

SONUÇ

Şirket birleşmelerinde pay sahipliğinin devamı kural olmakla birlikte kanunda buna istisna oluşturan bir kurum olarak ayrılma akçesi düzenlenmiştir. Birleşmede kural olarak devralan şirket, devredilen şirketteki payları elde edecek değerinde pay ve haklar üzerinde talep imkânına sahip olmakta, böylece, devrolunan şirketteki her bir ortağın eski şirketteki payının değeri karşılanmakta ve bu pay sahipleri sahip oldukları eski payların verdiğine eşit haklara sahip olmaktadır.

Birleşmede ayrılma hakkı, bir başka açıdan, birleşmeye katılmak istemeyen veya çeşitli nedenlerle şirketteki ahengi bozma ihtimali olan azınlığın, paylarının gerçek değerini alarak birleşmeye katılmadan ve şirketin kazanacağı seviyeyi zarara uğratmadan şirketten ayrılmalarını mümkün kılmaktadır.

Pay sahiplerinin ayrılma hakkı ve ayrılma akçesi talep imkânı onlara tanınan bir yenilik doğurucu" haktır. Hükmün gerekçesinde ayrılma akçesinin "sermayenin iadesi şeklinde olmaması" gerektiği şeklindeki ifadeler öğretide eleştirilmekte ve gerçek sermayenin, nominal sermayeye eşit veya bundan düşük olması durumunda ayrılma akçesinin sermayenin iadesi şeklinde olabileceği savunulmaktadır.

Birleşmede çıkarma hakkının sadece devredilen şirket ortakları için tanınmış olması, birleşme ile oluşacak sinerjinin özellikle devralan şirket bünyesinde sağlanmasının amaçlandığını göstermektedir.

Ayrılma akçesi talep hakkı, devredilen şirket ortaklarına tanınmış bir haktır. Seçim hakkı tek taraflı bir bildirimle kullanılmakta, bildirim devralan şirkete ulaştınca hüküm doğurmakta ve kararın kesinliği karşı tarafa ulaştınca oluşmaktadır.

Ayrılma akçesi için belirlenecek değer, elde edilecek şirket paylarının gerçek değeri olması gerekmektedir⁵⁶. Devralan şirketteki pay sahiplerinin pay ve ortaklık hakları bakımından değişiklik söz konusu değildir. Bu durumun istisnası yeni kuruluş yoluyla birleşmede söz konusudur. Bu birleşme türünde birleşmeye katılanların tamamı devrolunan şirket olarak kabul edildiğinden ayrılma hakkının bütün ortaklara tanınması gerektiği savunulabilir.

TTK 141/1 hükmünün gerekçesinde yer alan "birleşmeyi kendi menfaatlerine gören devredilen şirketin ortaklarını zorla devralan şirkette tutmak doğru değildir" ifadesi, ayrılma hakkının sadece birleşmeye onay vermeyen hak sahiplerine tanınması gerektiğini çağırırsa da, bu hakka devredilen şirketin her bir ortağı sahiptir.

⁵⁴ Sönmez, *Ortaklıktan Ayrılma Hakkı*, s. 150.

⁵⁵ İpek Kayalı, *Birleşmeler*, s. 259.

⁵⁶ Gerçek değer konusunda bkz. Özdamar, Emine, "Ayrılma Akçesinin Hesaplanması Bakımından Gerçek Değer Kavramı", *Ankara Hacıbayram Veli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 27/3 (2023), s. 141–168.

Ayrılma hakkının her ortak tarafından kullanılabilmesi, devredilen şirketin tüm ortaklarının seçimlik ayrılma hakkını kullanmak istemeleri halinde birleşmenin akıbetinin ne olacağı sorusunu gündeme getirmektedir. Kanaatimizce kanunda bu konuda bir düzenleme olmasa da bu sayı veya orana bakımından bir sınır getirilmelidir.

Ayrılma akçesinin gündeme gelebilmesi için birleşme sözleşmesinde yer alması gerekmektedir. Ayrılma akçesini talep eden pay sahipleri, şirkete bu isteklerini bildirmelidir. Bu bildirim, hakkı talep eden için bir yasal başvuru niteliği taşıyacaktır.

Ayrılma akçesinin “şirket paylarının gerçek değerine denk” olması gerekmekte, bu ifade ile, devralan şirketin payları anlaşılmaktadır. Ayrılma akçesinin hesaplanmasında temel alınacak husus “iktisap olunacak şirket paylarının gerçek değeri” olacaktır. Gerçek değer hesaplanmasında birleşme sonucu sona eren şirketin değeri değil, yaşayan şirketin değeri baz alınacaktır.

Payın gerçek değeri, şirket varlıkları ve kârlılık durumu gibi şirketin finansal verilerine ilişkin birtakım unsurlar göz önünde bulundurularak hesaplanan pay değeridir. Finans öğretisinde pay gerçek değer belirlenmesi konusunda çeşitli yöntemler dile getirilmekle birlikte kanaatimizce her duruma uygulanacak bir tek yöntem yerine somut olayın özelliklerine bakılarak bir belirleme yapılması daha uygun olacaktır.

KAYNAKÇA

- Akbilek, Nevzat. Türk ve Avrupa Birliği Hukukunda Anonim Şirket Birleşmelerinde Pay Sahibinin Korunması. Ankara: Adalet Yayınevi, 2009. (Kısaltma: Pay Sahibinin Korunması)
- Al Kılıç, Şengül. Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Ticaret Şirketlerinin Birleşmesi. İstanbul: Beta, 2009.
- Bakırcı, Sadiye Sıla. "Şirketler Hukukunda Birleşme İşlemleri Sebebiyle Ayrılma Akçesi". Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2020.
- Bora, Sevda. "Şirket Birleşmeleri ve Birleşme Sözleşmelerinde Ortaklıktan Çıkarma". Terazi Hukuk Dergisi. 11/124 (2016): s. 37-50.
- Coştan, Hülya. Anonim Ortaklıkların Birleşme Bölünme Tür Değişirme Yoluyla Yenden Yapılandırılmasında Alacaklılarının Korunması. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2007. (Kısaltma: Alacaklıların Korunması).
- Develi, Bilge. "6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Çerçevesinde Ayrılma Akçesi". Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi. 27/1-2 (2013): s. 443-489. (Kısaltma: "Ayrılma Akçesi")
- Göktürk, Kürşat. "Türk Ticaret Kanunu'na Göre Ticaret Şirketlerinin Birleşme Süreci ve Bazı Sorunlar", Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi. 27/1-2 (2013): s. 631-662.
- İmregün, Oğuz. Kolektif Komandit Ortaklıklar ve Sermayesi Paylara Bölünmüş Komandit Ortaklıklar. İstanbul: Yasa Yayınları, 1989. (Kısaltma: Ortaklıklar)
- İpek Kayalı, Ferna. Türk Ticaret Kanunu'na Göre Birleşmeler. İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2014. (Kısaltma: Birleşmeler)
- Kendigelen, Abuzer. Yeni Türk Ticaret Kanunu, Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler. İstanbul: Oniki Levha, 2011.
- Koşer, Nihal. "6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Uyarınca Birleşmede Ayrılma Akçesi". Türkiye Adalet Akademisi Dergisi. 9/34 (Nisan 2018): s. 367-385.
- Manavgat, Çağlar. Aleni Pay Alım Teklifi. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, 1997. (Kısaltma: Pay Sahibinin Korunması)
- Moroğlu, Erdoğan. 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Değerlendirme ve Öneriler. 7.Baskı, İstanbul: Oniki Levha 2012. (Kısaltma: Pay Sahibinin Korunması)
- Oğuzman, M. Kemal ve Öz, Turgut. Borçlar Hukuku Genel Hükümler C. 1. İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2012. (Kısaltma: Pay Sahibinin Korunması)
- Okutan Nilsson, Gül. Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'na Göre Şirketler Topluluğu Hukuku. İstanbul: Oniki Levha, 2009. (Kısaltma: Pay Sahibinin Korunması)
- Özatlan, Yurdal. Anonim Şirket Birleşmelerinde Ortaklık Paylarının ve Ortaklık Haklarının İncelenmesi Davası (Denkleştirme Davası). İstanbul: Oniki Levha, 2014. (Kısaltma: Denkleştirme Davası)
- Özdamar, Emine. "Ayrılma Akçesinin Hesaplanması Bakımından Gerçek Değer Kavramı". Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi. 27/3 (2023): s. 141-168.
- Öztürk Almaç, Tuğçe. "Ticaret Şirketlerinin Birleşmesinde Ortaklık Haklarının Devamlılığı İlkesi". Konya Karatay Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Konya 2018.
- Poroy, Reha, Tekinalp, Ünal ve Çamoğlu, Ersin. Ortaklıklar Hukuku C. 1. İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2019.
- Pulaşlı, Hasan. Şirketler Hukuku Genel Esaslar. Ankara: Adalet 2017. (Kısaltma: Genel Esaslar)
- Sönmez, Yusuf Ziya. Anonim Ortaklıklarda Pay Sahiplerinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı. İstanbul: Beta 2009. (Kısaltma: Ortaklıktan Ayrılma Hakkı)

- Sulu, Muhammed. “Şirketler Topluluğunda Satın Alma Hakkı, Ayrılma Akçesi ve Anonim Şirketten Çıkarma Üzerine Düşünceler”. İstanbul Hukuk Mecmuası. 80/1 (2022): s. 213-248.
- Şimşek, Yağmur. “6102 Sayılı TTK Hükümleri Uyarınca Birleşme Prosedürü ve Sonuçları”. Maltepe Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. İstanbul 2022.
- Tekinalp, Ünal. “Birleşmelerde Ayrılma Akçesi”. REGASTA. 2/1 (2012): s. 21-29. (Kısaltma: “Ayrılma Akçesi”)
- Tekinalp, Ünal. Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku. İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2015.
- Türk, Hikmet Sami. Ticaret Ortaklıklarının Birleşmesi. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Enstitüsü, 1986.
- Tütüncü, Muharrem. Hâkim Şirketin Azınlığın Paylarını Satın Alma Hakkı (Squeeze Out) -TTK md. 208. İstanbul, 2017. (Kısaltma: Squeeze Out)
- Yasaman, Hamdi. Anonim Ortaklıklarının Birleşmesi, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Enstitüsü, 1987.

EXTENDED SUMMARY

THE OPT-OUT FUND IN JOINT STOCK COMPANY MERGERS

Hayri Bozgeyik, Prof.

Ankara Yıldırım Beyazıt University, hbozgeyik@aybu.edu.tr

<https://orcid.org/0000-0002-9974-7459>

Sule Isın, RA.

Ankara Yıldırım Beyazıt University, suleisin@aybu.edu.tr

<https://orcid.org/0000-0002-7422-6278>

Although continuity of shareholdings is generally the norm in mergers, our legal system provides for an opt-out fund as an exception to this rule. In a merger, the acquiring company usually has the right to demand shares and rights at a value equal to the value of the shares in the transferred company. This ensures that the value of each shareholder's shares in the transferred company in the old company is covered and these shareholders have rights equal to the rights conferred by the old shares they hold.

In another aspect, the right to opt out in a merger allows minority shareholders who do not wish to participate in the merger or who, for various reasons, are likely to disturb the harmony in the company, to leave the company by receiving the real value of their shares without participating in the merger and without damaging the level that the company will reach.

The right of shareholders to withdraw and demand a separation fund is a fundamental right granted to them. The doctrine in the preamble to the provision criticises the statement that the opt-out fund should not be in the form of a return of capital. It argues that the opt-out fund can be in the form of a return of capital if the actual capital is equal to or less than the nominal capital.

The recognition of the right to demand an opt-out fund solely for the shareholders of the transferred company suggests that it aims to protect the synergies resulting from the merger, particularly within the transferee company.

The right to request an opt-out fund is exclusively granted to the shareholders of the transferred company. The right to exercise is granted through a unilateral notification. This notification takes effect upon receipt by the acquiring company and becomes final upon receipt by the other party.

The value of the opt-out fund must be determined based on the actual value of the shares to be acquired. There will be no alteration to the share and partnership rights of the shareholders of the acquiring company, except in the case of a merger by formation of a new company. In this type of merger, the opt-out right should be granted to all shareholders since all parties to the merger are considered the acquiring company.

The statement in the preamble to TTK 141/1 suggests that the opt-out right should be granted only to the holders of rights who do not approve the merger. However, every shareholder of the transferred company has this right.

The possibility for any shareholder to exercise the opt-out right raises the question of what would happen to the merger if all shareholders of the acquiring company wish to exercise their optional opt-out right. In our opinion, although there is no legal regulation on this issue, a limit should be set in terms of the number or ratio of shareholders who can claim the opt-out fund.

To claim the opt-out fund, it must be included in the merger agreement. Shareholders requesting the opt-out fund must notify the company, which constitutes a legal demand.

The opt-out fund must be equivalent to the real value of the shares of the acquiring company. The calculation of the opt-out fund must be based on the real value of the shares to be acquired. The calculation of the real value is based on the value of the surviving company rather than the value of the company being dissolved due to the merger.

The intrinsic value of the shares is calculated by taking into account certain factors related to the financial data of the company, such as its assets and profitability status. Although there are various methods in financial doctrine for determining the intrinsic value of a share, it is more appropriate to decide based on the characteristics of the specific case rather than applying a single method to all cases.