

**T.C.**  
**TÜRK-ALMAN ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI**

**BİRLEŞME VE DEVRALMA İŞLEMLERİNDE**  
**GELECEĞE YÖNELİK BİR FİYAT AYARLAMA**  
**MEKANİZMASI OLARAK EARN-OUT KLOZLARI**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Özgün TOPRAK**

**DANIŞMAN**

**Prof. Dr. Koray DEMİR**

**İSTANBUL, Haziran 2024**

# İÇİNDEKİLER

|                                                                             |     |
|-----------------------------------------------------------------------------|-----|
| İÇİNDEKİLER.....                                                            | i   |
| ÖZET .....                                                                  | iv  |
| ABSTRACT .....                                                              | vii |
| KISALTMALAR .....                                                           | x   |
| GİRİŞ .....                                                                 | 1   |
| 1) BİRLEŞME VE DEVRALMALAR .....                                            | 4   |
| 1.1) GENEL OLARAK BİRLEŞME VE DEVRALMA KAVRAMLARI .....                     | 4   |
| 1.1.1) Kanunlarda Birleşme ve Devralma Kavramları .....                     | 4   |
| 1.1.2) Doktrinde Birleşme ve Devralma Kavramları .....                      | 7   |
| 1.1.2.1) Birleşme Kavramı .....                                             | 8   |
| 1.1.2.2) Devralma Kavramı.....                                              | 10  |
| a) Malvarlığının Devri.....                                                 | 11  |
| b) Pay Devri.....                                                           | 16  |
| 2) PAY DEVRİ SÖZLEŞMELERİ.....                                              | 24  |
| 2.1) GENEL OLARAK.....                                                      | 24  |
| 2.2) PAY.....                                                               | 26  |
| 2.3) BEDEL.....                                                             | 27  |
| 3) FİYAT AYARLAMA MEKANİZMALARİ .....                                       | 29  |
| 3.1) FİYAT AYARLAMA MEKANİZMALARINA GEREK OLMAYAN<br>DURUMLAR.....          | 32  |
| 3.2) FİYAT AYARLAMA MEKANİZMALARININ TERCİH<br>EDİLEBİLECEĞİ DURUMLAR ..... | 33  |

|                                                                                     |    |
|-------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 3.3) KAPANIŞTA FİYAT AYARLAMALARI.....                                              | 34 |
| 3.3.1) Kilitli Kutu (Locked Box) Yapısı .....                                       | 35 |
| 3.3.2) Kapanış Hesapları (Closing Accounts) Yapısı .....                            | 37 |
| 4) EARN-OUT MEKANİZMASI.....                                                        | 40 |
| 4.1) GELECEĞE YÖNELİK FİYAT AYARLAMA MEKANİZMASI<br>KAVRAMI .....                   | 40 |
| 4.2) EARN-OUT MEKANİZMASININ TANIMI.....                                            | 41 |
| 4.3) EARN-OUT MEKANİZMASININ İŞLEVLERİ.....                                         | 44 |
| 4.3.1) Köprü İşlevi.....                                                            | 44 |
| 4.3.2) Finansman İşlevi .....                                                       | 47 |
| 4.3.3) Takas İşlevi .....                                                           | 48 |
| 4.4) EARN-OUT MEKANİZMASININ TEMEL UNSURLARI .....                                  | 50 |
| 4.4.1) Finansal veya Finansal Olmayan Hedefler.....                                 | 50 |
| 4.4.2) Süre .....                                                                   | 53 |
| 4.4.3) Hesaplama Yöntemi.....                                                       | 55 |
| 5) EARN-OUT MEKANİZMASININ HUKUKİ NİTELİĞİ .....                                    | 57 |
| 5.1) SONUCA KATILMALI SÖZLEŞME NİTELİĞİ .....                                       | 58 |
| 5.2) GECİKTİRİCİ KOŞUL İÇEREN BİR SÖZLEŞME OLMASI .....                             | 61 |
| 5.3) ATİPİK SATIŞ SÖZLEŞMESİ NİTELİĞİ .....                                         | 65 |
| 6) EARN-OUT MEKANİZMASININ SAĞLADIĞI AVANTAJ VE<br>NEDEN OLDUĞU DEZAVANTAJLAR ..... | 67 |
| 6.1) EARN-OUT İLE ALICIYA SAĞLANAN AVANTAJLAR .....                                 | 67 |
| 6.1.1) Alıcının Fazla Ödeme Yapması Riskinin Azaltılması .....                      | 67 |
| 6.1.2) Alıcıya Sağlanan Finansman İmkânı .....                                      | 68 |
| 6.1.3) Satıcının Bilgi ve Tecrübesinden Yararlanabilme İmkânı .....                 | 69 |

|                                                                              |     |
|------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 6.1.4) Satıcının Şirketin Performansına Güvenine İlişkin Bir İşaret.....     | 69  |
| 6.2) ALICININ DEZAVANTAJLARI.....                                            | 70  |
| 6.2.1) Alıcının Hedef Şirketin Kontrolünü Tek Başına Sürdürememesi .         | 71  |
| 6.2.2) Satıcının Katılımı Nedeniyle Uzayan Entegrasyon Süreci .....          | 72  |
| 6.2.3) Satıcının Motivasyon Eksikliği .....                                  | 72  |
| 6.2.4) Earn-Out Yapısı Nedeniyle Alıcıya Yüklenen Bazı Yükümlülükler .....   | 73  |
| 6.2.4.1) Alıcının Bilgi Verme Yükümlülüğü .....                              | 76  |
| 6.2.4.2) Alıcının Kaçınma Yükümlülüğü .....                                  | 77  |
| 6.2.4.3) Alıcının İyiniyetli ve Dürüst İş Yapma Zımni Yükümlülüğü ....       | 78  |
| 6.3) EARN-OUT YAPISI İLE SATICIYA SAĞLANAN AVANTAJLAR....                    | 83  |
| 6.3.1) Alıcı ile Bir Sözleşme Kapsamında Anlaşmanın Sağlanması .....         | 84  |
| 6.3.2) Satıcının Daha Yüksek Bir Bedel Elde Edebilme İmkânı .....            | 85  |
| 6.4) SATICININ DEZAVANTAJLARI .....                                          | 86  |
| 6.4.1) Satıcının Beklentisinden Daha Düşük Bir Bedel Elde Etmesi Riski ..... | 87  |
| 6.4.2) Hedef Şirketin Alıcının Manipülasyonuna Uğraması .....                | 88  |
| SONUÇ .....                                                                  | 90  |
| KAYNAKÇA .....                                                               | 94  |
| ÖZGEÇMİŞ.....                                                                | 101 |

## ÖZET

### **BİRLEŞME VE DEVRALMA İŞLEMLERİNDE GELECEĞE YÖNELİK BİR FİYAT AYARLAMA MEKANİZMASI OLARAK EARN-OUT KLOZLARI**

Çalışma kapsamında küresel ortamda gittikçe daha fazla tercih edilen birleşme ve devralmalarda bedel üzerinde anlaşmanın tarafların en çok karşılaştığı sorunlardan olduğu görülmüştür. Bu nedenle tarafların gerek hedef şirketin performansına gerekse gelecekte etkili olabilecek faktörlere ilişkin farklı tahmin ve değerlendirmelerde bulunması nedeniyle meydana gelen bedel hakkındaki görüş ayrılıkları, ekonomik anlamda birçok menfaatlerinin bulunduğu birleşme ve devralma işlemlerini gerçekleştirememelerine neden olabileceği değerlendirilmiştir. Dolayısıyla öncelikle mekanizmanın kullanım alanına ilişkin bilgi verilmesi amacıyla birleşme ve devralma kavramları ile ilgili işlemler çerçevesinde bedel unsuru incelenmiştir. Bu bağlamda gerek müzakereler aşamasında gerekse kapanış sonrası dönemde bedele dair ihtilafların ortaya çıkmaması adına earn-out mekanizması ile kurulan köprü'nün tarafların beklentileri ve menfaatleri arasında bir dengenin sağlanmasındaki önemi açıklanmıştır.

Alıcı ve satıcı arasında en çok üzerinde durulan faktörlerden biri olan bedelin belirlenebilmesi amacıyla bedelin bir kısmının işlem sonrasına bağlanan sonuç ve hedefler doğrultusunda performansa bağlı olarak ödenmesinin kararlaştırılması imkânını sağlayan earn-out mekanizması, hukukumuz çerçevesinde doğrudan düzenlenmemiştir. Ancak birleşme ve devralma işlemlerinin kendi içindeki kompleks yapısının yanı sıra bedele ilişkin detaylı ve şüpheyi yer bırakmayacak açıklıkta bir sözleşme ile earn-out mekanizmasının düzenlenmesi tarafların işlemde bekledikleri menfaatleri elde edebilmesinde kilit bir rol oynadığı görülmüştür. Dolayısıyla birleşme ve devralma işlemleri kapsamında popülaritesi her geçen yıl artmaya devam eden earn-out mekanizmasının, ana dilde çok fazla kaynakta konu edilmemiş olması da göz önüne alınarak, işlevinin, unsurlarının, sözleşme kapsamında düzenlenmesinde kıyasen

uygulama alanı bulacak düzenlemelerin incelenerek avantaj ve dezavantajları değerlendirilmiştir.

Bu çalışma kapsamında, mekanizmanın kullanım amacı ve işlevinin değerlendirilebilmesi ve bu konuda verilen ana dilde eser sayısının arttırılması ile ağırlıklı olarak İngilizce gerçekleşen süreçlerde geleceğe yönelik performansa dayalı bir fiyat ayarlama mekanizması olan earn-out yapısının özelliklerinin ana dilde ve hukukumuz çerçevesinde incelenmesi imkânını arttırma fikri bulunmaktadır. Bu bakımdan tarafların belirlenebilir bir satış bedeli üzerinde anlaşmasının sağlanmasında etkili olan earn-out mekanizmasının hukukumuzdaki sonuca katılmalı sözleşme, satım hükümleri ve geleceğe bağlı koşul niteliği bakımından kıyasen incelenmesi ve bu mekanizmanın işlevlerinin avantaj ve dezavantajlarının mahkeme kararlarından da yararlanılarak değerlendirilmesi söz konusudur.

Çalışmada ele alınan earn-out mekanizmasının köprü, finansman ve takas işlevleri ve değinilen mahkeme kararları çerçevesinde sözleşmede kararlaştırılacak koşullar ve finansal ya da finansal olmayan hedefler doğrultusunda tarafların menfaatlerinin dengelenmesine yardımcı olması hususları ele alınmıştır.

Mekanizmanın çalışmada değinildiği üzere birleşme ve devralma işleminin tamamlanabilmesinden hedef şirketin geleceğe yönelik performansının, dolayısıyla gerçek değerinin belirlenebilmesi ile tarafların bedel hakkında tatmin olmasını sağlayacak imkânlar sunmasına kadar taraflara birçok avantaj sağladığı görülmüştür.

Öte yandan tarafların dezavantajları kapsamında değerlendirilen riskler nedeniyle mekanizmanın ayrıntılı ve geleceğe yönelik ihtimallere dayalı yapısının ilgili klotların düzenlenmesinde dikkatli davranılmasının ve taraf iradelerinin ayrıntılı ve açık biçimde ortaya koyularak olası ihtilaflardan kaçınılması amacıyla çeşitli risklere değinilmiştir.

Sonuç olarak, bu risklerden kaçınılarak mekanizmanın avantajlarında faydalanılabilmesi için gerek mekanizmanın unsur ve işlevlerine gerek birleşme ve devralma işlemlerindeki yerine gerekse kıyasen uygulanabilecek hükümlere ilişkin gerekli bilgilere sahip olmanın önemi ortaya koyulmuştur.

**Anahtar Kelimeler:** Birleşme ve Devralmalar, Earn-Out Kızozları, Geleceğe Yönelik Fiyat Ayarlama Mekanizmaları, Kapanış Sonrası Fiyat Ayarlamaları.

**Tarih:** 26.06.2024



# **ABSTRACT**

## **EARN-OUT CLAUSES AS A FUTURE ORIENTED PRICE ADJUSTMENT MECHANISM IN MERGERS AND ACQUISITIONS**

Within the scope of the study, it has been observed that agreeing on the price is one of the most common problems faced by the parties in mergers and acquisitions, which are increasingly preferred in the global environment. For this reason, it has been evaluated that differences of opinion regarding the price arising from the parties' different estimates and evaluations regarding both the target company's performance and the factors that may be effective in the future may cause them to not be able to carry out merger and acquisition transactions in which they have many economic interests. Therefore, first of all, the consideration element was examined within the framework of transactions related to the concepts of merger and acquisition in order to provide information about the usage area of the mechanism. In this context, the importance of the bridge established with the earn-out mechanism in ensuring a balance between the expectations and interests of the parties in order to avoid disputes regarding the price both during the negotiations phase and in the post-closing period is explained.

In order to determine the price, which is one of the most emphasized factors between the buyer and the seller, the earn-out mechanism, which provides the opportunity to decide to pay a part of the price depending on the performance in line with the results and targets determined after the transaction, is not directly regulated within the framework of our law. However, in addition to the complex structure of merger and acquisition transactions, it has been observed that regulating the earn-out mechanism with a detailed and unambiguous contract regarding the price plays a key role in the parties' ability to obtain the benefits they expect from the transaction. Therefore, considering that the earn-out mechanism, whose popularity continues to increase every year within the scope of merger and acquisition transactions, has not been discussed in many sources in the native language, its functions, elements, and

regulations that will find application area within the scope of the contract have been examined and its advantages and disadvantages have been evaluated.

Within the scope of this study, there is an idea to evaluate the purpose of use and function of the mechanism and to increase the number of works on this subject in the native language and to increase the opportunity to examine the features of the earn-out mechanism, which is a performance-based price adjustment mechanism for the future in processes that take place mainly in English, in the native language and within the framework of our law.

In this regard, the earn-out mechanism, which is effective in ensuring that the parties agree on a determinable sales price, should be examined comparatively in terms of the nature of the contract, sales provisions and future condition in our law, and the advantages and disadvantages of the functions of this mechanism should be evaluated by making use of court decisions.

The bridging, financing and clearing functions of the earn-out mechanism discussed in the study and the conditions to be agreed in the contract within the framework of the court decisions mentioned and the issues that will help balance the interests of the parties in line with financial or non-financial targets are discussed.

As mentioned in the study, it has been observed that the mechanism provides many advantages to the parties, from completing the merger and acquisition transaction to determining the future performance and therefore the real value of the target company and providing opportunities for the parties to be satisfied about the price.

On the other hand, due to the risks evaluated within the scope of the disadvantages of the parties, various risks have been mentioned in order to avoid possible disputes by being careful in arranging the relevant clauses of the detailed and future-oriented structure of the mechanism and by presenting the will of the parties in detail and clearly.

As a result, in order to benefit from the advantages of the mechanism by avoiding these risks, the importance of having the necessary information about the

elements and functions of the mechanism, its place in merger and acquisition transactions, and the provisions that can be applied comparatively has been revealed.

**Keywords:** Mergers and Acquisitions, Earn-Out Clauses, Future Price Adjustment Mechanisms, Post-Closing Price Adjustments.

**Date:** 26.06.2024



## KISALTMALAR

|                     |                                                                                             |
|---------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>ABD</b>          | : Amerika Birleşik Devletleri                                                               |
| <b>age.</b>         | : Adı geçen eser                                                                            |
| <b>akt.</b>         | : Aktaran                                                                                   |
| <b>BATİDER</b>      | :Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi                                                            |
| <b>BGE</b>          | :Entscheidungen des schweizerischen Bundesgerichts<br>(İsviçre Federal Mahkemesi Kararları) |
| <b>bkz</b>          | : Bakınız                                                                                   |
| <b>C.</b>           | : Cilt                                                                                      |
| <b>CAM</b>          | : Closing Accounts Mechanism (Kapanış Hesapları Mekanizması)                                |
| <b>CLE</b>          | : Continuing Legal Education                                                                |
| <b>E.</b>           | : Esas                                                                                      |
| <b>Del. Ct. Ch.</b> | : Delaware Court Chancery                                                                   |
| <b>EBIT</b>         | : Earnings Before Interest and Taxes (FVÖK)                                                 |
| <b>EBITDA</b>       | : Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortisation (FAVÖK)                      |
| <b>E.T.</b>         | : Erişim Tarihi                                                                             |
| <b>GAAP</b>         | : Generally Accepted Accounting Principles<br>(Genel Kabul Görmüş Muhasebe İlkeleri)        |
| <b>FAVÖK</b>        | : Faiz, amortisman ve vergi öncesi Kazanç                                                   |
| <b>FIFO</b>         | : First-In, First-Out (İlk Giren İlk Çıkar)                                                 |
| <b>FusG</b>         | : Fusionsgesetz (İsviçre Birleşme Kanunu)                                                   |

|                |                                                                                                 |
|----------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>FVÖK</b>    | : Faiz ve Vergi Öncesi Kazanç                                                                   |
| <b>HD.</b>     | : Hukuk Dairesi                                                                                 |
| <b>IFRS</b>    | : International Financial Reporting Standards<br>(Uluslararası Finansal Raporlama Standartları) |
| <b>Inc.</b>    | : Incorporated                                                                                  |
| <b>İİBF</b>    | : İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi                                                          |
| <b>İÜHFM</b>   | : İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası                                                |
| <b>K.</b>      | : Karar                                                                                         |
| <b>LBM</b>     | : Locked Box Mechanism (Kilitli Kutu Mekanizması)                                               |
| <b>LIFO</b>    | : Last-In, First-Out (Son Giren İlk Çıkar)                                                      |
| <b>LLC</b>     | : Limited Liability Company                                                                     |
| <b>m.</b>      | : Madde                                                                                         |
| <b>M&amp;A</b> | : Mergers and Acquisitions                                                                      |
| <b>PLC</b>     | : Public Limited Company                                                                        |
| <b>R.G.</b>    | : Resmî Gazete                                                                                  |
| <b>s.</b>      | : Sayfa                                                                                         |
| <b>S.</b>      | : Sayı                                                                                          |
| <b>vd.</b>     | : Ve devamı                                                                                     |
| <b>TBK</b>     | : Türk Borçlar Kanunu                                                                           |
| <b>TMK</b>     | : Türk Medeni Kanunu                                                                            |
| <b>TTK</b>     | : Türk Ticaret Kanunu                                                                           |
| <b>Y.</b>      | : Yargıtay                                                                                      |

# BİRLEŞME VE DEVRALMA İŞLEMLERİNDE GELECEĞE YÖNELİK BİR FİYAT AYARLAMA MEKANİZMASI OLARAK EARN-OUT KLOZLARI

## GİRİŞ

Günümüzde şirketler küreselleşmenin ve gelişmekte olan teknolojinin de etkisiyle genişleyen ticaret hacminin avantajlarından faydalanmak, yeni pazarlara girmek, ulusal ve uluslararası piyasada rekabet gücünü arttırmak, değişen ve çeşitlenen taleplere daha iyi cevap vererek büyüme stratejilerinin başarıya ulaşmasını sağlamak gibi birçok hedefe sahiptirler.<sup>1</sup> Ülkeler arasındaki ticari sınırların kısılmasının bir sonucu olarak sınır ötesi ticaret<sup>2</sup> anlayışını da elde etmişlerdir. Bu bakımdan giderek artan rekabet düzeninde verimliliğin artırılması ve ekonomik zorlukların aşılması amacıyla birleşme ve devralma gibi yöntemleri giderek daha fazla tercih etmektedirler.

Dolayısıyla sayı ve hacim olarak modern ekonomik düzen üzerindeki etkisinin giderek artması ile birleşme ve devralma işlemlerinin çeşitli sonuçları da gündeme gelmektedir. Büyüme stratejisi olarak birleşme ve devralma işlemlerinin tercih edilmesinin sonuçlarından biri de bu yeniden yapılandırma yöntemlerinin ülke ekonomisi üzerinde de oldukça etkin bir rol oynamasıdır. Öyle ki yüksek enflasyon ve jeopolitik sebeplerden kaynaklanan belirsizliklerin getirdiği ekonomik zorluklara rağmen 2023 yılında yavaşladığı belirtilen birleşme ve devralma işlemlerinin sayısı 8 milyar dolarlık hacmiyle 403 işlem olmuştur.<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> **AKDUMAN** Ebru (2010). Milletlerarası Özel Hukukta Hisse Devirleri, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, İstanbul, s.1.

<sup>2</sup> **ESKİ** Mehmet (2016). Sermaye Şirketlerinin Sınır Ötesi Devrine Yönelik Pay Satışı, İstanbul Ticaret Üniversitesi Dış Ticaret Enstitüsü, Doktora Tezi, İstanbul, s.1.

<sup>3</sup>Deloitte Annual Turkish M&A Review 2023, s.3  
<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/tr/Documents/mergers-acquisitions/Annual-Turkish-MA-Review-2023.pdf> , (E.T.: 27.04.2024).

Her ne kadar birleşme ve devralma işlemlerinin temel nedeni işlemin ekonomik sonuçları<sup>4</sup> olsa da her birleşme ve devralma işlemi kendine özgü özellikler ve riskler barındırmaktadır. Bu bakımdan *Esin* tarafından bir parmak izi gibi özgün ve eşsiz olan zebra çizgilerine benzetilen<sup>5</sup> bu işlemlere ilişkin anlaşmaların düzenlenmesinde bir diğer işlemin üzerinde kopyala-yapıştır sözleşmelerin kullanılması, tarafların çıkar dengesinin gözetilmesinde ve riskleri adil biçimde dağıtılmasında pek de etkili olmayacaktır.

Uygulamada tarafların ekonomik hedefleri doğrultusunda gerçekleştirdiği devralma işlemlerinde satış bedelinin belirlenmesi, gerek ilgili işleme dayanak teşkil eden sözleşmenin hazırlanması aşamasında gerekse işlemin tamamlanmasından sonra<sup>6</sup> ihtilaflara sebep olabilmektedir. Bu bakımdan satış bedelinin belirlenmesinde taraflar arasındaki bilgi asimetrisi<sup>7</sup> veya şirketin geleceğine ilişkin farklı beklentileri olması gibi birçok sebep gündeme gelebilmektedir. İşte bu halde ilgili tarafların beklentilerinin de göz önünde bulundurularak bunlar arasında köprünün kurulması ihtiyacı ortaya çıkmaktadır.

Bu çalışmada ele alınan malvarlığı veya pay devri yoluyla bir şirketin devralınmasında bedele ilişkin fiyat koruma mekanizmalarını konu alan klozların sözleşmelere eklenmesinin sebebi de bu köprünün inşasıdır. Bu bağlamda geleceğe yönelik bir fiyat düzenleme mekanizması olan earn-out yapılarının kullanılmasındaki amaç, taraf iradelerinin bedel üzerinde ortak bir kanıda uyuşamamasından kaynaklanan problemin çözülmesi ve risklerin dengelenerek ihtiyaç duyulan köprü işlevinin<sup>8</sup> görülmesidir. Bu bakımdan earn-out klozları temelde alıcı-devralan ile satıcı-devreden devir konusu işletmenin değeri ve bu değeri değiştirebilecek aksiyomların etkileri dolayısıyla işletmenin gelecekteki performansı veya meydana gelebilecek olayların

---

<sup>4</sup> **ESİN** İsmail G., Birleşme ve Devralmalar, 5.Baskı, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2020, s. 18.

<sup>5</sup> **ESİN**, age., s.10.

<sup>6</sup> **ESİN**, age., s.381; Urs Zenhausern ve Vladimir Khvalei tarafından sunulan çalışma kapsamında sözleşme bedeli veya diğer değerlendirme meseleleri ile beyan ve tekeffüller işlemin tamamlanmasından sonra en çok ihtilafa neden olan konulardır. Bkz; **ALVAREZ&MARSAL / BAKER&MCKENZIE**, Post M&A Dispute Study 2013/2014.

<sup>7</sup> **ATAMER** Yeşim M. ve **ALTUNBAŞ SANCAK** Zahide, Hisse Satım Sözleşmelerinde Sonuca Katılmalı Fiyat Düzenlemeleri (Earn-Out Klozları) – Mukayeseli Bir İnceleme, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, C. Xxxv, S. 3, 2019, s.97.

<sup>8</sup> **ATAMER / ALTUNBAŞ SANCAK**, age., s.97.

etkileri kapsamında ortak bir değerin belirlenemediği durumlarda tercih edilmesi uygun bir fiyat düzenleme mekanizmasıdır.

Nitekim earn-out mekanizmasının kullanım popülaritesi, özellikle ekonomik belirsizliklerin bulunduğu dönemde değişken ekonomik faktörlerin bedel üzerinde etkili olmasından çekinerek hedef şirketin değerinin belirlenmesinin daha uzun süreye yayılmasını tercih eden alıcıların da etkisiyle artış göstermektedir.<sup>9</sup>

Earn-out mekanizması, satıcının devir sonrası işletmenin ortağı olmaya devam edebileceği ve satıcının menfaatlerini pekiştirici şekilde daha yüksek kapasitede işin teşvikini sağlayacağı, devralınan şirketin mal veya hizmet üretimi bakımından pazardaki faaliyetinin kısa süreli olmasına rağmen birleşme ve devralma işlemlerinden sonraki büyüme potansiyelinin yüksek olması halinde, birleşme ve devralma kapsamında satın alınan şirketin kâr ve kapasitesinde artış sağlamak için gerekli teknolojiye erişiminin sağlanacağı, satın alınan şirketin satıcı ve alıcının kapsamında anlaşılmadığı şekilde bir kazanç düşüşü yaşadığı, satın alınan şirketin faaliyet alanının kârını ve alıcının menfaatlerini önemli ölçüde olumsuz etkileyebilecek değişken bir piyasada yer alması gibi durumlarda da etkili bir sözleşme biçimi olup taraflara işlemin gerçekleşmesi için önemli teminat sağlayıcı ve güven verici bir hukuki ilişki yaratmaktadır.<sup>10</sup>

Earn-out satıcının beklentisindeki satım bedelinin bir kısmının ödenmesi bazı koşullara bağlanarak devir sonrası dönemde şartların sağlanması halinde gerçekleştirilmek üzere ötelenmesini içeren bir tür sözleşmedir. Buna göre earn-out sistemi bazı dışa bağlı nedenlerin sonucunda taraflar arasındaki temel hukuki işlemdeki bedelin kararlaştırılamaması durumunda bir köprü işlevi görerek bedelinin bir kısmının devirle birlikte geriye kalan kısmının koşulların gerçekleşmesi veya gerçekleşmemesine göre muaccel olacağı bir yapı arz etmektedir.<sup>11</sup>

Escrow sözleşmelerine göre daha az tercih edilen earn-out sözleşmeleri devralmalarda işlemin taraflarının değerlendirmelerindeki farkın işlemin varlığını

---

<sup>9</sup> CMS European M& A Study 2023, s.32, [https://www.advocatie.nl/content/uploads/MA\\_Study2023.pdf](https://www.advocatie.nl/content/uploads/MA_Study2023.pdf), (E.T: 11.06.2024).

<sup>10</sup> **EGAN** Byron F. ve **WARD** Zachary P., Anatomy of A Deal – Earnouts In M&A Transactions, Jackson Walker LLP CLE Program, 2020, s.1.

<sup>11</sup> **ATAMER/ALTUNBAŞ SANCAK**, age., s. 97.

engellemesinin önüne geçmek için kullanılabilir. Buna göre şirketin birleşme ve devralma sonrası belirlenen hedeflere ulaşması ve koşulların gerçekleşmesi halinde bedelin işlemin kapanış anında ödenmemiş kısmı ödenir. Böylece başta ödenen kısım ile satıcıya nakit akışı sağlanırken bedelin şirketin performansına göre şekillenmesi fazla ödemenin engellenmesini ve alıcı için kalan kısmın sonraki bir zamanda ödenmesini, bu süreçte kalan kısmın elinde kalarak gerekli işlemlerinde kullanabilmesini ve sonradan ödenecek kısım için şirket gelirlerinin bir kısmını kullanabilmesine olanak sağlamaktadır. Ayrıca işlem konusu şirketin performansının pozitif ve negatif etkilerinden doğan risk ve menfaatler bu doğrultuda alıcı ve satıcı arasında paylaştırılmış olacaktır.<sup>12</sup>

Earn-out klorlarının taraflar arasında satış bedeli anlaşmazlıkları ve olası riskler bakımından rol oynadığı köprü işlevinin, ilgili devralma işlemindeki önemi de göz önünde bulundurulduğunda gerek hukukumuzda doğrudan düzenlenmiş bir mekanizma olmaması gerekse ilgili mekanizmayı konu alan yeterli Türkçe kaynak bulunmaması sebebiyle, çalışmamızda, birleşme ve devralma kavramlarının belirtilmesinin ardından bu işlemler kapsamında uygulama alanı bulabilecek earn-out klorlarının tanımı ve işlevi, süreci, hukuki niteliği, avantaj ve dezavantajları incelenmektedir.

## **1) BİRLEŞME VE DEVRALMALAR**

### **1.1) Genel Olarak Birleşme ve Devralma Kavramları**

#### **1.1.1) Kanunlarda Birleşme ve Devralma Kavramları**

Şirketlerin birleşme ve devralma işlemleri hukukumuzda farklı kanunlarda düzenlenmiş, TTK<sup>13</sup> ve TBK<sup>14</sup> kapsamında farklı maddelere konu edilmiştir. 6102 sayılı TTK m.134-164 arasında ticaret şirketlerinin birleşmesi, bölünmesi ve tür değiştirmesi konu alınmıştır. Bu bakımdan TTK m.11/3'te ticari işletmede bütünlük ilkesi kapsamında malvarlığı unsurlarının ayrı devir işlemlerini gerektirmeksizin yazılı bir devir sözleşmesine konu edilebileceği ve bu malvarlığı unsurlarının bir bütün halinde devredilebileceği düzenlenmiştir.

<sup>12</sup> ATAMER/ALTUNBAŞ SANCAK, age., s. 100.

<sup>13</sup> 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu, RG Sayısı: 27846, Yayımlandığı Resmî Gazete Tarihi: 14/2/2011.

<sup>14</sup> 6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu, RG Sayısı: 27836, Yayımlandığı Resmî Gazete Tarihi: 4/2/2011.

Yine TTK m. 595 esas sermaye payının geçişi başlığı altında devir kavramını açıklarken TTK m.489 – 501 hükümleri bünyesinde anonim şirketlerin sermaye pay senetlerinin sözleşmeye dayalı mülkiyet geçişi düzenlenmiştir.

Öte yandan 6098 sayılı TBK m.202’de malvarlığının veya işletmenin devralınması başlığı altında bir malvarlığı veya işletmenin aktif ve pasifleriyle devralınması ve devre konu malvarlığı veya işletmedeki borçlardan devralanın devredenle birlikte müteselsil sorumlu olacağı iki yıllık süre ile bu sürenin işlemeye başlamasına dair şartlardan bahsedilmiştir.

TBK kapsamında düzenlenen işletmelerin birleşmesi ve şekil değiştirmesi başlıklı m.203 ise işletmelerin aktif ve pasiflerinin karşılıklı devralınması ya da birinin diğerine katılmasıyla birleşiminde, iki işletmenin alacaklılarının malvarlığının devrinden doğan haklarını yeni işletmeden alabileceklerini düzenlemiştir. Yine birleşme işlemlerini kapsayan bir diğer düzenleme de TTK m.136 – 158 arasında yer almaktadır. Bu konuda TTK m. 136 birleşme başlığı altında birleşmeleri devralma şeklinde veya yeni kuruluş şeklinde birleşme olarak teknik anlamda isimlendirmiştir. Buna göre kanunda birleşmeye ilişkin bu hükümlerde ‘devrolunan’ olarak isimlendirilen katılan şirketin malvarlığının bir bütün olarak devralınmasına karşı, ilgili şirket ortaklarının, ‘devralan’ olarak isimlendirilen kabul eden şirketin paylarının değişim oranına göre hesaplanarak kendiliğinden iktisabı düzenlenmiştir. Maddede TTK m.141 anlamında birleşme işlemini konu alan sözleşmede tarafların devrolan şirketin malvarlığına karşılık devralan şirketin payları yerine ayrılma akçesi kararlaştırması da mümkün kılınmıştır.<sup>15</sup> TTK m. 137’de ise m.136’da açıklanan birleşmenin geçerliliğine dair sınırlar çizilmiş ve hangi şirketler arasında birleşme işlemlerinin geçerli olacağı sayılmıştır.

Kanunlarımızda TBK ve TTK kapsamı dışında da birleşme ve devralmalara ilişkin düzenlemeler bulunmaktadır. Bu kapsamda ekonomik hayatta şirketler arası

---

<sup>15</sup> Devrolunan veya yeni kuruluş şeklinde birleşen şirketlerin pay sahipleri devralan veya yeni kurulan şirketin pay sahipleri haline gelmeyip bu pay sahipliği yerine bir ödemenin yapıldığı halde işlemin birleşme sayılmayacağına ilişkin bkz.; **KAVLAK** Bengül, Uluslararası şirket Birleşmeleri, On İki Levha Yayıncılık, İstanbül 2019, s.9; Benzer Görüşte; Birleşmenin karşılığının ortaklık payı olarak belirlenmediği ve devrolunan şirket ortaklarına bu işlem karşılığında para ya da farklı bir karşılığın verilmesinin kararlaştırıldığı durumlarda TTK m.53 anlamında bir birleşmeden bahsedilemeyecektir; **EK** Merve, (2021), Birleşme-Devralma İşlemleri erevesinde “Due Diligence ve Engagement Letter”, İstanbül Medipol Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbül, s.19.

rekabet üzerinde oldukça etkili olan birleşme ve devralmalar Rekabetin Korunması Hakkında Kanun<sup>16</sup> kapsamında izin alınması gereken işlemler, ilgili kanun m.7 yasak haller ve bu işlemlerle ekonomik yoğunlaşmalar<sup>17</sup> ele alınmıştır. Nitekim birleşme ve devralma kavramlarını TTK'dan daha geniş biçimde değerlendiren Rekabet Kurulundan İzin Alınması Gereken Birleşme ve Devralmalar Hakkında Tebliğ<sup>18</sup> kapsamında düzenlenmiş olan m.5 birleşme ve devralma sayılan, m.6 birleşme ve devralma sayılmayan halleri, m.7 ise izne tabi birleşme ve devralmaları açıklamaktadır. Bu kapsamda birleşme ve devralmaların kontrolde kalıcı değişiklik meydana getirmesi esas alınmış olup ilgili işlemler iki veya daha fazla teşebbüsün birleşmesi ve bir veya daha fazla teşebbüsün tamamının veya bir kısmının dolaylı veya doğrudan kontrolünün hisse veya malvarlığının satın alınması şeklinde sözleşmeyle veya başka bir teşebbüsün kontrolüne sahip olan kişi veya kişiler tarafından devralınması şeklinde açıklanmıştır.<sup>19</sup>

5411 sayılı Bankacılık Kanunu<sup>20</sup> m.19 Türkiye'de faaliyet gösteren bankaların başka bir banka veya finansal kuruluş ile birleşme, bölünme ve hisse değişimi düzenlenmiştir. Bunun dışında Rekabet Kurumu tarafından çıkarılan Özelleştirme Yoluyla Devralmaların Hukuki Geçerlilik Kazanabilmeleri için Rekabet Kurumuna Yapılacak Ön Bildirimlerde ve İzin Başvurularında Takip Edilecek Usul ve Esaslar Hakkında Tebliğ<sup>21</sup> bünyesinde, 6183 sayılı Amme Alacaklarının Tahsili Usulü Hakkında Kanun'da<sup>22</sup>, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda<sup>23</sup> ve 5520 sayılı Kurumlar

---

<sup>16</sup> 4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun, Yayımlandığı Resmî Gazete Tarihi: 13/12/1994, RG Sayısı: 22140.

<sup>17</sup> **AKYÜZ** Helin B., Türk Rekabet Hukuku Kapsamında Şirketlerde Birleşme ve Devralmalar, Adalet Yayınevi, Ankara 2007, s.48.; aktaran **KAYANDAN** Esra, Birleşme ve Devralmalarda İnceleme Prosedürü, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2023, s.12.

<sup>18</sup> Rekabet Kurulundan İzin Alınması Gereken Birleşme ve Devralmalar Hakkında Tebliğ (Tebliğ No: 2010/4).

<sup>19</sup> 2010/4 Numaralı Tebliğ m.5/1.

<sup>20</sup> 5411 sayılı Bankacılık Kanunu, RG Sayısı: 25983, Yayımlandığı Resmî Gazete Tarihi: 1/11/2005.

<sup>21</sup> Özelleştirme Yoluyla Devralmaların Hukuki Geçerlilik Kazanabilmeleri İçin Rekabet Kurumuna Yapılacak Ön Bildirimlerde ve İzin Başvurularında Takip Edilecek Usul ve Esaslar Hakkında Tebliğ (Tebliğ No: 2013/2).

<sup>22</sup> 6183 sayılı Amme Alacaklarının Tahsili Usulü Hakkında Kanun, RG Sayısı: 8469, Yayımlandığı Resmî Gazete Tarihi: 28/7/1953.

<sup>23</sup> 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, RG Sayısı: 28513, Yayımlandığı Resmî Gazete Tarihi: 30/12/2012.

Vergisi Kanunu<sup>24</sup> kapsamında m.18 birleşme ve m.19 devir, bölünme ve hisse değişimi başlığı altında konuya ilişkin düzenleme bulunmaktadır.

Son olarak TTK'daki ilgili hükümlerin düzenlenmesinde yararlanılmış olan 30 Ekim 2023 tarihli İsviçre'nin Birleşme, Bölünme, Tür Değiştirme ve Malvarlığı Devri'ne ilişkin Federal Kanun'unu (FusG) kapsamında birleşmeler yeni kuruluş ve devralma yoluyla olmak üzere ikiye ayrılmıştır. Bu bakımdan mal ve borçların nakline ilişkin işlemlerin ayrı ayrı yapılmasına<sup>25</sup> veya alacak ve borçluların onayı gerekmeksizin devreden ortaklığın tasfiyesiz infisahı gerçekleşecektir.<sup>26</sup>

### 1.1.2) Doktrinde Birleşme ve Devralma Kavramları

Birleşme ve devralmalar birçok değişik yöntemle karşımıza çıkabilecek işlemlerin üst başlığı niteliğindedir. Bu kapsamda iki ayrı tüzel kişiliğin bir araya gelerek tek bir tüzel kişiliği meydana getirmesi, sermaye taahhüdü yoluyla tüzel kişiliğin arttırdığı sermayesini yeni ortağın taahhüt etmesi, ortak girişim oluşturmak üzere var olan tüzel kişiliklerin malvarlıklarının yeni kurulan tüzel kişilik altında birleştirilmesi, yeni ortağın mevcut ortakların paylarının bir kısmı veya tamamını pay devri sözleşmesi ile satın alması veya gerçek veya ticari işletmenin menkul, gayrimenkul ve haklarını ticari işletme satımı kapsamında satın alması gibi yöntemlerden bahsedilebilir. Bu bakımdan birleşme ve devralmalar kapsamında incelenebilecek yöntemlerin bazılarında pay devri diğerlerinde ise malvarlığı unsurlarının devri ifa yöntemi olarak karşımıza çıkmaktadır.<sup>27</sup>

Gerek kanunlardaki gerekse doktrindeki kavram kullanımı ele alındığında kapsamı hakkında tam olarak görüş birliğine varılamamış<sup>28</sup> olan birleşme ve devralma kavramları uygulamada birbirleri yerine sıklıkla kullanılmaktadırlar.<sup>29</sup>

<sup>24</sup> 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu, RG Sayısı: 26205, Yayımlandığı Resmî Gazete Tarihi: 21/6/2006.

<sup>25</sup> **KAPLAN** İbrahim, Şirketler Hukuku Şirketlerde Yapı Değişikliği (Birleşme, Bölünme, Tür Değiştirme, Malvarlığının Devri Sözleşmeleri), Yetkin Yayınları, Ankara 2021, s.47-48.

<sup>26</sup> **AKDUMAN**, age., s.39.

<sup>27</sup> **ESİN**, age., s. 34-35.

<sup>28</sup> **KAYANDAN**, age., s.5.

<sup>29</sup> **AĞAOĞLU** Cahit, Şirket Birleşme ve Devralma İşlemlerinde Tahkim, Seçkin Yayıncılık, Ankara 2016, s.31.

Birleşme ve devralmaları, *Erdem*<sup>30</sup>, bir işletmenin malvarlığının, haklarının veya borçlarının bir bölümü ya da tamamının mülkiyeti veya bunlardan yararlanmayı sağlayan haklarının devrini içeren her türlü işlem olarak açıklarken *Esin/Lokmanhekim*, işletmenin malvarlığı veya işletme sahibi tüzel kişiliğin sahip olduğu hisselerin önemli miktarının ya da tamamının devri veya sermaye arttırımı sonrasındaki hisselerin iktisabı<sup>31</sup> üzerinden değerlendirmiştir.

#### 1.1.2.1) Birleşme Kavramı

Birleşme bir veya daha fazla ticari ortaklığın malvarlığının tasfiyesiz biçimde devralan veya yeni kurulan ortaklığa külli halefiyet yoluyla kendiliğinden geçmesi ile malvarlıklarının birleşmesi ve bu sırada infisah eden ortaklık ortaklarının belirlenen değişim oranına göre hesaplanan bir miktar malvarlığının toplandığı ortaklık hissesi iktisap etmesi şeklinde gerçekleştirilen bir işlemdir.<sup>32</sup>

Ekonomik açıdan iki ya da daha fazla ekonomik birimin tek bir ekonomik birim oluşturması<sup>33</sup> olarak açıklanan birleşme kavramı, iki veya daha fazla şirketin ortak bir amacın gerçekleşmesi hedefiyle bir araya gelmesi ve bu sırada işleme katılan şirketlerden en az birinin bağımsızlığından feragat ettiği, dolayısıyla sonuçta tek bir şirketin varlığını sürdürmesine neden olan bir işlemdir.<sup>34</sup> Bu anlamda birleşmede sermaye şirketleri tasfiyesiz biçimde tek bir şirket haline gelmekte ve birleşen şirketlerin pay sahipleri varlığını sürdüren şirketin pay sahibi olmaktadır.<sup>35</sup> Bu bakımdan, birleşme işleminde işlemin taraflarının tek bir ortaklık haline gelmesi<sup>36</sup> ve

<sup>30</sup> **ERDEM**, Ercüment, Türk ve AT Rekabet Hukukunda Birleşme ve Devralmalar: Rekabetin Korunması Hakkında Kanun, Rekabet Kurulu Tebliği, AT Konsey Tüzüğü (4064/89), Beta Basım, Kırklareli 2003, s.29; akt. **KAYANDAN**, age., s.4.

<sup>31</sup> **ESİN** İsmail G./**LOKMANHEKİM** Tunç S., Uygulamada Birleşme ve Devralmalar, Beta Kitap, Kırklareli 2003 s.1; akt. Kayandan, age., s.4.

<sup>32</sup> **HORN** Norbert (Ed.), Crossborder Mergers And Acquisitions And The Law, The Hague: Kluwer Law International (2001), s. 141; **AKDUMAN**, age., s.33.

<sup>33</sup> **AYDEMİR** Muzaffer, Küreselleşme, Rekabet ve Sınır-Ötesi Birleşmeler: Daimler- Benz ve Chrysler Örneği, Süleyman Demirel Üniversitesi İİBF Dergisi, S.3 (Güz 1998), s. 46; **KAVLAK**, age., s.6.

<sup>34</sup> **AĞAOĞLU**, age., s.32-33; **KAYADAN**, age., s.9.

<sup>35</sup> **YASAMAN**, Hamdi, Anonim Ortaklıkların Birleşmesi, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 1987, s.5; **SARIKAYA** Sinan, Kooperatiflerin Katıldığı Birleşmelerde Kanunların Çatışmasından Doğan Sorunlar ve Uygulanacak Hükümlerin Tespiti, Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi C.5, S. 2 (Aralık 2019), s. 222-242, s.227.

<sup>36</sup> **AKDUMAN**, age., s.31.

sonuçta tüzel kişiliğe haiz kalan şirketin paylarının bir kısmının değişim oranına göre devrolunan şirketin pay sahiplerince kendiliğinden iktisabı<sup>37</sup> söz konusudur.

Doktrinde birleşme işlemini *Paslı*<sup>38</sup>, iki veya daha fazla ticaret ortaklığının taraf olduğu ve en az birinin tüzel kişiliğini kaybedip tüm malvarlığının tasfiyesiz biçimde içlerinden birine veya yeni kurulan ortaklığa geçtiği işlem türü olarak tanımlamıştır. *Tekinalp*<sup>39</sup> ise birleşmeyi malvarlıklarının tasfiyesi gerçekleştirilmeksizin bir ya da daha fazla ticaret şirketinin mevcut veya yeni kurulan bir ticaret şirketince bir sözleşmeye dayalı olarak devralınması ve devralınan şirketin malvarlıkları karşılığında devralan şirketin paylarının önceden belirlenmiş bir değişim oranına göre devralınan şirketin ortaklarınca kendiliğinden iktisabı yoluyla devralan şirketin ortağı haline gelmeleri olarak açıklamaktadır. Bu şekilde diğeri bünyesine katılan şirket ilgili pazardaki faaliyetini sonlandırmış olacaktır.<sup>40</sup> Sağlanacak olan payın eşitliği tam olarak sağlayamayacağı kanısı olması halinde, bu payın gerçek değerinin onda birini aşmamak şartıyla denkleştirme akçesi ödenmesi kararlaştırılabilecektir.<sup>41</sup>

Devralma yoluyla birleşmede devreden ortaklığın tasfiyesiz infisahı ile aktif ve pasifiyle devralan ortaklığa katılması meydana gelirken, devreden ortaklığın ortakları devralan ortaklığın hisse senetlerini iktisap eder veya buna karşılık gelecek bir ödeme üzerine anlaşılır.<sup>42</sup>

Yeni kuruluş yoluyla birleşmede birden çok ortaklık bir araya gelip tasfiyesiz infisah eder ve malvarlıklarını bir bütün olarak yeni kurulan ortaklığa devrederken infisah eden ortaklıkların ortakları yeni kurulan ve birleşen ortaklıklardan bağımsız tüzel kişiliğe sahip ortaklığın kuruluş işlemlerini kurucu sıfatıyla yerine getirirler.

Bu açıklamalardan yola çıkılarak birleşme işleminin devralma yoluyla gerçekleşmesinde en az bir şirketin malvarlığının diğer şirkete devredilmesi ve

---

<sup>37</sup> **KAVLAK**, age., s.7.

<sup>38</sup> **PASLI** Ali, Anonim Ortaklığın Devralınması, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2009, s.159

<sup>39</sup> **POROY** Reha, **TEKİNALP** Ünal ve **ÇAMOĞLU** Ersin, Ortaklıklar Hukuku I, Güncelleştirilmiş 13. Bası, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2014, s.99; **KAVLAK**, age., s.8.

<sup>40</sup> **KOCAER** Şenol, Şirket Yeniden Yapılandırılmaları, Güncellenmiş ve Genişletilmiş 3. Baskı, Seçkin Yayıncılık, Ankara 2015, s.390.

<sup>41</sup> **KAYA** Mustafa İsmail/ **TATLI** Burçak, Ticaret Hukuku-I (Ticari İşletme ve Ortaklıklar Hukuku, Güncellenmiş 4. Baskı, Temel Hukuk Dizisi, Seçkin Yayıncılık, Ankara 2022, s.238.

<sup>42</sup> **AKDUMAN**, age., s.34.

tasfiyesiz sona ermesi sonucunda devrolan şirketin ortaklarının devralan şirketin ortağı haline gelmesi söz konusu olup işlemin yeni kuruluş biçiminde gerçekleştirilmesi halinde malvarlıklarını yeni kurulan şirkete devrederek tasfiyesiz sona eren en az iki şirketin ortaklarının bünyesinde birleşilen yeni kurulan şirketin ortağı haline gelmeleri şeklinde açıklanabilir.<sup>43</sup>

#### 1.1.2.2) Devralma Kavramı

Devralma işlemi temelde tarafların ticari işletme üzerindeki geleceği belirleme yetkisi ya da hâkimiyet olarak adlandırılabilir. gücü birbirine devrini içermektedir. Taraflar bu devri ticari işletmenin unsurlarını ve genel anlamda malvarlığını devir yoluyla doğrudan veya ticari işletme üzerinde hâkimiyet kurmayı sağlar unsurların devri bakımından pay devri yoluyla dolaylı biçimde gerçekleştirebilmektedir. İşlemin hangi yolla yapıldığı güç dengesi değişimi, amaç ve ticari işletmenin geleceğini belirleme yetkisine sahiplik bakımından bir fark yaratmamakla birlikte TTK m. 11/3 anlamında malvarlığı devrinin ya da bir pay devri sözleşmesi ile pay devrinin yapılmasının ifa yöntemi açısından farklılaşan yollar olduğu belirtilebilir.<sup>44</sup>

Devralma kavramı ise *Beyer*<sup>45</sup> tarafından bir ticari teşebbüsün bir diğerinin paylarını nakit veya kendi payları karşılığında alması şeklinde açıklanırken *Horn*<sup>46</sup> şirketin tüm malvarlığı veya paylarının sahibinden satın alması olarak değerlendirilmiştir. Bu konuda *Esin*<sup>47</sup> birleşme ve devralma işlemleri başlığı altında, şirkette söz sahibi olmak isteyen yeni ortağın mevcut ortak veya ortakların paylarının bir kısmını veya tamamını satın alması yoluyla pay devir sözleşmesini ve gerçek veya tüzel kişiye ait menkul, gayrimenkul ve hakların başkası tarafından satın alınması şeklindeki ticari işletmenin satımı sözleşmesini bir ticari işletme üzerinde geleceği belirleme imkânının devri yani işletme üzerindeki hâkimiyetin kısmen veya tamamen devrine ilişkin yöntemlerden bazıları olarak değerlendirmiştir.

---

<sup>43</sup> AKDUMAN, age., s. 36.

<sup>44</sup> ESİN, age., s.35-37.

<sup>45</sup> AĞAOĞLU, age., s. 37.

<sup>46</sup> HORN, Nobert (ed.), Cross-Border Mergers and Acquisitions and the Law, Studies in Transnational Economic Law, Vol. 15, Kluwer Law International.; akt. AĞAOĞLU, age., s.37.

<sup>47</sup> ESİN, age., s. 34-35.

Dolayısıyla aynı anlamı taşımakta gibi görülen ve bu yönde kullanılan birleşme ve devralma kavramlarından; birleşmede, iki veya daha fazla ortaklığın tek ortaklık haline gelmesi ve işlemin taraflarından en az birinin tüzel kişiliğinin diğeri içinde erimesi durumuyla tüzel kişiliği ayakta kalan ortaklığın hisselerinin işlemin tarafları ortaklar arasında bölüşülmesi gibi hususlar karşımıza çıkarken, bir işletme üzerinde hâkimiyet sahibi olma yetkisi<sup>48</sup> olarak açıklanabilecek olan devralmada, hedef ortaklığın hisselerinin veya malvarlığının bir başka ortaklık tarafından tamamen veya kısmen satın alınması ve bu bakımdan devre konu unsurların paylaşımı değil devralan ortaklığa geçişi meydana gelmektedir.<sup>49</sup>

Rekabet hukuku kapsamında bir veya birden fazla teşebbüsün sözleşme veya benzer bir işlemle başka bir teşebbüs veya kişi tarafından devralınması bir devralma işlemi olarak kabul edilmektedir.<sup>50</sup> Bu kapsamda işlem 2010/4 sayılı Tebliğ’de bir veya birden fazla teşebbüsün bütününe veya bir bölümünün doğrudan veya dolaylı kontrolünün başka bir teşebbüs tarafından devralınması olarak değerlendirilmiştir. Dolayısıyla rekabet hukuku bakımından devralmalardaki ana unsur işlemin kontrolün kalıcı değişiklik yaratacak şekilde devrini içermesidir.<sup>51</sup>

#### **a) Malvarlığının Devri**

Bir anonim şirketin pay devri veya malvarlığı devri arasındaki fark devri yöntemi olup her iki yöntemde kendi kuralları bünyesinde gerçekleştirilecek ve şirket üzerinde hâkimiyet sağlama yetkisinin elde edilmesine hizmet edecektir. Nitekim iki şekilde de edim konusu ticari işletme olacağından bunun pay devri veya ticari işletmeyi oluşturan malvarlığı unsurlarının devri şeklinde yapılmasının ayıplardan sorumluluk bakımından bir fark yaratmayacağı da savunulmaktadır.<sup>52</sup>

---

<sup>48</sup> **SUDARSANAM** Sudi, Creating Value From Mergers And Acquisitions: The Challenges, London: Financial Times Prentice Hall (2009), s. 438.; **AKDUMAN**, age., s.42.

<sup>49</sup> **AKDUMAN**, age., s.31.

<sup>50</sup> **YEŞİLADA** Koray, Rekabet Hukukunda Birleşme ve Devralmaların Denetlenmesi ve Sonuçları, Seçkin Yayıncılık, 1.Baskı, Ankara 2024, s.57.

<sup>51</sup> **GÜVEN** Pelin, Türk Rekabet Hukuku ve Avrupa Birliği Rekabet Hukukunda Birleşme ve Devralmaların Denetlenmesi, 1.Baskı, Ankara 2002, s. 88; aktaran **YEŞİLADA**, age., s.57.

<sup>52</sup> **ESİN**, age., s.246.

Malvarlığı devri ile ortaklığın hukuki bir bütün olarak, malvarlığı unsurları ve hakları ile birlikte devralana geçişi meydana gelmektedir.<sup>53</sup> Bu kapsamda aksi öngörülmedikçe maddi ve maddi olmayan malvarlığı unsurlarının; alacakları, know-how, fikrî mülkiyet hakları ve sürekli olarak işletmeye özgülenen malvarlığı gibi unsurların devir sözleşmesinde kalması ve alıcı şirkete devriyle hedef şirketin kontrolünün kalıcı değişiklik sağlayacak biçimde devri sağlanmaktadır.<sup>54</sup> Bu şekilde devralma yoluyla birleşmedeki ekonomik sonuç gibi devrolunan ortaklığın malvarlığı unsurlarının hukuki sahibi değişerek devralanın malvarlığı unsurları ile bir araya gelmiş olacaklardır. Ancak devir işlemi açısından ortaklık tüzel kişiliğini kaybetmemekte ve her iki tarafın pay sahipleri istekleri doğrultusunda gerekli değişiklikleri yaparak hukuk hayatında varlığını sürdürmeye ve faaliyetlerine devam edebilmektedirler.<sup>55</sup> Bu bakımdan malvarlığı devri ve devralma yoluyla birleşmede ortaklar yani kişi unsuru etkilenmemektedir.<sup>56</sup>

Malvarlığının devri veya ticari işletmenin devri genellikle birlikte ele alınarak 818 sayılı eski BK m.179 ve 6098 sayılı TBK m.202 kapsamında malvarlığının veya işletmenin devralınması başlığı altında düzenlenmiştir. Maddeye göre bir malvarlığını aktif ve pasifleriyle devralan, bunu alacaklılara bildirdiği veya ülke geneli dağıtım yapan bir gazetede ve ticari işletmeler için Ticaret Sicili Gazetesinde ilanla duyurduğu tarihten itibaren devir konusunun unsurlardaki borçlardan sorumludur. Bu sorumluluk iki yıl süreyle devralan ve devreden üzerinde müteselsil bir sorumluluktur. İki yıllık süre muaccel borçlar için ilandan müeccel borçlar için muaccel olma tarihinden başlamaktadır.

Doktrinde TBK m. 202 uyarınca düzenlenen devirde aktif ve pasiflerin birlikte devralınmasına ilişkin bir görüş ayrılığı bulunmaktadır.<sup>57</sup> Bu kapsamda teminat teorisini savunanlara göre maddenin emredici doğası ve işletmenin aktiflerinin pasiflerine

---

<sup>53</sup> KAYANDAN, age., s.20.

<sup>54</sup> TOPUZ Murat, Ticari İşletmenin Devrinde Tasarruf İşlemlerine İlişkin Şekil Sorunu (İsviçre Birleşme Kanunu (Fusionsgesetz: FusG) ve Alman Hukuku Perspektifinde), Dergipark Cilt: 18 Sayı:2 (2012), s.19-80, s. 38-39.

<sup>55</sup> PASLI, age., s.177-178.

<sup>56</sup> AKDUMAN, age., s.42.

<sup>57</sup> GÜNCAN Atahan, Ticari İşletmenin Devrinde Alacaklının Korunması, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Özel Hukuk Yüksek Lisans Tezleri Dizisi No:2, 1.Baskı, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2018, s. 95-101.

teminat niteliği taşıdığı görüşüyle aktiflerin pasiflerden ayrı devri mümkün görülmemektedir.<sup>58</sup> Dolayısıyla ticari işletmenin devri sırasında taraf iradelerine dayalı olarak değil kanun gereğince varlığından dahi haberi olmadığı borçlardan devralan-alıcı sorumlu tutulmaktadır.<sup>59</sup> Bu teoriyi savunanlardan bazı yazarlar aktif ve pasiflerin birlikte geçişinin öngörülmediği devir sözleşmelerinin geçersiz olacağını<sup>60</sup> kabul ederken bazıları da pasiflerin de aktiflerle birlikte geçişi dahil olmak üzere geçerli olacağını savunmaktadırlar.<sup>61</sup> Dolayısıyla malvarlığı devrinin gerçekleşebilmesi için envanterde bir aktif değer bulunması gerekmekte ve aktif değer bulunmadığı bir devrin gerçekleşmeyeceği belirtilmektedir.<sup>62</sup> Bu bakımdan tarafların devralanın bazı borçlardan sorumsuzluğunu kararlaştırması da yalnızca aralarında etkili olacak üçüncü kişi alacaklılara karşı koruma sağlamayacaktır.<sup>63</sup>

Öte yandan alacak ve borçların ayrı ayrı devredilebileceği görüşüne sahip yazarlar da bulunmaktadır. Bu yazarlar temelde bir sözleşmeye dayalı olarak gerçekleştirilen ticari işletmenin devrinin tarafların serbest iradelerine dayanması gerektiğini ve bu irade serbestisiyle kendi menfaatlerine uygun biçimde anlaşabileceklerini dolayısıyla aktiflerin ve pasiflerin ayrı ayrı devrinin mümkün olduğunu savunmaktadır.

*Arıcı*, ticari işletmenin aktif ve pasifi ile devrini konu alan çalışmasında aktiflerin pasiflerin teminatı olduğu yönündeki görüşün aksine alacaklıların teminatının devredilen yerine ikame edilen şey ile sağlandığını<sup>64</sup> dolayısıyla pasiflerin devir dışında tutulmasının sözleşmenin geçerliliğine zarar vermeyeceği ve dolayısıyla hem aktifin devri hem de pasifin devir dışı bırakılması bakımından taraf iradeleri doğrultusunda oluşturulan anlaşmanın hüküm ifade edeceğini açıklamıştır.<sup>65</sup>

---

<sup>58</sup> **ACEMOĞLU** Kevork, Borçlar Kanunu'nun 179.Maddesine Göre Malvarlığı ve Ticari İşletmenin Devri, Fakülte Matbaası, İstanbul 1971.; ak. **KAYANDAN**, age., s.23

<sup>59</sup> **ÖZŞAHİN** Ahmet Baybars, Türk Borçlar Kanunu m. 202 Kapsamında Ticari İşletmenin Pasiflerinin Devrinde Müteselsil Sorumluluk Düzenlemesinin Değerlendirmesi ile Kefil ve Kefaletin Durumu, Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. XXV, S.2, (2021), s. 311-339, s. 315.

<sup>60</sup> **AKDUMAN**, age., s.44.

<sup>61</sup> **ACEMOĞLU**, age. s.35; akt. **KAYANDAN**, age., s. 24.

<sup>62</sup> **TOPUZ**, age., s.27.

<sup>63</sup> **ÖZŞAHİN**, age., s. 326.

<sup>64</sup> **ARICI** Mehmet Fatih, Ticari İşletmenin Aktif ve Pasifi ile Devri, İstanbul 2008, s.151

<sup>65</sup> **ARICI**, age., s.77-80.

*Demir*<sup>66</sup>, TBK m. 202 ile düzenlenen ticari işletmenin devrinin alacaklıların rızalarının tek tek alınmasına ilişkin güçlüğün engellenmesi öngörüsü ile tarafların aktif ve pasiflerin birlikte devrine yönelen iradeleri doğrultusunda bir sözleşmenin bulunması halinde her bir alacaklının rızası gerekmeksizin işletme pasifleri bünyesindeki borçların ihbar veya ilan tarihinden itibaren devralana geçmesi olduğunu açıklamış ve devrin pasifleri de kapsamına dair bir zorunluluk bulunup bulunmadığına ilişkin tartışma çerçevesinde hükmün emredici niteliğinden bahsedilemeyeceğini belirtmektedir. Bu kapsamda tarafların serbest iradeleri doğrultusunda aktifler ile pasiflerin birlikte devrini kararlaştırmaları halinde borçların ihbar veya ilan tarihinden başlayarak devralana geçmesi söz konusu olacaktır.

Nitekim, yazar, işletmenin devrinde tarafların belirleyeceği bedelin devredilmeyen borçların güvencesi olmayı sürdüreceğini belirtmekte<sup>67</sup> ve bu bedelin belirlenmesinde borçların devredilip devredilmemesi hususunun da etkili olacağını yani borçların devredilmesinin bir zorunluluk olarak görülmesi halinde talebin azalması nedeniyle güvence niteliğindeki bu bedelin düşmesinin söz konusu olacağını açıklamıştır.<sup>68</sup>

*Esin*<sup>69</sup> ise TBK m. 202 ile düzenlenen açıkça aktif ile birlikte pasifin de devralınması olduğunu belirtmesinin yanı sıra bir devir işleminde alacakların ticari işletmeyi takip etmek zorunda olmadığını ve sözleşmede pasifler devir dışında tutulmuşsa ticari işletme aktiflerinin tamamını veya bir kısmını devralanın kanun gereği borçlardan sorumlu olmayacağını belirtmektedir. Dolayısıyla borçların tarafların iradesi hilafına devralan geçmesini kabul etmemektedir. Yazara göre, aktifin devri konusunda TBK m. 202 bir düzenleme özel içermediğinden ilgili malvarlığı unsurunun kendi rejimine<sup>70</sup> göre veya pasifler için TTK m.202 ve TTK m.11/3 kapsamında aktiflerin devrinin gerçekleştirilmesi mümkündür.<sup>71</sup>Bu kapsamdaki aktifler bakımından

---

<sup>66</sup> **DEMİR** Koray, Ticari İşletmenin Devrinde Yeni Dönem: Eski ve Yeni Sorunlar, İÜHFM C. LXXI, S. 2, (2013), s. 103-120, s. 108-109.

<sup>67</sup> **DEMİR**, age., s.110.

<sup>68</sup> **DEMİR**, age., s. 109-110.

<sup>69</sup> **ESİN**, age., s.252-262.

<sup>70</sup> **ATABAY** Güzin Gizem, İşletmenin Devri, 1.Baskı, Seçkin Yayıncılık, Ankara 2020, s. 80-81.

<sup>71</sup> **ESİN**, age., s.256.

taşınırlarda teslim, taşınmazlarda tescil ve alacaklarda alacağın temliki ile devrin tasarruf işlemi yerine getirilecektir.<sup>72</sup>

Malvarlığı devrinde işleme konu tüm malvarlığı unsurları kendi hukuki rejimlerine tabii biçimde tek tek devredilerek alıcıya geçişi sağlanacaktır.<sup>73</sup> Ancak bir ticari işletmenin malvarlığı unsurlarının ayrı ayrı kendi rejimlerine göre devri zorunluluğuna bir kolaylaştırılmış yol sağlayan TTK m.11/3 hükmü ile ilgili malvarlığı unsurlarının bir bütün halinde devrine olanak sağlanmıştır. Buna göre ticari işletmenin içerdiği malvarlığı unsurlarının devri için genel hükümlerin zorunlu kıldığı tasarruf işlemleri ayrı ayrı yapılmak zorunda olmaksızın yazılı biçimde yapılacak bir devir sözleşmesinin yapılması ve ticaret siciline tescil ve ilan edilerek bir bütün halinde gerçekleştirilebilecektir.<sup>74</sup>

TTK m.11/3 sadece ticari işletmeler bakımından uygulanmak üzere aktif ve pasiflerin devri bakımından kolaylaştırıcı nitelikte bir hüküm olarak değerlendirilmektedir.<sup>75</sup> Nitekim Ticaret Sicili Yönetmeliği m.133/1’de de TTK m.11 uyarınca ticari işletmenin bir bütün halinde ve devamlılığı sağlamak suretiyle devrinin mümkün olduğu belirtilmiştir.<sup>76</sup> Öte yandan maddede aksi öngörülmedikçe işletmenin devrinin bir bütün olarak gerçekleştirilmesi düzenlendiğinden tarafların devir sözleşmesinde hangi malvarlığı unsurlarını işleme dahil edip etmeyeceğine dair irade serbestisi bulunmaktadır.<sup>77</sup>

Ticari işletmenin devrinde devir sözleşmesi borçlandırıcı işlem niteliği taşıırken, devrin ticaret siciline tescili de tasarruf işlemi niteliğindedir. Bu bakımdan Ticaret Sicili Yönetmeliği m.133/2’de devir sözleşmesinin yazılı şekilde yapılmasını düzenlenirken sözleşmede yer alacak hususlar da belirtilmiştir. Ancak maddenin 3. fıkrasında devrin devir sözleşmesinin tamamının tescili ile geçerli olacağı belirtilmiş olup ticari işletmenin devrine yönelik bir sözleşmenin tüm detaylarının böylesine paylaşılmasının

---

<sup>72</sup> **ALAEDDİNOĞLU** İdil, (2022), Anonim Ortaklıkta Pay Devri Sözleşmesi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, s..38

<sup>73</sup> **BUZ** Vedat, Ortaklık Paylarının Devrinde Ayıba Karşı Tekeffül Hükümlerinin Uygulanabilirliği Sorunu, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, Cilt XXXV, Sayı 3, (2019), s. 65-93, s.66.

<sup>74</sup> **AKGÖL** İzel, Ticari İşletmenin Devri, Ankara 2019, s.53.

<sup>75</sup> **AKGÖL**, age., s.52.

<sup>76</sup> Ticaret Sicili Yönetmeliği, RG No: 28541, Yayımlandığı R.Gazetenin Tarihi : 27/1/2013, m.133.

<sup>77</sup> **AKGÖL**, age., s.51.

mantıklı bir düzenleme olmadığına dair eleştiri uyandırmıştır.<sup>78</sup> Bu bakımdan devir sözleşmesinin maddede belirtilen hususları barındıran kısmının ayrı biçimde düzenlenerek tescilin yapılması hali değerlendirildiğinde de TTK m.11'in kolaylaştırıcılık yönünün uygulamada sekteye uğraması durumu ortaya çıkmaktadır.

## **b) Pay Devri**

Pay devri ve malvarlığı devri yöntemleri karşılaştırıldığında malvarlığının devri ile devralmanın gerçekleştirilmesinde anlatılmış olan düzenlemelere dayanarak işletmenin aktif ve pasiflerinin devralınması ve bu kapsamda işletmenin hak ve alacaklarının devri söz konusu olacaktır. İlgili malvarlığı unsurlarının devri TTK m. 11/3 ile kolaylaştırılmış olsa da işletmenin borçlarının devri bakımından üçüncü kişi alacaklıların ve işletmenin taraf olduğu sözleşmelere taraf üçüncü kişinin rızası gerekecektir.<sup>79</sup> Bu nedenle devrin kolaylığı bakımından tercih sebebi olan pay devrinde ortaklığın paylarının önemli ölçüde devralınması ile işletme mevcut tüzel kişilik bünyesinde kalarak işletmenin dolaylı devri sağlanmaktadır.<sup>80</sup>

Pay devri ile devralma hedef ortaklığın kontrolünün elde edilmesi amacıyla hisselerinin tamamının veya hedef ortaklık özelinde değerlendirilebilecek bir orandaki kontrolü sağlar kısmının devralınması olarak açıklanabilir.<sup>81</sup> Bu anlamda pay devri ile ortaklığın devri hedef şirketin kontrolünün geçişini sağlar oranda hissenin devralınması ile meydana gelmektedir.<sup>82</sup> Bu kapsamda şirket türüne veya paya göre değişmekle birlikte<sup>83</sup> yeterli oranda hissenin hedef şirketin kontrolünün elde edilmesi amacıyla çoğunlukla bir bedel karşılığında satın alınması ile hisse devir sözleşmesi gerçekleştirilmektedir.<sup>84</sup>

Doktrinde bir anonim ortaklığın paylarının devrinde en tartışmalı hususlardan biri de payların devri ile hedeflenen sonucun ortaklığın üzerindeki hâkimiyetin ve geleceğe ilişkin kararların verilmesine ilişkin yetkinin devrinin hedeflenmesi halinde devrin konusunun ortaklık paylarını mı yoksa işletmeyi mi kapsadığıdır. Bu konuda

---

<sup>78</sup> ESİN, age., s.250.

<sup>79</sup> BUZ, age., s.66.

<sup>80</sup> BUZ, age., s.67.

<sup>81</sup> AKDUMAN, age., s.45.

<sup>82</sup> PASLI, age., s.202.

<sup>83</sup> AKYÜZ, age., s.53.; akt. KAYANDAN, age., s.16.

<sup>84</sup> KAYANDAN, age., s.16.

geleneksel görüş şirketin çoğunluk payının devrini şirketin malvarlığı kapsamındaki işletmenin devri ile özdeşleştirmektedir.<sup>85</sup>

*Esin/Lokmanekim*<sup>86</sup> işletme üzerindeki kontrolü devretme amacıyla kullanılan bir araç olduğunu ve pay devrinde borç doğuran işlemin konusunun işletmenin kendisi, tasarruf işleminin konusunu ise kontrolü sağlayan payların olduğunu bu bakımdan payların tamamının veya tamamına yakın miktarının devrinin işletmenin üzerindeki kontrolün dolayısıyla da geleceği belirleme yetkisinin devri anlamında geldiğini açıklamıştır.

*Esin*<sup>87</sup>, sözleşmenin türü ve içeriğinin tarafların gerçek ve ortak iradelerinin etkili olacağını ve payların bir daire satımındaki anahtarlar gibi satılan değil ama teslim edilmesi gereken ve alıcının fiili hâkimiyetini sağlayan araç ve işletmenin ise amaç olduğunu yeni çalışmasında yinelenmiştir.

*Akduman*<sup>88</sup>, benzer şekilde hisselerin tümünün devri halinde devralmanın amacının işletmenin ekonomik geleceğini belirleyebilme yetkisi olduğuna katılmaktadır. Bu bakımdan devralan maddi ve gayri maddi mallar ile hakların oluşturduğu ekonomik bir bütün olan işletmenin geleceğine ilişkin karar alma ve uygulama yetkisini veren payların iktisabını hedeflemektedir.

*Paslı*<sup>89</sup>, iktisadi bir değer olarak anonim ortaklığın kontrolünün sahibinin bu kontrolü devretmesi anonim ortaklığın hâkimiyetini de ilgilendirmekte olup malvarlığı unsurlarının yönlendirilmesine neden olacağından kontrolün devrinin anonim ortaklığın devri anlamına geleceğini belirtmiştir. Bu bakımdan anonim ortaklığın kontrolünün el değiştirdiği hallerde işlemin konusunun yalnızca payların mülkiyetinin devri olduğunu söylemek yeterli olmayacaktır. Dolayısıyla çoğunluk payın devri ile kontrolün iktisabının sağlanması halinde işlemi pay devri ile sınırlı olarak değerlendirmek mümkün olmayacak ve böyle bir pay devrinin konusu şirketin çoğunluk payları yanında

---

<sup>85</sup> **TÜRKYILMAZ** İsmail, Anonim Ortaklıklar Hukukunda Pay Satış Sözleşmeleri Ekseninde Satıcının Beyan ve Tekeffülleri, 1. Baskı, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2021, s.154.

<sup>86</sup> **ALTUNBAŞ SANCAK** Zahide (2021). Anonim Şirket Özelinde Devralma İşlemlerinde Satıcının Ayıptan Doğan Sorumluluğu, İstanbul Bilgi Üniversitesi Lisansüstü Programlar Enstitüsü, Doktora Tezi, İstanbul, s.30.

<sup>87</sup> **ESİN**, age., s. 161.

<sup>88</sup> **AKDUMAN**, age., s. 101-102.

<sup>89</sup> **PASLI**, age., s. 80-81 ve 272.

anonim ortaklık olacaktır. Böylece anonim ortaklığın malvarlığı unsurları; aktifleri, pasifleri ve bu bağlamda işletmelerinin dolaylı olarak devredilmesi işlem kapsamındadır.

*Buz*<sup>90</sup>, ortaklık paylarının satımının mal satımı değil hak satımı olduğunu ancak payların tamamının veya tamamına yakınının devrinde ekonomik açıdan işletmenin aktif ve pasifleriyle devrine benzer bir durumun meydana geldiğini belirtmekte ve bu halde işletmenin ayıplı olmasının payların da ayıplı olduğu anlamına geleceğini savunmaktadır.

*Altunbaş Sancak*<sup>91</sup>, hisse devirlerinde satıcının pay sahipliğine ilişkin haklarını hisseler üzerinden alıcıya devrederken bir hak satımının gerçekleştiğini belirtmektedir. Ancak pay devrine ilişkin sözleşmenin tür ve kapsamının TBK m.19/1 bakımından tarafların gerçek ve ortak iradelerinin esas alınmasıyla değerlendirilmesi gerektiğini ve pay devri yoluyla kontrolün devrinin sağlandığı devralmalarda due diligence, sözleşme görüşmeleri, satıcının beyan ve tekeffülleri, tarafların kapanış ve sonrası yükümlülükleri ve bedelin belirlenmesinde taraf iradelerinin yalnızca payların devrine değil taşınır, taşınmaz mallar, sınai haklar, müşteri çevresi, ticari sırlar ve bu bakımdan işletmenin bir bütün olarak devrine yönelmekte olduğunu savunmaktadır. Böylece satımın konusu paylar olsa da sözleşmenin amacı ekonomik anlamda işletmenin devridir.

Öte yandan ortaklık paylarının devrinin ortaklık kontrolünün devri sonucuna varması halinde devrin ortaklığın malvarlığı veya işletmesi olarak görülmesi yaygın olarak kabul edilse de pay devrinin konusunun ortaklık paylarından meydana geldiği görüşü de doktrinde yer almaktadır.<sup>92</sup>

*Kılıçoğlu*<sup>93</sup>'na göre ise, pay devir sözleşmesi ile hisse sahibinin hissesini bir başkasına devretmesi söz konusu olup devralan şirkete ait malvarlığını veya işletmeyi değil devreden hissesine ilişkin hak ve borçları devralmaktadır. Dolayısıyla devredilen hisseye ilişkin şirketin malvarlığı ve işletmesi el değiştirmemekte varlığını sürdürmektedir. Hisse devir sözleşmesinin ilgili şirketin hisselerinin tamamını

---

<sup>90</sup> BUZ, age., s. 84.

<sup>91</sup> ALTUNBAŞ SANCAK, age., s. 35-36.

<sup>92</sup> ALAEDDİNOĞLU, age., s.76.

<sup>93</sup> KILIÇOĞLU Ahmet M., Borçlar Hukuku Genel Hükümler, Genişletilmiş 21. Bası, Turhan Kitabevi, Ankara 2017, s.1034.

kapsaması halinde şirket ünvanı, malvarlığı ve işletmeleriyle mevcut durumunu korurken sahibi el değiştirmektedir.

*Türkyılmaz*<sup>94</sup> da payları devre konu edilen TTK m.125/1 kapsamında tüzel kişiliğe sahip bir anonim şirketin tüzel kişiliğinin görmezden gelinmemesi gerektiğini ve bir pay satış sözleşmesinin konusunu şirketin malvarlığı unsurlarının değil ortaklık hakkının oluşturduğunu belirtmiştir.

*Alaeddinoğlu*<sup>95</sup>, pay devri sözleşmesinin konusunu malvarlığı ve bu kapsamdaki işletmenin değil payların oluşturduğunu belirtirken uygulamada pay devrinde tarafların açıkça malvarlığı üzerindeki hâkimiyeti amaçladığı durumların da söz konusu olabileceğini belirtirken bu bakımdan ortaklık payı ile malvarlığının özdeş olmamakla birlikte pay değeri ve sağladığı menfaatlerin ortaklık malvarlığı ile sıkı ilişkisi üzerinde durmuştur.

İsviçre Federal Mahkemesi ise şirketin paylarının tamamının veya şirketin kontrolünü ele geçirecek kısmının devrinde dahi pay devri sözleşmesinin konusunu yalnızca paylar ile sınırlı olarak değerlendirmektedir.<sup>96</sup> Öte yandan İsviçre doktrininde kontrolün devrini sağlayan ölçüdeki pay devirlerinde sözleşmenin konusunun hedef şirketin işletmesi olduğu fikri hâkimdir.<sup>97</sup>

Yargıtay ise pay devrine ilişkin sözleşmenin konusunu şirketin payları olarak görmekte ve şirketin işletmesi olarak değerlendirmemektedir. Bu nedenle sözleşme konusunu şirketin malvarlığı unsurlarının değil payların oluşturduğu gerekçesiyle payları satılan bir şirketin malvarlığında pay devrinden önceki olaylara bağlı olarak devir sonrası ortaya çıkan zararlarda satıcıyı sorumlu tutmamaktadır.<sup>98</sup>

Hedef ortaklık paylarının kontrolü sağlayacak bir oranının mülkiyetinin iktisabı ile gerçekleştirilen pay devri yoluyla ortaklığın devralınması işleminde payın

<sup>94</sup> **TÜRKYILMAZ**, age., s. 24 ve 154.

<sup>95</sup> **ALAEDDİNOĞLU**, age., s. 77- 78.

<sup>96</sup> BGE 79 II 155, kararın özeti için bkz. Marcel Gmünder, Teilanfechtung aus Irrtum bei der Unternehmensübernahme, P. Haupt, 1992, s. 32-34; BGE 107 II 419, s. 422; ayrıca bkz. BSK OR IHonsell, Art. 197, N. 1; Claire Huguenin, Obligationenrecht – Allgemeiner und Besonderer Teil, 3. bası, Schulthess Verlag, 2012, N. 2613.; akt. **ALTUNBAŞ SANCAK**, age., s.26.; Federal Mahkemenin kontrolün iktisabını sağlayacak kısmının devrinde dahi sözleşmeyi kıymetli evrak satımı olarak değerlendirdiğine dair BGE 107 II 416; akt. **KILIÇOĞLU**, age., s.1034 dipnot.

<sup>97</sup> **ALTUNBAŞ SANCAK**, age., s. 26-27.

<sup>98</sup> **TÜRKYILMAZ**, age., s. 143-144.

mülkiyetinin kazanılması sonucunu doğuran hukuki işlem satım, bağışlama, anonim ortaklığın hisselerinin başka bir ortaklığa kuruluşu veya sermaye arttırımı kapsamında aynı sermaye yoluyla konulması veya isimsiz bir sözleşme olabilecektir.<sup>99</sup> Bu bakımdan pay devri işleminin dayandığı borçlandırıci işlemin bir satım sözleşmesi olması ve paylara karşılık satım bedeli olarak nakdi ödeme yapılması sıklıkla görülmektedir. Dayanak sözleşmenin trampa sözleşmesi olması halinde ise hedef ortaklığın hisselerine karşılık devralanın hisselerinin verilmesi sebebiyle birleşme benzeri bir işlem olarak hisse değişimi meydana gelecektir. Ancak hisse değişiminde birleşmeye uygulanacak kurallar ve herhangi bir tüzel kişiliğin kaybı bulunmamaktadır. Hisse değişiminin klasik satım sözleşmesiyle birlikte uygulanması kararlaştırılarak hisse bedelinin kısmi devralan hisseleri kısmi nakdi biçimde ödenmesi de kararlaştırılabilecektir.<sup>100</sup>

Pay devri, hedef ortaklığın ortak sayısı düşük bir kapalı ortaklık olması halinde hisse devrine ilişkin yapılacak görüşmelerin sonrasında imzalanacak hisse devri sözleşmesi ile yapılabileceği gibi ortak sayısı fazla bir halka açık ortaklık için halka arz yolu tercih edilebilmektedir. Öte yandan payların açık arttırma yoluyla satılması da mümkündür.<sup>101</sup>

Devre konu edilecek hisselerin satımına ilişkin ortaklık yönetimi ile ilişki kurularak devralmanın kapsamı ve hükümleri hakkında anlaşıldıktan sonra pay sahiplerine teklif götürülmesi ile yapılan devirler dostça devralma<sup>102</sup>, yönetimin onayı olmaksızın veya ilgili hususlarda anlaşılabilmesine rağmen<sup>103</sup> hisse satışına ilişkin götürülen teklif ile yapılan işlem düşmanca devralma olarak nitelendirilmektedir.<sup>104</sup>

TTK m.329/1 uyarınca anonim şirketler sermayesi belirli ve paylara bölünmüş ve borçlarından yalnız malvarlığıyla sorumlu şirketlerdir. Bu bakımdan ortaklık payı şirketin kuruluşunda veya sermaye arttırımıyla merkezinin bulunduğu yerdeki ticaret siciline tescil yoluyla veya kayıtlı sermaye sistemini benimsemiş anonim şirketlerde

---

<sup>99</sup> PASLI, age., s. 202-203.

<sup>100</sup> PASLI, age., s. 204.

<sup>101</sup> AKDUMAN, age., s. 46.

<sup>102</sup> EROL, Melih Uğraş, Introduction to Commercial Law, Güncellenmiş 3.Baskı, Seçkin Yayıncılık, Ankara 2019, s.229-230.

<sup>103</sup> AYAYDIN Hasan ve DAĞLI Hüseyin, Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Geliştirilen Savunma Taktikleri: Kavramsal Bir İnceleme, Afyon Kocatepe Üniversitesi, İİBF Dergisi, C.XIV, S I, (2012), s.207-230., s.209.

<sup>104</sup> AKDUMAN, age., s. 46.

yönetim kurulunca çıkarılan pay senetlerinin satın alınması yoluyla aslen iktisap edilebileceği gibi mevcut payların çeşitli hukuki işlemler üzerinden sonradan devren iktisabı da mümkündür.<sup>105</sup> Bu anlamda önceden sahibi bulunmayan ve yeni bir pay sahipliği ile iktisap edilen paylar aslen iktisap edilirken<sup>106</sup> önceden bir sahibi bulunan paylar devren iktisap edilmiş olmaktadır.<sup>107</sup> Ancak payları aslen veya devren iktisabı ile kontrolün devren iktisabı aynı anlama gelmemektedir. Bu bakımdan sermaye arttırımında pay sahiplerinin rüçhan haklarının kaldırılmasıyla yeni payların iktisabı aslen iktisap niteliğinde de olsa bu şekilde payların iktisabı ile kontrol devren iktisap edilmiş olmaktadır.<sup>108</sup>

Hangi oranda hissenin devrinin kontrolün devrini sağlayacağı her işlem özelinde ve hedef ortaklığın özelliklerine göre değişmektedir. Bu kapsamda *Paslı* tarafından anonim ortaklıklar hukuku bakımından çoğunluk ilkesine dayalı olarak bu oranın %50'nin üzerinde olması şartı temel alınabileceği şeklinde değerlendirilmekte olup işleme konu hedef şirketteki azınlık kontrolü ve imtiyazlı payların durumu gibi etkenler her işlemde kontrolün sağlanması için yeterli olacak oran üzerinde etkili olacaktır.<sup>109</sup> Bu oran Alman Federal Mahkemesi'nin bakımından yönetsel kararların alınmasına ilişkin yetki yeterli görülmemekte ve teşebbüsün ana sözleşme değişikliğine imkân veren derecede olmalıdır.<sup>110</sup>

Oranın ne olması gerektiği hakkında *Ulusoy*<sup>111</sup> anonim ya da limited şirkette payların bir kısmının devri halinde devri ticari işletme niteliğinde olmayacağını, ancak tamamının devrinin sağlanması halinde bir ticari işletme devrinden bahsedilebileceğini, *Kayandan*<sup>112</sup> ise payların tamamının devredilmemesi halinde de devredilen paylar üzerinden kontrolün geçişinin sağlandığı söylenebiliyorsa ticari işletme devrinin varlığının kabulünün gerektiğini savunmaktadır. Bu bakımdan pay devrinin kapsamının

<sup>105</sup> PULAŞLI Hasan, Şirketler Hukuku Şerhi, Ankara 2011., s. 1260 vd.; ESKİ, age., s.18.

<sup>106</sup> TÜRE Murat, Anonim Şirkette Pay ve Payın Devri, 1.Baskı, Dora Basım-Yayın, Antalya 2023, s. 59-60.

<sup>107</sup> TÜRKYILMAZ, age., s.2.

<sup>108</sup> PASLI, age., s. 82.

<sup>109</sup> Age., s. 203.

<sup>110</sup> ESKİ, age., s. 13.

<sup>111</sup> ULUSOY, Erol, “Şirketler ve Bankacılık Hukukunda Kapsama Alma ve Sorumlu Kılma Amacıyla Tüzel Kişilik Perdesinin Aralanması”, I. Uluslararası Ticaret Hukuku Sempozyumu Konuşmalar-Tartışmalar Bildiriler: Tüzel Kişilik Perdesinin Aralanması, Ed. Erol Ulusoy, İstanbul, Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayını (2008), s. 351-406, s. 371.

<sup>112</sup> KAYANDAN, age., s.16.

sonuçlarında kontrolün devrinin sağlanıp sağlanmadığına ilişkin oranın belirlenmesinin etkili olduğu bir konu da teşebbüsün satışı sonucunu doğurmayacak orandaki payın satışında satış sözleşmesinde aksi kararlaştırılmış olmadıkça satıcının sorumluluğu pay hakkının varlığı ve kapsamına ilişkin olacağından teşebbüs ve unsurlarına dayalı ayıpları bu kapsamda kalmayacak olmasıdır. Dolayısıyla yine taraflar arasında aksi kararlaştırılmadıkça teşebbüse ilişkin ayıplardan sorumluluğu paylarla birlikte teşebbüsü de sattığı durumda meydana gelecektir.<sup>113</sup>

Kontrolün devrinin belirlenmesinde değerlendirmeye alınacak esaslar bakımından *Akduman*, Birleşme ve Devralma Hakkında Rekabet Kurulu Tebliği'nden yola çıkarak kontrolü belirleyici etki, farklı araçların kullanımı ve süreklilik unsurları ile açıklamıştır.<sup>114</sup> Bu konuda ilgili Tebliğ m. 5/1 ile kalıcı değişiklik unsuru ele alınırken m. 5/2 kapsamında kontrolün ayrı ayrı ya da birlikte, fiili veya hukuki anlamda bir teşebbüs üzerinde belirleyici etki uygulamayı özellikle teşebbüsün malvarlığı üzerine kullanım hakkı veya organlarına ilişkin etki yaratmayı sağlayan hak, sözleşme ve diğer araçların kullanım gücüne sahip olanlar tarafından elde edilmiş olacağı düzenlenmiştir.<sup>115</sup>

Pay devrinin borçlandırııcı işleminin satış işlemi olduğu durumda hisse satış sözleşmesinde taraflar karşılıklı hak, borç ve borca aykırılığın sonuçlarını belirler ve tasarruf aşamasıyla payların devri yapılır.<sup>116</sup> Bu kapsamda malvarlığında veya hedef şirket tüzel kişiliğinde bir değişiklik olmaksızın kontrolün satın alana dolaylı devri gerçekleşmektedir.

Pay devri yoluyla devralma ile teşebbüsün satışı limited ve anonim şirketler bakımından mümkündür. Bu bakımdan TTK kapsamında kollektif şirketlerde pay devri mümkün olmayıp komandit şirketlerde TTK m.315 uyarınca komanditer ortak payını devredebilmekte bu halde diğer ortakların onay vermemiş olması durumunda adi ortaklıklarda olduğu gibi TTK m.632 uyarınca pay devri gündeme gelmektedir.<sup>117</sup>

---

<sup>113</sup> **ESKİ**, age., s. 12.

<sup>114</sup> **AKDUMAN**, age., s. 47.

<sup>115</sup> 2010/4 sayılı Tebliğ m.5/1 ve m.5/2.

<sup>116</sup> **PASLI**, age., s.205.

<sup>117</sup> **ESKİ**, age., s.11.

Pay devrinin devredilen hisselerle karşılık belirlenen bir nakdi ödemenin yapılması ile gerçekleştirilmesinde işlemin satış sözleşmesine dayandığı görüşü<sup>118</sup> yer almaktadır. Bu kapsamda payın hisse senedine bağlanmış olup olmamasından bağımsız olarak payların satışında TBK 209/1 uyarınca taşınır satışına ilişkin düzenleme etkili olacaktır.<sup>119</sup> Bu konuda payların devrinin ticari işletmenin dolaylı devri olduğunu da belirterek ilgili işlemlere uygulanacak hükümler bakımından *Esin*, klasik satım hukuku hükümlerinin oldukça karmaşık ve detaylı süreçler gerektiren birleşme ve devralma işlemleri üzerindeki etkililiğini ve ticari işletmenin taşınmaz sayılanlar dışında kalan şey olup olmamasını sorgulamakta ve klasik satım hukuku teorisini ticari işletmeye uyarlanmaya çalışılmasından vazgeçilmesi gerektiğini belirtmektedir. Bu kapsamda yazar, taraflar aksine bir anlaşma yapmamışlarsa ticari işletme satımının TBK kapsamında kıyasen taşınır satımı hükümlerine tabi olacağını ve tarafların satıma dair hükümlerin sözleşmelerine uygulanmamasını kararlaştırabileceklerini savunmaktadır.<sup>120</sup>

*Türkyılmaz* tarafından da pay satış sözleşmesinin düzenlenmesi kapsamında taraflara sağlanacak irade serbestisi bakımından ilgili pay devri tasarrufunu doğuran borçlandırıcı işlem niteliğindeki sözleşmede TBK bünyesindeki satış hükümlerinin tamamlayıcı hukuk kuralı olarak değerlendirilebileceği ve esas olanın taraf iradeleri doğrultusunda bir hareket serbestisinin sağlanması olduğu belirtilmektedir.<sup>121</sup>

Sonuç olarak malvarlığı devri gibi pay devri de bir işletme satış yöntemi olarak karşımıza çıkmaktadır.<sup>122</sup> Nitekim anonim ortaklığın ortaklığa ait maddi ve maddi olmayan malvarlığı unsurlarının devri ile doğrudan veya ortaklık hisselerinin devredilmesi ile aradaki hukuki sahip olan tüzel kişilik nedeniyle dolaylı yoldan devri bakımından ekonomik anlamda özdeş sonuçlar doğmaktadır. Dolayısıyla pay devri bakımından anonim ortaklığın hukuki yapısında bir değişiklik olmamasına rağmen her iki halde de anonim ortaklık malvarlığının kontrolünün elde edilmesi sonucuna ulaşılmaktadır.<sup>123</sup> Bu bakımdan her iki yöntemde de görüşme aşamasında aynı işlemler

---

<sup>118</sup>   , M. Turgut, Limited Ortaklıkta Pay Kavramı ve Payın Devri, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası, C.52, S. 1-4 (2011), s.345-386, s.368.

<sup>119</sup> ESK , age., s.11.

<sup>120</sup> ESK , age., s.160-164.

<sup>121</sup> TÜRKYILMAZ, age., s.7.

<sup>122</sup> KAYANDAN, age., s.14.

<sup>123</sup> PASLI, age., s.178.

yapılması, ortaklık malvarlığının hukuki, finansal ve ekonomik olarak inceleneceği bir due diligence sürecinin olması, ortaklığın değerine ait inceleme yapılması gerekmekte ve genellikle hangi yolun tercih edileceği de bu süreçte elde edilen verilerden yola çıkılarak kararlaştırılmaktadır.<sup>124</sup>

Birleşme ve devralmalara ilişkin bazı kavramların temel ayrımlar bakımından açıklanmasının ardından bu işlemleri konu alan yapı ve düzenlemelerin kendi içinde oldukça kapsamlı unsurlar barındırdıkları gerçeği de göz önüne alınarak bu çalışma kapsamında şirketin hâkimiyetini devretmeyi ve devralmayı hedefleyen taraflar arasında satım bedeli üzerinde anlaşılabilmesi halinde performansa dayalı geleceğe dönük bir fiyat düzenleme mekanizması olan earn-out mekanizması incelenecektir.

## **2) PAY DEVRİ SÖZLEŞMELERİ**

### **2.1) Genel Olarak**

Devralma işleminin dayanağı olan devir sözleşmesinde payların mülkiyetinin geçişine karşılık olarak kararlaştırılan edim bakımından sözleşme çoğunlukla bir satış sözleşmesi olmakla birlikte bağış veya trampa niteliği taşıyabilir. Payların iktisabının aslen veya devren gerçekleşmesi mümkündür. Bu bakımdan satış, trampa, bağışlama gibi sözleşmeler ile payın devren kazanılmasını sağlanmaktadır.<sup>125</sup>

TTK bünyesinde pay devri sözleşmesine dair bir tanım verilmemiş olsa da ilgili sözleşmeyi devreden tarafın devir amacıyla sözleşmeye konu payın niteliklerine uygun biçimde devir işlemlerinin yapması yoluyla mülkiyetini alıcıya devretmesi edimini yerine getirmeyi ve alıcının satış bedelini ödeme borcunu doğuran sözleşme şeklinde açıklamak mümkündür.<sup>126</sup>

Pay devri sözleşmesi ile sözleşmenin taraflarından satıcı payın mülkiyetini devrini ve karşılık olarak alıcı bir bedel ödemeyi üstlenmekte olup sözleşme uyarınca pay ve satış bedelinin kapsamının belirlenmesiyle sözleşmenin kurulması için gerekli olan asgari unsurlar olan objektif esaslı unsurlar belirlenmiş olmaktadır.<sup>127</sup> Dolayısıyla

---

<sup>124</sup> Age., s.179.

<sup>125</sup> ALAEDDİNOĞLU, age., s.4.

<sup>126</sup> Age., s.71.

<sup>127</sup> EREN Fikret, Borçlar Hukuku Genel Hükümler, Yetkin Yayınları, 25.Baskı, Ankara 2020, s. 266-267.

pay devrinin TBK m. 207 uyarınca satılanın mülkiyet ve zilyetliğini alıcıya devrederken karşılık olarak alıcının bir bedel ödemeyi üstlendiği sözleşme olarak açıklanabilecek satış sözleşmesi çerçevesinde düzenlenmesi halinde pay devri sözleşmesinin objektif esaslı unsurları satılan pay, payın bedeli ve payın bedeli karşılığında devri hakkında taraflar arasındaki anlaşma olarak değerlendirilmesi mümkündür.

Ekonomik açıdan yarattığı çeşitli avantajlar bakımından günümüz modern rekabet düzenindeki etkisini arttırmak isteyen şirketlerin bir büyüme stratejisi olarak tercih etmekte olduğu birleşme ve devralma işlemleri bünyesinde devralma kapsamında pay devri yoluyla iktisaplar şirketlerin nakit ihtiyacı, bir şirketler topluluğu bünyesinde işlevi kalmayan şirketin paylarının elden çıkarılması veya genel anlamda yatırım faaliyetleri amacıyla gerçekleştirilmektedir.<sup>128</sup> Ekonomik alanda birleşme ve devralma işlemlerinin finansal yönünün ülke piyasaları üzerindeki pozitif etkileri nedeniyle devletlerin pay devri sözleşmelerine dair düzenlemelerinde kısıtlayıcı etkilerden uzak biçimde sözleşme üzerinde geniş irade serbestisi sağlayacak bir tutum tercih ettikleri görülmektedir.<sup>129</sup>

TTK m. 489 ve devamı hükümlerinde payların devrine dair bazı hususlar düzenlenmiş olsa da pay devrinin borçlandırıcı işlemi niteliği ile pay devri hakkında kanunda bir düzenleme bulunmamaktadır. Pay devri sözleşmesine dair açıkça düzenlenmiş bir hükmün bulunmaması bu konuda bir serbestinin tercih edilmiş olmasından kaynaklandığı düşünülebilmektedir. Bu anlamda pay devri sözleşmelerinde başta TBK kapsamındaki düzenlemeler olmak üzere genel hükümlerden yararlanılacaktır.<sup>130</sup>

Birleşme ve devralma işlemlerinin pay devri sözleşmesi yoluyla kazanılan pay sahipliği aracılığıyla sözleşmenin tarafları olan alıcı ile satıcı arasında tüzel kişilik üzerindeki hâkimiyetin geçişi ve kontrolün devri sağlanmaktadır. Dolayısıyla taraflar borçlandırıcı işlem niteliğindeki pay devri sözleşmesi ile payların bağlı olduğu ortaklık haklarının devrini kararlaştırmaktadırlar. Bunun yanı sıra sözleşmede tarafların,

---

<sup>128</sup> TÜRKYILMAZ, age., s.1.

<sup>129</sup> TÜRKYILMAZ, age., s.6-7.

<sup>130</sup> ALAEDDİN, age., s.38-39.

sözleşmeden kaynaklanabilecek uyuşmazlıklara dair olası çözümler ve payların bedelleri hakkında anlaşma sağlanmaktadır.<sup>131</sup>

Devrin gerçekleştirileceği bütün süreçte; hazırlık aşamasından, inceleme dönemi, sözleşmenin düzenlenmesi, devir işlemlerinin gerçekleştirilmesi, kapanış ve kapanış sonrası entegrasyon dönemi boyunca<sup>132</sup> bütün aşamalarda düzenlenecek belgelerin tarafların iradelerine uygun ve bu iradeleri açıkça değerlendirilebilir kılacak şekilde detaylı olarak hazırlanması devir süreci ve sonrası dönemde devredilen hakların kullanımında uyuşmazlık ihtimalini olabildiğince bertaraf etmek için oldukça önemlidir.

## 2.2) Pay

Devredilen paylarla bu payların sağladığı ortaklık hakkı ile paya bağlı hak ve borçların devri sağlanmakta olup payın senede bağlanmış olup olmaması yönünden pay sahipliği bakımından sözleşmedeki etkisi anlamında bir fark meydana gelmemektedir.<sup>133</sup> Benzer şekilde henüz var olmayan payların ya da mülkiyetinde olmayan payların pay devri sözleşmesine konu edilmesi de mümkün olup sermaye arttırımı ile meydana gelen payların veya kurulacak şirketin payları bir ön sözleşme niteliğindeki satış vaadi bakımından sözleşmede yer alabilmektedir.<sup>134</sup>

Pay devri sözleşmesi ile bir pay devrinin gerçekleştirilmesinde özellikle birden fazla şirketin pay devri işlemlerinin tek bir pay devri sözleşmesinde düzenlenmesi gibi oldukça detaylı biçimde inceleme ve düzenleme yapılmasını gerektiren devir sürecinde şirketlerin ve payların özelliklerinin sözleşme kapsamında karışıklığa neden olmayacak şekilde yer alması önem taşımakta<sup>135</sup> olup süreçte hedef şirketin büyüklüğü, faaliyet gösterdiği alanların sayısı veya kaç şubesinin bulunduğu gibi etkili hususların da göz önünde bulundurulması gerekmektedir.<sup>136</sup> Bu açıdan tarafların sözleşme kapsamında hedef şirketin özellikleri ile payların türü ve sayısı gibi hususların detaylı biçimde yer

---

<sup>131</sup> TÜRKYILMAZ, age., s.1-2.

<sup>132</sup> ESİN, age., s. 29.

<sup>133</sup> TAŞDELEN Nihat, 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun Anonim Ortaklık Pay Devrine Getirdiği Sınırlamalar, Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Prof. Dr. Hakan Pekcanitez'e Armağan, C. 16, Özel Sayı 2014(Basım Yılı: 2015), S. 3351-3387, s. 3351.

<sup>134</sup> TÜRKYILMAZ, age., s. 17-20.

<sup>135</sup> TÜRKYILMAZ, age., s.23.

<sup>136</sup> PULAŞLI, Hasan, "Şirket Satın Alma ve Birleşmelerinde İşletme Değerlemesi ve Due Diligence", BATİDER, C. XXIV, S. 2, (Aralık 2007), s.216; akt. AKDUMAN, age., s.52.

almasına özen gösterilmeli ve payın itibari değerinin şirketin esas sözleşmesi ile uyumlu olduğuna ilişkin inceleme yapılmalıdır. Son olarak pay devri sözleşmesinin konusunun farklı biçimlerde değerlendirilmesinde pay devrinin amacının ne olduğunun farklı yorumlanması etkili olmaktadır. Bu kapsamda *Türkyılmaz*, sözleşmenin ortaklık haklarının elde edilmesi olarak değerlendirildiğinde payları sözleşmeye konu edilen ayrı bir tüzel kişiliğe haiz şirketin ticari işletmesinin sözleşme konusu içinde kalmadığını aksi durumda şirketin tüzel kişiliğinin göz ardı edilmiş olacağını savunmaktadır.<sup>137</sup>

Aksi yönde, *Esin* genel olarak birleşme ve devralma işlemlerinde olduğu gibi pay devri işlemiyle tarafların iradesinin yalnızca payların geçişini sağlamak değil ticari işletme üzerindeki hâkimiyetin devri ile geleceği belirleme yetkisinin de geçişini sağlama olduğunu, bu bakımdan satıcı tarafından yalnızca paya bağlı hakları değil ticari işletmenin kontrolünü elde etmeyi tercih edeceğini ve sözleşmede bu konudaki iradelerine uygun şekilde düzenlenmiş bir hüküm bulunmaması halinde taraflar arasında ciddi hukuki ihtilafların çıkabileceğini öngörmektedir.<sup>138</sup>

### 2.3) Bedel

Bir pay devri sözleşmesinde payın yanında bu paya karşılık niteliği taşıyan bedel de diğer bir esaslı unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu bakımdan satış sözleşmesi kapsamında bedel para cinsinden bir karşılığı belirtirken trampa ilişkisinde taşınır, taşınmaz ya da hak olabilecek bir miktar mal şeklinde görülebilir.<sup>139</sup>

TBK 207 uyarınca satış sözleşmesinde satıcı satılanın zilyetlik ve mülkiyetini alıcı ise bunun bedelini ödeme borcu altındadır. Bu bakımdan pay devri sözleşmesinin satış kapsamında değerlendirilebilmesi için payların değerinin karşılığı para ile ödenmelidir. Payların karşılığının bir çeşit mal ile ödenmesinde trampa, mal ile birlikte para ile ödenmesinde taraflar arasında karma sözleşme söz konusu olacaktır. Payların devri yoluyla devralma ile birleşme işleminin farkı da payların karşılığında nakdi bir

<sup>137</sup> *TÜRKYILMAZ*, age., s.23-24.

<sup>138</sup> *ESİN*, age., s. 36-37 ve 171.

<sup>139</sup> *ZEVLİLER Aydın/GÖKYAYLA Emre, Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, 16. Bası, Turhan Kitabevi Yayınları, Ankara 2016, s.168-170.*

bedelin değil devralan veya yeni kurulan şirketin paylarının iktisabı noktasında ortaya çıkmaktadır.<sup>140</sup>

Hukuki niteliği bakımından taşınır hükümlerine tabi olan payların satışı payların senede bağlanıp bağlanmamasından bağımsız olarak<sup>141</sup> Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karara İlişkin Tebliğ m.8/9 uyarınca döviz cinsinden veya dövize endeksli olarak kararlaştırılabilmektedir.<sup>142</sup> TBK m.99/2 kapsamında yabancı para ile yapılacağı kararlaştırılan ödemeler taraflar payın satış sözleşmesine aynen veya bu anlamda bir ifade eklemesi halinde doğrudan yabancı para ile böyle bir kaydın bulunmaması halinde ödeme günündeki rayiç üzerinden Ülke parasıyla da ödenebilecektir. TBK m.99/3 uyarınca borcun ödemesinin vadesinde gerçekleştirilmemesi halinde alacaklının alacağının aynen veya vade ya da fiilli ödeme günündeki rayiç üzerinden Ülke parasıyla ödenmesini talep hakkı bulunmaktadır.

Satış bedeli bakımından ise her ne kadar TBK m.207/3 uyarınca satış sözleşmesinde bedelin belirlenebilir olması yeterli olsa da işlemin finansal etkisi ve önemi bakımından ilgili satış bedelinin hesaplanmasında birçok yöntem kullanılmaktadır.<sup>143</sup> Bu durumun nedeni olarak satış bedelinin pay devri sözleşmesinde pay ile birlikte ana unsurları oluşturması, hedef şirket ve payların özelliklerine göre detaylı biçimde değerlendirilmesi gerekmesi, borçlandırıcı işlem niteliğinde sözleşmenin kurulmasından tasarruf işlemi kapsamında payların devrine kadar geçen sürede ticari işletmenin faaliyet göstermeye devam etmesi ve gerek kendi faaliyetleri gerekse dış ekonomik faktörlerden etkilenmeye devam etmesi gibi nedenlerle pay değerlerinin değişebilmesi gibi hususlar gösterilebilir. Bu kapsamda payların dolayısıyla şirketin değerinin değişmesi nedeniyle tarafların kesin bedelin ifa tarihindeki şirketin finansal raporlarına uygun olarak belirleneceği veya bu tarihteki değerlere göre yeniden düzenleneceği kararlaştırılabilmektedir.<sup>144</sup>

Satış bedeli tarafların satıcı ve alıcının geleceğe yönelik beklentiler ve öngördükleri risklerin de göz önüne alınarak gerçekleştirdikleri müzakereleri sonucunda

---

<sup>140</sup> TÜRKYILMAZ, age., s. 25.

<sup>141</sup> Age., s.27.

<sup>142</sup> 2008-32/34 tebliğ numaralı Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karara İlişkin Tebliğ.

<sup>143</sup> ESİN, age., s.172.

<sup>144</sup> TÜRKYILMAZ, age., s.28-29.

biçtikleri değerler doğrultusunda fiyat bakımından ortak bir noktada uzlaşmaları ile belirlenmektedir. Bu bedel genellikle pay devri suretiyle şirketin alınması yoluyla alıcının hedeflerine ulaşacağına ilişkin değerlendirmenin yapılması, payları satış sözleşmesine konu edilen şirketin barındırdığı risklerin incelenmesi, olaya bağlı olarak gerekli görülen hükümlerin pay devri sözleşmesinde yer almasının sağlanması adına gerekli bilgilerin edinilmesi ve satış bedeli açısından yapılacak değerlendirme ve müzakerelere dayanak verilerin elde edilmesi gibi amaçlarla<sup>145</sup> gerçekleştirilen due diligence sürecine bağlantılı olarak çeşitli yöntemlerle belirlenmektedir.<sup>146</sup>

### 3) FİYAT AYARLAMA MEKANİZMALARI

Pay devri sözleşmesi ile kontrolünün ele geçirilmesi hedeflenen şirketin alıcının beklentilerini karşılayıp karşılamayacağı riski, değerlemeler ve due diligence kapsamında yapılan incelemeler sonucunda fiyat üzerine yapılacak görüşmelerde değerlendirilecek öngörüler doğrultusunda tarafların bedele ilişkin iradelerinin uyuşması ile ortak bir satış bedelinde uzlaşmak oldukça süre ve detaylı inceleme gerektiren büyük riskler barındıran, masraflı ve karmaşık bir iştir. Gerek tarafların değerlemede göz önüne aldığı kriterlerin ya da yöntemlerin gerekse bilgi asimetrisi gibi nedenlerle şirkete ilişkin geleceğe yönelik öngörülerinin farklı olması gibi birçok sebeple tarafların şirketin bedeline ilişkin fikirleri farklılık gösterebilmektedir. Her satış sözleşmesinde olduğu gibi alıcı payları düşük bir bedel karşılığında iktisap etmek isterken satıcı paylarının yüksek bir bedel karşılığında satmayı tercih edecektir.<sup>147</sup> Nitekim satış bedeline ilişkin fikir farklılıklarından doğan uyuşmazlıklar en çok görülen birleşme ve devralma uyuşmazlıklarındandır.<sup>148</sup>

Pay devri sözleşmesinin imzalanmasından önce hedef şirkete yönelik finansal incelemeler sonucunda çıkarılacak finansal resim sözleşmeye ilişkin görüşmelerin tamamlanması ve kapanış boyunca geçecek süre içinde şirketin gerçekleştirdiği ticari

---

<sup>145</sup> Age., s.36-37.

<sup>146</sup> ALAEDDİNOĞLU, age., s.79.

<sup>147</sup> ATAMER Yeşim M. / ALTUNBAŞ SANCAK Zahide, Hisse Satım Sözleşmelerinde Sonuca Katılmalı Fiyat Düzenlemeleri (Earn-Out Klozları) – Mukayeseli Bir İnceleme, BATİDER 2019, C. XXXV, S. 3, s. 97-133, s. 98-99.

<sup>148</sup> ÇELEBİ Ali Ergin (2015). Birleşme ve Devralma İşlemlerinden Kaynaklanan Uyuşmazlıklar ve Tahkim, Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, s.44.

faaliyetler doğrultusunda değişmeye devam edecektir.<sup>149</sup> Hedef şirketin finansal resmindeki bu değişim satış bedelini dolayısıyla tarafların due diligence sonrasında fiyat üzerindeki müzakere süreci sonucunda uzlaştıkları fiyatın da etkilenmesine yol açabilecektir. Bu bakımdan due diligence süreci sonrasında gerçekleştirdikleri fiyat müzakereleri sonucunda pay devri sözleşmesinin imzası ile uzlaştıkları bedel kesinleştirilirken<sup>150</sup> tarafların bedel üzerinde etkili olabilecek etkenleri detaylıca değerlendirmeleri ve riskleri öngörmeye çalışmaları gerekmektedir.

Taraflar bedel bakımından sözleşmenin imzalanmasıyla birlikte sabit bir değer üzerinde anlaşabilecekleri gibi yine kendileri tarafından tercih edilecek çeşitli kriterlere bağlı olarak değişebilir nitelikte geçici bir değer belirlenmesini de kararlaştırabileceklerdir.<sup>151</sup> Bu kapsamda taraflar adil ve uygun fiyatın belirlenmesi amacıyla çeşitli fiyat ayarlama mekanizmaları üzerinde anlaşabilmektedirler.

Taraflar satış sözleşmesinde farklı fiyat ayarlama mekanizmalarını kararlaştırabilecekleri gibi bu mekanizmaların kombinasyonlarını da tercih edebilmektedirler. Bu kapsamda sabit bir bedelin belirlenmesi, hedef şirkete yönelik çeşitli finansal unsurların esas alınarak hesaplanan uyarlanabilir nitelikte geçici bir bedelin kararlaştırılması ya da şirketin geleceğe yönelik performansına dayalı olarak değerlendirilmek üzere değişken bir bedelin ele alınması tercih edilebilir.<sup>152</sup>

Sabit bir bedelin belirlenmesi halinde hedef şirketin tasdiklenmiş son bilançosu değerlendirilerek üzerinde anlaşılacak olan bedel kapanışta yeniden müzakere edilmeyeceği için sözleşmeye bedelin korunması amacıyla cari işlerin yürütülmesi<sup>153</sup> bakımından bazı kuralların eklenerek alıcının değer düşmesi riskinden korunması sağlanırken satıcının kuraldışı bir nakit çıkışı olmadığı sürece elde edeceği bedelin azalmayacağına ilişkin bir güven oluşturulmaktadır.

Uyarlanabilir satış bedelinin kararlaştırılacağı bir fiyat ayarlama mekanizmasının tercih edilmesi halinde mevcut finansal duruma yönelik incelemeler sonucunda imza aşamasında belirlenen geçici bedelin hedef şirketin tasarruf işlemleri kapsamında devrin

---

<sup>149</sup> ESİN, age., s.202.

<sup>150</sup> TÜRKYILMAZ, age., s.51.

<sup>151</sup> TÜRKYILMAZ, age., s.51-57.

<sup>152</sup> ESKİ, age., s.74-75.

<sup>153</sup> Age., s.75.

tamamlandığı andaki durumuyla farkı göz önüne alınmaktadır. Bu kapsamda tarafların öz sermaye üzerinden değerlendirilecek olursa imza aşamasındaki son dönem bilançosu ile kapanış bilançosu arasındaki fark ile<sup>154</sup> veya *debt and cash free* yöntemi mantığıyla şirketin dönen varlıkları ile kısa vadeli yükümlülükleri farkının hesaplanarak işletme sermayesi<sup>155</sup> üzerinden bir bedel belirlemesi mümkündür.

Tarafların bedele dair farklı değerlendirmelerde bulunmaları ve geleceğe yönelik farklı öngörülere sahip olmaları halinde ortak bir bedel kararlaştırmaları zorlu bir süreç olacaktır. Bu görüşlerin farklılıkları çeşitli nedenlere dayanabilmektedir. Bu kapsamda şirketin kriz döneminde olması veya şirket bünyesinde finansal dalgalanmalar yaşanması gibi sebepler tarafların bedele ilişkin görüşlerinde etkili olabileceği gibi<sup>156</sup> geleceğe yönelik yatırımlarının sonuçlarını henüz almamış şirketlerin<sup>157</sup> faaliyetlerinin sonuçlarına dair farklı beklentilerin olması da doğaldır. Bu gibi durumlarda tarafların şirketin geleceğe dönük performansına dayalı olarak hesaplanacak değişken bir satış bedeli üzerinde anlaşmaları gibi alternatif yolların tercih edilmesi bedel üzerinde anlaşamamaları nedeniyle sözleşmenin kurulamamasına göre tarafların işlem ile hedefledikleri menfaatlere ulaşmaları bakımından daha etkili bir çözüm olacaktır.

Tarafların birleşme ve devralmalarda ticari işletmenin malvarlığının devri ya da paylarının devri yolunu tercih etmelerinden bağımsız olarak söz konusu satış sözleşmesi kapsamında genel anlamda çeşitli fiyat ayarlama mekanizmalarının<sup>158</sup> ve özellikle earn-out klotzlarının kullanımını<sup>159</sup> kararlaştırmaları mümkündür. Bu şekilde hem bedel üzerinde bir anlaşma sağlanması bakımından tarafların ortak bir noktada buluşması kolaylaştırılacak hem de bedelin belirlenmesinde tarafların öngöremediği riskler nedeniyle zarara uğrama olasılıklarının bertarafının ve hedeflenen menfaatlerin sağlanması amacıyla alternatif yollar değerlendirilmiş olacaktır.<sup>160</sup>

---

<sup>154</sup> Age., s.76.

<sup>155</sup> TÜRKYILMAZ, age., s.55.

<sup>156</sup> ESKİ, age., s.76-77.

<sup>157</sup> ESİN, age., s.211.

<sup>158</sup> NÜRK Alexander W., Drafting Purchase Price Adjustment Clauses in M&A Guarantees, Retrospective and Future Oriented Purchase Price Adjustment Tools, Hamburg 2009, s. 42.

<sup>159</sup> ATAMER/ ALTUNBAŞ SANCAK, age., s.98.

<sup>160</sup> NÜRK, age., s.63.

### 3.1) Fiyat Ayarlama Mekanizmalarına Gerek Olmayan Durumlar

Her ne kadar taraflar arasında belirlenen fiyatın uygun ve adil olmasına hizmet edip birleşme ve devralmalar işlemlerinin imza aşamasından kapanışa kadar geçecek olan süreden etkilenebilecek olan şirketin finansal durumu doğrultusunda değişim imkânı sağlamakta ise de bu mekanizmaların her sözleşme kapsamında yer almasının gerekli ve faydalı olup olmayacağının da değerlendirilmesi gerekli işlemlerin masrafı ve sürecin uzunluğu göz önüne alındığında tarafların avantajına olacaktır. Bu bakımdan fiyat mekanizmalarının satın alma işlemini daha da detaylandığı gerçeği doğrultusunda avantaj ve dezavantajları göz önünde bulundurulmalıdır.<sup>161</sup>

*Nürk'e* göre tarafların sözleşme kapsamında bir fiyat ayarlama mekanizması belirlemesinin gerekli olmayacağı bazı haller bulunmaktadır<sup>162</sup>. Örneğin, yönetimdeki kişilerin işlemin tarafı olduğu hallerde bu kişilerin şirkete ve finansal durumuna ilişkin bilgi asimetrisinin olmayacağı ve bedelin tam olarak hesaplanması için gerekli verilere ulaşabilecekleri gibi nedenler göz önüne alındığında işlemde risklerden kaçınmak amacıyla bir fiyat ayarlama mekanizması kullanılmasına gerek olmayacaktır.<sup>163</sup>

Mali yükümlülüklerini karşılayamayan, borçlarının ödemesinde temerrüde düşen veya iflas halinde olan şirketlerin hedef şirket olarak yer aldığı işlemlerde alacaklıların en kısa sürede alacaklarını elde etmesinin sağlanması gerekmektedir. Bu bakımdan tasfiye memurlarının sözleşmede genellikle bedelin geçici olarak belirlenmesi veya bir kısmının daha sonraki bir tarihte ödenmesi gibi düzenlemeler içeren fiyat ayarlama mekanizmalarını kullanmaktansa alıcının da çıkarlarının korunması amacıyla daha düşük bir bedel üzerinde anlaşarak işlemi tamamlamayı tercih ettiklerini belirtmektedir.<sup>164</sup>

Yazar küçük şirketlerin yer aldığı işlemlerde ise düşük bir bedel ile satış yapılması nedeniyle bir fiyat ayarlama mekanizmasına gerek olmadığını bu bakımdan

---

<sup>161</sup> **BRÄNNSTRÖM** Charlotte (2019). Corporate Acquisitions The Acquisition Process and Legal Considerations from the Perspective of the Acquiring Party, Lund University, Faculty of Law, Graduate Thesis, Master of Laws Program, s.28.

<sup>162</sup> Fiyat ayarlama mekanizmalarının kullanılmasının gerekli olup olmadığının taraflarca sorgulanması gerektiğini ve bazı durumlarda fiyat ayarlama mekanizmasının belirlenmesinin genellikle gerekli olmadığı yönünde; **NÜRK**, age., s.43.

<sup>163</sup> Age., s. 43 ve 55.

<sup>164</sup> Age., s.43.

fiyat mekanizmalarının hesaplanması ve düzenlenmelerinin neden olacağı masraflar nedeniyle gerçek anlamda orantılı bir sonuç doğurmayacağından mekanizmadan beklenen avantajın elde edilemeyeceğini belirtmektedir.<sup>165</sup>

Son olarak, özelleştirme kapsamında işlemin tarafının devlet olduğu işlemlerde sabit bir fiyatın belirlenmesi ve bu tür işlemlerde fiyat ayarlama mekanizmalarının kullanımının taraf iradesine bırakılmaması nedeniyle bu mekanizmaların uygun olmadığı belirtilmiştir.<sup>166</sup> Nitekim hukukumuzda da 4046 sayılı Özelleştirme Uygulamaları Hakkında Kanun<sup>167</sup> m. 18 kapsamında özelleştirme yöntemleri, değerlemeye ilişkin kıstas ve hususlar ve ihale yöntemleri düzenlenmiş olup m.18/B uyarınca değer tespiti çalışmalarını yürütmek üzere idarede oluşturulan komisyonun değer tespit çalışmalarında neleri kıstas alacağı ve hangi yöntemleri kullanacağı belirlenmiştir.<sup>168</sup>

### **3.2) Fiyat Ayarlama Mekanizmalarının Tercih Edilebileceği Durumlar**

Sözleşme kapsamında belirlenen hususlar ve değerlendirme kriterleri çerçevesinde kapanış dönemi ve sonrasına ilişkin öngörülmemiş farklılıkların satış bedeli üzerindeki etkilerinin sonuçlarının ve risklerin tarafların tercihlerine göre düzenlenmesini sağlamaları bakımından sağladığı avantajlar da yadsınmamaktadır. Bu bakımdan imza ve kapanış aşamaları arasında geçen sürede etkilenen finansal durumun bedel üzerinde beklenenden farklı etkiler doğurması halinde tarafların sözleşmede fiyat ayarlama mekanizması öngörmüş olması alıcı için bir güvenlik unsuru olup satıcı ile anlaşılan ancak gerçekleşmeyen beklentilere göre sözleşmenin bedel gibi bazı etmenlerinin yeniden düzenlenmesi gündeme getirilebilecektir.<sup>169</sup>

Bedelin bir kısmının ödenmesinin tarafların beklentilerine uygun olarak imzalanan sözleşmeye eklenen şirketin borçsuz olarak devri gibi bazı hususların gerçekleştirilmesinden sonraya bırakılması üzerinde anlaşılan bir fiyat ayarlama mekanizmasının kullanımı bedelin kalanının da ödenmesini arzu eden satıcı ve

---

<sup>165</sup> Age., s. 43.

<sup>166</sup> Age., s.43.

<sup>167</sup> 4046 sayılı Özelleştirme Uygulamaları Hakkında Kanun, Resmî Gazete Tarihi: 27.11.1994, Resmî Gazete Sayısı: 22124.

<sup>168</sup> 4046 sayılı Kanun m.18/B-c.

<sup>169</sup> BRÄNNSTRÖM, age., s. 29.

kararlaştırılmışsa yönetimin işlem sonuna kadar şirket bünyesinde kalmaya devam ettiği durumlarda bir motivasyon kaynağı olabilecektir.<sup>170</sup>

Tarafların imza aşamasında due diligence süreci tamamlanmış olsa dahi şirket içi veya dışından kaynaklanan nedenlerle şirketle ilgili bir değerlemenin yapılması için gerekli olan veya finansal sonuçların değerlendirilmesinde kullanılacak bazı verilere veya bu verilerin gerçeğe uygunluğuna dair kesinliğe henüz ulaşamamış olması halinde veya işlemin tarafları arasında genel anlamda bir bilgi asimetrisinin olmasından kaynaklanan belirsizliklerden doğabilecek risklerden korunmak amacıyla fiyat ayarlama mekanizmalarını tercih etmeleri de uygun olacaktır.<sup>171</sup>

Sözleşmede tarafların hedef şirketin özellikle gelecekteki performansına ilişkin beklentilerindeki farklılık nedeniyle bedel üzerinde anlaşamaması da mümkün olup bu halde satıcının şirketin ve pay devri sözleşmesi kapsamında paylarının değerinin artacağına dair alıcıya kıyasla daha pozitif beklentiye sahip olması söz konusu olabilmektedir.<sup>172</sup> Bu durumda sözleşmenin taraflarının düzenlenecek earn-out mekanizması ile bedelin geleceğe yönelik performansını esas alacak biçimde belirlenmesini kararlaştırması mümkündür.

### **3.3) Kapanışta Fiyat Ayarlamaları**

Kapanışta fiyat ayarlama mekanizmaları genel anlamda imza ile kapanış arasındaki dönemde şirketin doğal olarak faaliyetlerine devam etmesi ile meydana gelen değişikliklerin bedel üzerindeki etkilerinin indirgenmesi ve bedele ilişkin risklerin taraflar arasında paylaştırılmasına hizmet etmektedir. Bu mekanizmalar kapsamında taraflar genellikle satıcının şirketin faaliyetlerine ilişkin sorumlu olarak kalmasını kararlaştırmakta ve böylece alıcı şirketin kontrolünü kapanış ile devralmaktadır. Ancak şirketten sağlanacak menfaat ve bu kapsamda kâr imza aşamasından itibaren alıcındır. Bu bakımdan satıcının şirketin kontrolünde kaldığı ara döneme ilişkin bir fiyat ayarlama mekanizması üzerinde anlaşılmış olmaması halinde şirketin uygun şekilde yönetilmemesi, varlıklarının satılması yoluyla malvarlığının azaltılması veya kârın satıcı

---

<sup>170</sup> Age., s.29.

<sup>171</sup> NÜRK, age., s.44.

<sup>172</sup> ATAMER/ALTUNBAş SANCAK, age., s.99.

tarafından alınması gibi alıcının dezavantajına durumların meydana gelmesi riski bulunmaktadır.<sup>173</sup>

Fiyat ayarlama mekanizmalarında tarafların öncelikle değerlendirme yöntemini kararlaştırması ve buna uygun olarak hedef şirkete ilişkin bir değerlendirme yapması söz konusudur.<sup>174</sup> Bu değerlemenin bu alanda hizmet veren özel şirketlere yaptırılması da mümkündür.

Fiyat ayarlamalarında etkili olacak kriterler üzerinde de uzlaşılması ve daha sonra bir uyumsuzlığa sebep olmaması bakımından sözleşmede detaylı, açık ve anlaşılır biçimde bu hususlara yer verilmelidir. İlgili ayarlamaların yapılmasında kullanılmak üzere farklı yöntemler ve finansal ölçütler tercih edilebilmektedir. Bu kapsamda taraflarca işletme sermayesi, net öz sermaye değeri, net aktif değeri, vergisel sorumluluklar, net mali borç ve yatırım harcamaları gibi ölçütler esas alınabilir.<sup>175</sup> Earn-out bakımından da göz önüne alınabilecek finansal verilere çerçevesinde brüt veya dağıtılabilir kâr, yıllık ciro, nakit akışı, FVÖK (EBIT) ve FAVÖK (EBITDA) örnek gösterilebilir.<sup>176</sup>

Değerleme ve kriterler bakımından anlaşıldığında hangi fiyat ayarlama mekanizmasını veya mekanizmalarını tercih ettiklerine ilişkin bilgilerin ve uyumsuzluk çözümüne ilişkin sözleşme hükümlerinin düzenlenmesi gerekmektedir.<sup>177</sup>

### 3.3.1) Kilitli Kutu (Locked Box) Yapısı

Locked box klotu ile taraflarca satış sözleşmesinin imza aşamasında sabit bir bedel belirlenmekte ve kapanış aşamasında payların devri anında da geçerli olacağı kararlaştırılmaktadır.<sup>178</sup> Bu şekilde taraflar hazırlık aşaması ve due diligence süreci kapsamında finansal incelemeler sonucunda elde edilen veriler doğrultusunda oluşturulan hedef şirketin finansal resmi ile imza öncesi dönemde belirlenen bedel imza

---

<sup>173</sup> NÜRK, age., s.46.

<sup>174</sup> NÜRK, age., s. 13.

<sup>175</sup> ÇELEBİ, age., s.47-48.

<sup>176</sup> ATAMER/ ALTUNBAŞ SANCAK, age., s.105.

<sup>177</sup> NÜRK, age., s. 44-45.

<sup>178</sup> TÜRKYILMAZ, age., s. 51.

aşamasıyla kesinleştirilmektedir.<sup>179</sup> Bu aşamadan sonra tarafların menfaatleri için belirleyip kesinleştirdiği bedelin sonra kapanış gününe kadar korunması gerekmektedir.

Locked box mekanizması (LBM) kapsamında sözleşmeye eklenen bu sınırlandırmalar ile şirketin borçlandırıcı işlemin yapılması ve pay devri sözleşmesi kapsamında sözleşmenin imzalanması aşamasındaki mevcut malvarlığının korunması yoluyla bedelin sabit bir değer üzerinden belirlendiği bu sistemde alıcının korunması sağlanmaktadır. Buna göre tarafların sözleşmede izin verdiği haller ve fiyatı düşürmeyen işlemler haricinde kalan, şirketten sözleşme ile izin verilen hallerin dışında ve sınırların üzerinde nakit çıkışının olduğu durumda bu çıkış bir sızıntı (leakage) olarak değerlendirilecek ve sabit bir değer olarak belirlenmiş bedel üzerinden düşürülecektir.<sup>180</sup> Hedef şirketin satıcıya veya iştiraklerine ödemede bulunması<sup>181</sup> veya önceki ortaklarına kâr payı dağıtımı<sup>182</sup> bu kapsamda değerlendirilmektedir. Böylece sözleşme ile izin verilmeyen harcama ve beklenmeyen ödemelerin<sup>183</sup> önüne geçilmesi ile hedef şirketin izinsiz sızıntılar ile değer kaybına uğraması engellenmektedir.

Sabit bir bedelin belirlenmesi ile ekonomik dalgalanmalar ve belirsizliklerin getirebileceği zararlardan korunmak isteyen alıcı sızıntıya karşı getirilen düzenlemelerle imza döneminden kapanış dönemine kadar meydana gelebilecek negatif etkilerden de korunmuş olacağı gibi kapanış tarihine kadar hedef şirketin karından yararlanması da mümkün olacaktır. Bu bakımdan LBM ile finansal açıdan risk alıcıdan satıcıya geçmektedir.<sup>184</sup>

Öte yandan satıcının gerek sızıntılara karşı getirilen cari işlemlerine getirilen sınırlandırmalar gerek bedelin belirlendiği tarihte değil kapanışta elde edilmesi gerekse bedelin belirlenmesinden kapanışa kadar olan dönemde kardan yararlanamaması nedeniyle satıcının menfaatinin de dengelenmesi bakımından alıcının satıcıya şirketin öz sermaye değeri üzerinden bir faiz ödemesi veya kara ikame olarak üzerinde

---

<sup>179</sup> TSAO Adam, Pricing Mechanisms In Mergers And Acquisitions: Thinking Inside The Box, University Of Pennsylvania Journal Of Business Law, Vol. 18:4, s.1233-1260 (2016), s.1238.

<sup>180</sup> TÜRKYILMAZ, age., s.52.

<sup>181</sup> TÜRKYILMAZ, age., s.52.

<sup>182</sup> ESKİ, age., s. 75.

<sup>183</sup> ESİN, age., s. 203.

<sup>184</sup> TSAO, age., s. 1237.

anlaştıkları bir değeri<sup>185</sup> ödemesi kararlaştırılabilmektedir. Bu bakımdan LBM hem bu tür ödemelerin kararlaştırılabilmesi hem de bedelin sızıntı durumları harici etkiler sebebiyle değiştirilememesi nedeniyle satıcı açısından da avantajlı bir durum yaratmaktadır.

Tarafların LBM düzenlemelerini kullanımı sabit bir bedelin belirlenmesi nedeniyle sonraki bir tarihte bedelin yeniden müzakere edilmesi üzerinde daha fazla zaman harcanması ve masraf yapılmasını gerektirmemesi açısından işlemin hızlı ve verimli olmasını sağlamaktadır. Bunun gibi borçlandırıcı işlem kapsamında düzenlenen satış sözleşmesinin çeşitli katsayı ve değişkenlere bağlı olarak yeniden hesaplanmasını gerektirmeyen sabit bir bedelin kararlaştırılmış olması sözleşmenin uygulanmasını da kolaylaştırmaktadır. Sabit bir fiyat üzerinde anlaşmış olmanın sağladığı belirlilik hali de tarafların bedelde meydana gelebilecek değişikliklere hazırlıklı olmasını gerektirecek ihtimalleri ortadan kaldırmaktadır. Bu bakımdan LBM kapsamında belirlenen bedel ile satıcının elde edeceği bedelin izinsiz sızıntılar dışındaki etkenlerle değerde oluşabilecek kayıplardan etkilenmeyecektir. Sonuçta, LBM ile bedel açısından bir kesinlik yaratılarak tarafların finansal geleceklerini daha iyi yönetebilmelerine imkân sağlanmaktadır.<sup>186</sup>

### **3.3.2) Kapanış Hesapları (Closing Accounts) Yapısı**

Tarafların sabit bir bedel üzerinde anlaşmaktansa uyarlanabilir bir bedel üzerinden fiyat ayarlamasını tercih ettikleri durumda borçlandırıcı işlem tarihinde ele alınan bedel üzerinde borçlandırıcı işlem ile tasarruf işlemi arasındaki ara dönemde meydana gelen olay ve gerçekleştirilen faaliyetlere dayalı olarak şirketin malvarlığında ve pay devri kapsamında değerlendirildiğinde pay değerlerinde meydana gelebilecek değişimlerin etkilerine göre tasarruf işleminin gerçekleştirildiği kapanış döneminde şirketin finansal tabloları ve verileri üzerinden çekilecek yeni finansal resmi doğrultusunda ilgili işlemdeki bedel üzerinde değişikliklere gidilmesi mümkün olmaktadır.

---

<sup>185</sup> TSAO, age., s. 1237-1238.

<sup>186</sup> TSAO, age., s.1240- 1241.

Fiyat ayarlama mekanizması ile bedel üzerindeki risklerin taraflar arasında dağıtılması sağlanarak ara dönemde meydana gelen değişikliklerde bedelin düşmesi halinde satıcı, artması halinde ise alıcı riski üstlenmekte olup mekanizma ile bedelin aşağı yönde etkilenmesinden menfaatleri zedeleneyecek olan satıcının şirketin malvarlığının korunması yönünde alıcının çıkarları ile ortak bir noktada buluşması da söz konusu olacaktır.<sup>187</sup>

Geçmiş locked box sistemine göre daha uzun olan<sup>188</sup> kapanış hesapları mekanizması (CAM) ile finansal incelemeler sonucunda ulaşılan ve üzerinde anlaşılan pay bedellerinin borçlandırıcı işlem olan imza aşaması ile tasarruf işlemi payların devrinin yer aldığı kapanış aşaması arasındaki süreçte ekonomik dalgalanmalar, ülkenin geçtiği politik süreçler, şirketin taraf olduğu sözleşmelerden doğan etkiler veya doğrudan şirketin faaliyetlerine bağlı olarak adil ve gerçek değerinden uzaklaşması riskinden ve bu sebeple meydana gelebilecek zararlardan sakınabilmek amacıyla tarafların tercih edebileceği bir fiyat ayarlama mekanizmasıdır.<sup>189</sup>

CAM dünya genelinde geleneksel olarak varsayılan bir fiyat ayarlama mekanizması olmuştur. CAM kapsamında taraflar imza aşamasında belirlenmiş olan bedelin kapanış aşamasına kadar şirketin finansal durumunda meydana gelen değişikliklere göre şirketin nakit, borç ve işletme sermayesi<sup>190</sup> gibi özellikleri bakımından yeni finansal duruma uygun hale getirilmesi yoluyla bir nihai bedel ortaya çıkarılmaktadır. Bu bakımdan kapanış aşamasında şirketin gerçek değerine göre uyarlanmak üzere hesaplanması yoluyla yapılan fiyat ayarlamaları sonucunda elde edilen nihai bedel alıcının satıcıya ödeyeceği bedeldir.

CAM ile kapanış aşamasında şirketten sağlanacak ekonomik çıkarlar ve doğacak riskler ile şirketin mali sorumluluğu satıcıdan alıcıya geçmektedir.<sup>191</sup> Bu bakımdan risk ara dönemde satıcı üzerine bırakılmış olup payların devrinin kapanış aşamasında

---

<sup>187</sup> TÜRKYILMAZ, age., s.54.

<sup>188</sup> ESİN, age., s.202.

<sup>189</sup> TÜRKYILMAZ, age., s.52-53.

<sup>190</sup> ESİN, age., s.202.; TSAO, age., s.1236.

<sup>191</sup> TSAO, age., s.1236.

gerçekleşmesine kadar bedel üzerinde meydana gelen değişikliklerin fiyat ayarlamasına tabi tutulabilmesi söz konusu olacaktır.<sup>192</sup>

Sonuçta, imza aşamasında belirlenen bedelin kapanış aşamasına kadar geçen sürede çeşitli etmenlerin bedel üzerinde değişikliğe sebep olması sonucunda adil bir bedel olmaktan uzaklaşmasını engellemek için kullanılan bir fiyat ayarlama mekanizması olarak CAM daha adil ve doğru bir bedel ile işlem yapılabilmesini ve bedelin doğrudan kapanış aşamasındaki şirketin son finansal durumuna göre belirlenebilmesini ve bu kapsamda taraflara bedel üzerinde yeniden müzakere ederek uygun bedelin belirlenmesinde kontrol sağlamaları imkânı vermektedir.<sup>193</sup>

Öte yandan CAM yeniden müzakere edilmesi imkânını sağlarken bu detaylı incelemeler ve müzakereler süreci için gerek entegrasyon sürecinde kullanılacak konsantrasyonun ve zamanın harcandığı gerekse şirketin borç ve nakit seviyelerinin incelenmesi<sup>194</sup> ile değişikliklerin değerlendirilerek yeni bedelin tespit edilmesi için yeniden çeşitli masrafların çıktığı gerçeği de göz önüne alınmalıdır.

Ara dönemin bedel üzerindeki etkilerinin manipüle edilmesi ihtimali de ayrı bir dezavantaj oluşturmaktadır. Bu kapsamda CAM ile alıcı şirketin kapanış halindeki değerine uygun olarak bir bedelin kararlaştırılabilmesi imkânına kavuşmaktaysa da satıcının bu fiyat ayarlamalarını şirketin nakit seviyesini yüksek göstermek amacıyla yapılacak olan yatırım harcamalarını geciktirmesi yoluyla ciddi harcamaların ertelenmesi ile şirketteki nakit miktarını kısa süreli olarak arttırması ve bu şekilde işlemin tamamlanmasında kadar yapay bir değer artışı sağlaması ihtimali de bulunmaktadır.<sup>195</sup> Bu tür ihtimallere karşı sözleşmeye şirkete ilişkin satıcının TTK m.18/2 uyarınca basiretli bir iş adamı gibi hareket etmesi<sup>196</sup>, beklenen özeni göstermesi ve geçmişle uyumlu biçimde işlerin yürütülmesine ilişkin koşullar eklenmektedir.<sup>197</sup>

---

<sup>192</sup> TÜRKYILMAZ, age., s.54.

<sup>193</sup> TSAO, age., s.1239.

<sup>194</sup> ESİN, age., 202-203.

<sup>195</sup> TSAO, age., 1240.

<sup>196</sup> ARKAN Sabih, Ticari İşletme Hukuku, 27. Bası, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 2021, s.153-156.

<sup>197</sup> ESKİ, age., 76.

#### 4) EARN-OUT MEKANİZMASI

##### 4.1) Geleceğe Yönelik Fiyat Ayarlama Mekanizması Kavramı

Kapanışta fiyat ayarlamaları kapsamında bahsedildiği gibi imza ve kapanış arasındaki dönemin konu alınmakta, şirketin kapanış aşamasındaki finansal verilerinin doğrultusunda bu ara dönemdeki değişikliklerin ve dalgalanmaların yarattığı riskler hedef alınmaktadır. Dolayısıyla geçmişte meydana gelen değişimlerin bedel üzerindeki etkilerinin kapanış dönemi çerçevesinden incelenerek düzenlenmesi söz konusudur.<sup>198</sup>

Geleceğe yönelik fiyat ayarlama mekanizmalarında ise kapanıştan sonraki dönemde meydana gelen durumların tarafların belirlediği sınırlara ulaşması veya beklentilerin sağlanması ya da sağlanamaması gibi kriterlere dayandırılarak bedel üzerindeki çeşitli değişimlerin yapılacağına ilişkin bir düzenleme söz konusudur.

Değişken bir bedelin belirlenmesi ile taraflar çeşitli sebeplerle şirketin değeri hakkındaki bilinmezliklere karşı menfaatlerini koruyabilmeyi hedeflemektedirler. Özellikle alıcının değere ilişkin net bir öngörü ortaya koyamamasına neden olabilecek ve bu yüzden tarafların bedel üzerinde uzlaşmasını engelleyecek nitelikte birçok ihtimal bulunmaktadır. Bu çerçevede satıcının sunduğu verilerin gerçeğe uygunluğu ile ilgili şüpheler, şirketin finansal verilerinin yeni bir binanın inşasına ya da genel anlamda tadilat işlerine bağlı olarak yapılan yüklü masraflar nedeniyle olduğundan daha düşük veya sahip olunan bir mülkün değerinin çok üzerinde satılması nedeniyle olduğundan yüksek karın elde edilmekte olduğu algısına neden olabilecek tek seferlik işlemlere bağlı olarak meydana gelen dalgalanmalar<sup>199</sup> tarafların şirketin değerini ve gelecekteki kapasitesini farklı bakış açılarıyla değerlendirmesine neden olabilecek bazı örneklerdir.

Değişken satış fiyatının kullanılmasında tarafların şirketin geleceğe dönük performansına ve gelecekte bazı koşulların gerçekleşmesine göre bir bedel belirlemek üzere anlaşması söz konusudur. Bu kapsamda taraflar bedelin kararlaştırdıkları bir kısmının ifasını gerçekleştirmesi veya bir minimum değer garantisi verilmesinin

---

<sup>198</sup> NÜRK, age.,62.

<sup>199</sup> NÜRK, age.,62-63.

ardından kalan kısmın performans ve koşullar doğrultusunda tamamlanması üzerine anlaşma sağlayabilmektedirler.<sup>200</sup>

Değişken bir satış bedelinin kararlaştırılması borçlar hukuku çerçevesinde değerlendirilecek olursa satış hükümleri kapsamında TBK m. 207 uyarınca her ne kadar alıcı ve satıcı borçlarını aynı anda ifa ile yükümlü kılınmış olsalar da sözleşmede aksinin kararlaştırılabileceği<sup>201</sup> belirtilmekte ve duruma göre bedelin belirlenmesinin mümkün olması yeterli görülmektedir.<sup>202</sup>

#### 4.2) Earn-Out Mekanizmasının Tanımı

Earn-out mekanizması, *Türkyılmaz*<sup>203</sup>, tarafından earn-out klozu adı altında payları satın alan şirketin kapanış sonrasında göstereceği performansa bağlı olarak belirlenerek ödenmesine yönelik bir sözleşme hükmü olarak tanımlanmaktadır. Yazar bu çalışmada ayrıntılı olarak açıklanacak olan earn-out klozunun hukuki niteliğini sonuca katılmalı sözleşme ve bu klozun satış kapsamında kullanılması halinde bir sonuca katılmalı satış sözleşmesi kurulduğunu belirtmektedir.

*Atamer/Sancak*<sup>204</sup>, bu konudaki incelemesinde earn-out düzenlemesinin satıcı ile alıcının hedef şirket için uygun gördükleri değerler arasında köprü işlevi gören bir fiyat belirleme yöntemi olduğunu açıklamaktadır. Buna göre earn-out sisteminde bedel sabit ve değişken kısım olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Bedelin sabit kısmı satım sözleşmesinde aynı anda ifa hükmüne uygun olarak ifa edilirken değişken kısmın kapanış sonrasında alıcının şirketin kontrolünü elde etmiş olduğu dönemde gerçekleşmesi hedeflenen şartlara bağlanmakta ve sözleşmede düzenlenmiş bazı hedeflere belirlenen sürede ulaşması halinde muaccel olması kararlaştırılmaktadır.

*Eski*<sup>205</sup>, earn-out klozunu alıcı ve satıcının beklentilerini karşılayan değerler arasındaki fark, şirketin yaşadığı kriz veya hasılat dalgalanmaları gibi nedenlerle dengeli bir satış fiyatının elde edilememesi nedeniyle sözleşme kurulamaması durumunun çözümü için değişken fiyat belirlenmesi kapsamında değerlendirmektedir.

---

<sup>200</sup> ESKİ, age., 77.

<sup>201</sup> TBK 207/2.

<sup>202</sup> TBK 207/3.

<sup>203</sup> TÜRKYILMAZ, age., 57.

<sup>204</sup> ATAMER/ ALTUNBAŞ SANCAK, age., 99-102.

<sup>205</sup> ESKİ, age., 76-77.

*Çelebi*<sup>206</sup>, earn-out klozunu işletmenin kapanış sonrası belirli bir zamandaki performansına dayalı, finansal veya finansal olmayan kriterler üzerinde belirledikleri eşiklere ulaşıp ulaşmamasına göre kapanış anında ödenen bedelin üzerine bir ekstra bedelin eklenmesini ile işleyen bir bedel ayarlama mekanizması olarak açıklamıştır.

*Harryson/Wuilmart*<sup>207</sup>, belirlenen hedeflere ulaşılmasına bağlı olarak gelecekteki bir ödemeyi konu alan şartlı bir taleptir.<sup>208</sup> Bu kapsamda kararlaştırılan hedefler genellikle finansal niteliktedir. Sonuçta bu kloz ile satıcıya hedef şirkete dair bedel bir bütün olarak ödenmemekte, bunun yerine ödemenin bir kısmı şirketin satın alma sonrasındaki performansına bağlı olarak gerçekleştirilmek üzere ertelenmektedir.

*Grønli/Hussein*<sup>209</sup>, earn-out yapısını iki aşamalı bir ödeme sistemi ile satın alma işleminin finanse edilmesinde kullanılan şarta bağlı bir ödeme şekli olarak tanımlamaktadır. Bu çerçevede ödemenin ilk aşamasını tarafların üzerinde uzlaşmayı başardığı işlemin tamamlanmasıyla ödenen bedel oluştururken ikinci kısım ise ödemenin tarafların önceden belirlediği sonraki bir zamanda yine tarafların kararlaştırdığı bir veya daha fazla kritere dayalı olarak ölçülecek olan hedef şirketin göstereceği performansına bağlı olarak gerçekleştirilecek olan kısmını ifade etmektedir.

*Brännström*<sup>210</sup>, benzer şekilde earn-out mekanizmasının en karmaşık fiyat ayarlama mekanizmalarından olduğunu belirtmektedir. Bu kapsamda bedelin bir kısmının şirketin gelecekteki başarısına ve finansal sonuçlara bağlı olduğu bir ödeme koşulu olduğunu ifade etmektedir.

*Tsao*<sup>211</sup>, earn-out klozlarını alıcı ve satıcı değerlemeleri arasındaki farkı hedef olarak anlaşma sağlanmasına yönelik sözleşmesel çözümler olarak açıklamaktadır.<sup>212</sup>

---

<sup>206</sup> ÇELEBİ, age., 46-47.

<sup>207</sup> HARRYSSON Erik ve WUILMART Adam (2022). Estimating The Expected Pay-Out of Earnout Contracts in Private Acquisitions, Master Thesis in Financial Mathematics, KTH Royal Institute of Technology Department of Financial Mathematics, Stockholm, Sweden, s.11-12.

<sup>208</sup> GRØNLI Jakob ve HUSSEIN Taha (2021). Earnouts-Bridging The Gap: Informational Asymmetry and Negotiation Duration in Earnout Transactions, Norwegian School of Economics, Economics and Business Administration, Master's thesis, Bergen, s.5; HARRYSON/WUILMART, s.11.

<sup>209</sup> GRØNLI/HUSSEIN, age., s.5.

<sup>210</sup> BRÄNNSTRÖM, age., s. 33.

<sup>211</sup> TSAO, age., 1251-1252.

<sup>212</sup> QUINN Brian JM, Putting Your Money Where Your Mouth Is: The Performance of Earnouts in Corporate Acquisitions, University of Cincinnati Law Review , Vol. 81, Issue 1, Article 3 (2013), s.127-172, s.128; TSAO, age., s.1251.

Buna göre kapanış sonrasında belirli gelir, FAVÖK, FVÖK, net kâr ve şirket faaliyetlerinden elde edilen nakit akışı gibi finansal veya ürünlere yönelik resmi bir onayın alınması, bir ruhsatın elde edilmesi veya ulaşılan müşteri sayısı gibi finansal olmayan kriterlerin karşılanması ile satıcının ek bir tazminat veya ödemenin bir kısmını alması mümkün kılınmaktadır. Bu nedenle earn-out satıcının devir işlemlerinin tamamlanmasından sonra dahi şirketin başarısına katılması söz konusu olmaktadır.<sup>213</sup>

*Nürk*<sup>214</sup>, geleceğe yönelik fiyat ayarlama mekanizmalarından biri olan earn-out klotunu tarafların sabit bir fiyat yerine değişken bir fiyat belirleyerek ilgili bedelin sabit kısmının kapanış aşamasında earn-out kapsamında değerlendirilen kısmının earn-out periyoduna bağlı olarak ödeyeceği bir ayarlama yapısı olarak açıklamaktadır.<sup>215</sup> Bu kapsamda earn-out çerçevesindeki bedelin miktarı tarafların belirlediği kriterler üzerinden istenen eşiklerin geçilmesine bağlanmaktadır. Dolayısıyla satıcının artık sahibi olmadığı hedef şirketin kapanış sonrasında da kâr etmesinde menfaati bulunmaktadır. Böylece şirketin performansının karşılaştırılan eşikleri aşması halinde satıcı bedelin sabit kısmının dışında kalan earn-out kapsamında ve değişken nitelikte düzenlenen kısmını da elde edebilecektir.

Bedelin değişken nitelikteki kısmının miktarı da hedef şirketlerinin faaliyetlerine ve bu faaliyet sonuçlarına koşullanmış durumdadır. Bu bakımdan taraflar arasındaki anlaşmaya bağlı olarak satıcının hedef şirketin performansının yüksekliği nedeniyle sabit bir bedelin belirlenmesinde daha yüksek bir bedel alması mümkünken hedef şirketin performansının istenen eşikleri aşamaması nedeniyle earn-out ile belirlenen bedel kısmının beklenenden düşük veya hiç ödenmemesi ihtimali de söz konusu olabilecektir.

Sonuç olarak, earn-out mekanizmasını, klozu veya yapısı olarak nitelendirilen şirketlerin birleşme ve devralmaları kapsamında alıcı ve satıcının farklı değerlemelerde bulunması ve beklentilere sahip olması nedeniyle sözleşme çerçevesinde karşılaştırılacak bedel üzerinde uzlaşılabilmesi halinde bedelin bir kısmının sabit kısım olarak kapanış aşamasında, kalan kısmının ise tarafların belirleyeceği finansal veya

---

<sup>213</sup> TSAO, age., 1251.

<sup>214</sup> NÜRK, age., 63-67.

<sup>215</sup> LABBÉ M. 'Earn-Out-Ansatz als Option zur preislichen Gestaltung von Unternehmenstransaktionen', Finanz Betrieb 2/2004, s. 117.; akt. NÜRK, age., s.63.

finansal olmayan kriterler ve geçilmesi hedeflenen eşikler bakımından değerlendirilmek üzere belirlenen bir süre içinde hedef şirketin performansına bağlı olarak değişken biçimde ödenmesinin düzenlendiği bir fiyat ayarlama mekanizması olarak tanımlamak incelenen tanımları da incelemenin kapsamı ve açıklayıcı olması bakımından uygun olacaktır.

#### **4.3) Earn-out Mekanizmasının İşlevleri**

Earn-out özellikle alıcı ve satıcının hedef şirketin gelecekteki performansına veya belirli olayların gerçekleşmesine dair ihtimallere ilişkin beklentilerinin farklılığı gibi nedenlerle şirketin bedeli hakkındaki fikirlerinin uyuşmadığı durumlarda yararlı olabilecek bir mekanizmadır. Bu yapının satıcının işlemler tamamlandıktan sonra da şirket bünyesinde kalarak alıcının yararına büyümeye destek olacak olması, hedef şirketin değerini arttırabilecek ve büyümesine hizmet edecek yeni teknolojilere sahip olması, hedef şirketin start-uplarda olduğu gibi kısa bir faaliyet geçmişi olması nedeniyle değerine ilişkin net sonuçlara varılamadığı ancak büyüme potansiyelinin yüksek olduğu durumda veya hedef şirketin değerinin dalgalanmasına neden olacak değişken bir piyasada faaliyetini sürdürmesi gibi örneklerde de earn-out klotunun tercih edilmesi tarafların bedel üzerinde anlaşmasında destekleyici bir faktör olacaktır.<sup>216</sup>

##### **4.3.1) Köprü İşlevi**

Earn-out klotunun kullanımındaki ana sebep satıcı ile alıcı arasındaki fiyat anlaşmazlıklarının çözülmesidir.<sup>217</sup> Bu kapsamda alıcının düşük bir bedel ödemeye razı olduğu ve satıcının daha yüksek bir bedel beklentisinin olduğu hallerde sözleşmenin kurulması zorlaşmaktadır. Bu durum şirketin gerçek değerine ilişkin daha kapsamlı bilgi sahibi olma avantajına sahip olan satıcı ile alıcı arasındaki bilgi asimetrisinden kaynaklanabilmektedir.<sup>218</sup> Bu bağlamda earn-out yapısının kullanılması bedelin alıcı için daha kabul edilebilir bir kısmının sabit biçimde ödenmesini sağlarken satıcının da hedef şirketin yüksek performans göstermesi ile yüksek bir ödeme almasına imkân yaratarak bedel hakkında bir ortak yol bulunmasına yardımcı olmak<sup>219</sup> ve makul

---

<sup>216</sup> EGAN/WARD, age., s.1.

<sup>217</sup> QUINN, age., s. 133.

<sup>218</sup> HARRYSON/WUILLMART, age., s.11.

<sup>219</sup> HARRYSON/WUILLMART, age., s.11.

gördükleri bedeller arasında bir denge sağlanması amacıyla tarafların değerlendirmeleri ve beklentilerine dair bir köprü işlevi görmektedir.

*Atamer/Sancak*<sup>220</sup>, tarafların hedef şirketin değerine ilişkin farklı görüşlere sahip olmasının birçok sebebe dayanabileceğini belirtirken bu konuda başlıca iki sebebi tarafların kapanış sonrası döneme yönelik farklı tahminlerde bulunması ve taraflar arasındaki bilgi asimetrisi olarak değerlendirmektedir.

Tarafların kapanış sonrasına ilişkin farklı tahminlerde bulunması satıcının çoğunlukla hedef şirketin geleceğe yönelik performansına dair daha pozitif bir tutuma sahip olması ve alıcının hedef şirkete güveninin satıcı ile aynı seviyede olmamasından kaynaklanabilmektedir. Satıcının earn-out yapısının kullanılmasını kabul etmesi hedef şirkete ilişkin güvenini alıcıya göstermesini sağlayan bir işaret olarak da değerlendirilebilmektedir. Mekanizma ile ötelenen değer bakımından satıcı nihai değerlemenin satıcının hedef şirkete ilişkin beyanlarının alıcı tarafından teyit edebildiği bir tarihe ertelenmesini kabul ederek bir anlamda şirkete duyduğu güveni ortaya koymaktadır.<sup>221</sup>

Nitekim hedef şirket hakkında satıcının daha fazla bilgi sahibi olacağı<sup>222</sup> ve alıcının değerlemesinin due diligence kapsamında elde ettiği verilere sınırlı olarak yapıldığı gerçeği de göz önünde bulundurulmalıdır. Bu çerçevede bilgi asimetrisi bakımından ise her ne kadar due diligence süreci ile finansal ve hukuki açıdan hedef şirkete ilişkin bilgilere alıcının da olabildiğince vakıf olması sağlanmakta ise de bu bilgilerin doğruyu tam anlamıyla yansıtmamasına dair rizikonun mevcudiyeti nedeniyle alıcının risk algılarının satıcıdan farklı noktalarda yoğunlaşması da söz konusu olabilmektedir.

Taraflar arasındaki bilgi asimetrisi hedef şirketin maddi varlıklarından çok gayri maddi varlıklara sahip olması halinde değerinin belirlenmesi belirli piyasa fiyatlarına sahip varlıklara sahip şirketlerin değerinin hesaplanmasına göre daha zorlayıcı olabilmektedir. Alıcının hedef şirketin faaliyet gösterdiği alandan farklı bir iş kolundan gelmekte olması da şirketin gelecekteki potansiyelinin hesaplanmasında

<sup>220</sup> ATAMER/ ALTUNBAŞ SANCAK, age., 103.

<sup>221</sup> QUINN, age., 128.

<sup>222</sup> NÜRK, age., 64.

değerlendirmesi gereken unsurlara ilişkin hâkimiyeti bakımından alanın mevcut pazarına ve teknolojisine konusunda bilgi ve tecrübe sahibi birine göre daha zor olacaktır.<sup>223</sup>

Şirketin faaliyet alanının araştırma geliştirme çalışmalarına dayalı olması durumunda da alıcının şirketin geleceğe dönük başarı potansiyelini değerlendirmesi yoluyla bedel belirlemesi zordur.<sup>224</sup> Alıcı ve satıcının farklı ülkelerden ise alıcının hedef şirketin bulunduğu ülkenin kültürü, kurumsal düzenlemeleri ve piyasa koşulları hakkında satıcı kadar bilgi sahibi olmaması da olağan bir durumdur.<sup>225</sup>

Earn-out klotunun taraflar arası bilgi asimetrisine ilişkin problemin çözümündeki etkisi farklı açılardan değerlendirilebilmektedir. Bu kapsamda bir görüş earn-out klotunun nihai ödemenin kapanıştan sonraki bir döneme bırakılarak alıcının hedef şirkete ait verilere ulaşması ve bilgi eksikliğini gidermesi veya hatalı bilgilerin düzeltilmesi için gerekli zaman sağlanması suretiyle bilgi asimetrisinin giderilmesinde rol oynadığını yönündedir. Öte yandan earn-out klotunun kullanılması ile bilgi asimetrisinin aşılmasının kapanış sonrasında gerekli bilgi akışının elde edilmesi ile değil belirsizlikten doğan risklerin alıcı üzerinde kalmasının engellenmesi ile sağlandığı görüşü baskındır.<sup>226</sup>

Earn-out yapısının köprü işlevi kapsamında alıcının finansal olmayan kriterler ile ulaşmaya çalıştığı hedefleri üzerinde anlaşma sağlanması için satıcının bedelin değişken kısmının ödenmesine ilişkin motivasyon da mekanizmanın getirdiği destekleyici unsurlardandır. Bu kapsamda alıcının öncelikli olarak hedef şirketin getireceği finansal çıktılarına değil belirli bir piyasada faaliyet göstermeye başlamak veya bu faaliyetini belirli bir bölgedeki genişletebilmek<sup>227</sup> gibi hedeflere sahip olması durumunda da earn-out yapısı ile elde edilmesi ihtimali bulunan değişken bedel satıcının alıcının hedeflerine ulaşmasına yönelik bir motivasyona sahip olmasında önemli bir rol oynamaktadır. Bunun gibi finansal temelli olmayan faktörler nedeniyle

---

<sup>223</sup> TOLL Christian, ROLINCK Jan-Philipp, Earn-outs to bridge gap between negotiation parties – curse or blessing?, Managerial Economics, Vol. 18, No. 1, (2017), s. 103–116, s.104.

<sup>224</sup> TOLL/ROLINCK, age., s.104.

<sup>225</sup> Age., s.104.

<sup>226</sup> QUINN, age., s.130.

<sup>227</sup> TSAO, age., s.1252.

meydana gelen bedel anlaşmazlıklarının çözümü için düzenlenen earn-out klotunun tarafların farklı hedef ve menfaatleri açısından da bir köprü görevi gördüğü söylenebilir.

#### 4.3.2) Finansman İşlevi

Earn-out ile hedeflenen her olayda hedef şirketin performansına ilişkin iyimser bir satıcı ile çekimser bir alıcının bedel hakkındaki görüşlerine dair orta yol bulunması olmayabilir. Alıcının hedef şirket hakkındaki pozitif beklentilerine karşılık alıcı şirketle ilgilenmekte ise de nakit sıkıntısı nedeniyle çekimser yaklaşmakta olabilir.<sup>228</sup>

Earn-out mekanizması ile taraflar bedelin tamamının tek seferde ödenmesini değil bir kısmının kapanış ile ödenmesi kararlaştırılırken kalan kısmın belirlenen sınırların geçilmesine ve koşulların sağlanmasına bağlı olarak gelecekteki bir tarihte ödenmesi hakkında anlaşmaktadırlar. Dolayısıyla bedelin ödenmesi zamana yayılarak alıcı için devir esnasında ihtiyaç duyacağı nakit miktarının daha düşük olması bakımından bir avantaj yaratılmaktadır. Böylece sözleşmede kararlaştırılan hedeflere ulaşılması ve bedelin kalan kısmının ödenmesi borcu muaccel olması halinde dahi alıcının ilgili ödemeyi şirketin kârını kullanarak yapması da mümkün olacaktır.<sup>229</sup>

Alıcının dış finansmana ve üçüncü kişilerden borç almaya yönelik ihtiyacının azaltılması, özellikle faiz oranlarının yüksek olduğu ortamda alıcı için oldukça avantajlı bir ortam yaratmaktadır.<sup>230</sup> Bu bakımdan earn-out yapısının kullanımının dış finansmana bir alternatif teşkil ettiği söylenebilmektedir.

Earn-out ile hedef şirkete yönelik gerçek değer belirlenebilmesi ile fazla ödeme riskinden kaçınılabilmesi ve ödemenin bir kısmının bu değer belirlenebilmesine imkân sağlamak üzere ötelenmesi ile alıcı açısından daha düşük bir nakdi yükümlülüğün meydana gelmesi ihtimalini yaratmaktadır. Nitekim birleşme ve devralma işlemlerinde earn-out kullanımı oranı ile dış fon kullanımı oranı arasında negatif bir ilişki bulunduğu saptanmıştır. Dolayısıyla earn-out mekanizmasının dış finansman kaynaklarına rakip bir nitelik taşıdığı savunulmaktadır.<sup>231</sup>

---

<sup>228</sup> THE M&A JOURNAL, Earn-outs in M&A Transactions Key Structures and Recent Developments, Volume 10 Number 10, 25 Prospect Drive, Yonkers, NY 10705, s.1-8, s.1.

<sup>229</sup> ATAMER/ ALTUNBAŞ SANCAK, age., s.105.

<sup>230</sup> EGAN/WARD, age., s.2.

<sup>231</sup> GRÖNLI/HUSSEIN s.8.

Sonuçta, earn-out ile satıcının daha toplamda daha yüksek bir bedel elde edebilmesi ihtimali doğarken alıcının şirketin gelecekteki kârı ile ödeme yapması bakımından ek bir finansman sağlanmaktadır.

#### 4.3.3) Takas İşlevi

Earn-out klozunun sağlayacağı bir diğer avantaj da satıcının beyan ve tekeffüllerinin gerçeğe uygun olmaması nedeniyle alıcının tazminat hakkına dayanan talebini, earn-out klotu ile bedelin sonraki tarihte ödeneceği kararlaştırılan kısmını ödeme borcu ile takasını mümkün kılmasıdır.<sup>232</sup> Bu şekilde alıcının elde edeceği satıcının gerçeğe uygun olmayan beyan ve tekeffüllerinden doğan alacak hakkının ifasına ilişkin bir güvence sağlanmaktadır.<sup>233</sup>

Satıcının beyan ve tekeffülleri kapsamında riskin meydana gelmesi ile meydana gelen<sup>234</sup> alıcıya ait tazminat alacağı ile satıcının bedelin earn-out klotu ile kararlaştırılan ve henüz ödenmemiş olan kısmına ilişkin alacağının takası mümkün olmaktadır. Bu bakımdan TBK m.139-145 hükümleri ile düzenlenen takasın incelenmesi doğrultusunda earn-out ile elde edilen takas işlevinin önemi değerlendirilebilecektir.

Takasın koşullarının düzenlendiği TBK m.139/1 uyarınca tarafların birbirine borçlu olduğu borçların muaccel olması ile karşılıklı ve özdeş edimlerden oluşması halinde her birinin alacağının borcuyla takası mümkün kılınmıştır. Dolayısıyla borçların tarafların birbirine karşı borçlu ve alacaklı olduğu durumda, borçların muaccel olması şartıyla ve edimlerin özdeş yapıda olması halinde takasa konu edilmesi imkânı bulunmaktadır.

Takasın koşullarının genel olarak düzenlendiği bu maddeden yola çıkılarak takas için öncelikle alacak ve borçların karşılıklı ve geçerli olması gerektiği<sup>235</sup> göz önünde bulundurulmalıdır. Bu kapsamda alacak ve borçların karşılıklı olması gerekliliği nedeniyle earn-out sözleşmesi bakımından tarafların birbirinden alacaklı ve borçlu

---

<sup>232</sup> ATAMER/ALTUNBAŞ SANCAK, age., s.105; Pay bedellerinin ödenmesinde earn-out kapsamında takas imkânı bakımından Türkyılmaz, age., s.58.

<sup>233</sup> TÜRKİYILMAZ, age., s. 59.

<sup>234</sup> TÜRKİYILMAZ, age., 272.

<sup>235</sup> Tarafların karşılıklı alacak ve borçlarının geçerli ve ifa edilebilir olması gerektiğine ve bu bakımdan geçersiz alacakların veya ifanın engellenmesinin mümkün olduğu ve takip edilemeyecek olan eksik borçların takasa konu edilemeyeceğine dair; KILIÇOĞLU, age., 1071-1072.

durumda olması gerekmektedir. Buna uygun olarak alıcının satıcıdan tazminat alacağı ve satıcının alıcıdan earn-out sözleşmesi kapsamında bedelin sonradan ödenecek olan miktarından doğan bir alacağı bulunması mümkündür.

Takasın bir diğer şartı da takas eden ve karşı tarafın alacak ve borçlarının özdeş olmasıdır. Aynı cinsten olmayan borçların takas edilmesindeki güçlük sebebiyle takasa konu edilmesi kabul edilmemiştir.<sup>236</sup> Alıcının satıcının ve tekeffüllerine dahil riskin meydana gelmesinden doğan tazminat alacağı ile satıcının earn-out dolayısıyla sahip olduğu alacak para borcu olması bakımından aynı cinsten olduğu için takas mümkündür. Bu çerçevede takas için tarafların karşılıklı olarak birbirinden alacaklı ve borçlu olması yeterli olup takasa konu edilecek alacak ve borçların aynı hukuki ilişkiden doğması zorunluluğu bulunmamaktadır.<sup>237</sup>

Öte yandan ödemezlik def'inin yalnızca birbirinin karşılığı olan edimler için kullanılabileceği belirtilmektedir.<sup>238</sup> Bu bakımdan bedellerin ödenmesinin karşı ediminin riskin gerçekleşmesinden meydana gelen tazminat değil hedef şirkete ilişkin devrin pay devri sözleşmesi kapsamında değerlendirilecek olursa payların devrinin gerçekleştirilmesi olması nedeniyle edimlerin karşılıklılığı söz konusu olmamaktadır.

Para borçlarında tarafların birbirine borçlarında ödenecek bir miktar paranın yabancı para ve milli para borcunun takası bakımından değerlendirilmesinde aynen ödeme kaydı bulunması durumunda takasın uygulanabilirliği tartışmalı iken aynen ödeme kaydı bulunmaması halinde takasın mümkün olduğu kabul edilmektedir.<sup>239</sup> Borçların özdeş olması yeterli olup miktar bakımından eşit olması gerekli görülmemektedir. Bu bakımdan birbirini karşıladıkları oranda veya miktarda borç sona ermektedir.<sup>240</sup>

Takasın bir diğer şartı da takas beyanında bulunan kişinin alacağının muaccel, karşı tarafın alacağının ifa edilebilir olmasıdır.<sup>241</sup> Bu bakımdan *Eren*<sup>242</sup>, takas için iki tarafın da borcunun muaccel olmasının aranmadığını, takas edilecek borcun muaccel

---

<sup>236</sup> KILIÇOĞLU, age.,1074.

<sup>237</sup> TÜRKYILMAZ, age., 273.

<sup>238</sup> TÜRKYILMAZ, age., 272.

<sup>239</sup> EREN, Fikret, age., s. 1413.

<sup>240</sup> EREN, age., s.1414; KILIÇOĞLU, age., s. 1074.

<sup>241</sup> TÜRKYILMAZ, age., s. 273.

<sup>242</sup> EREN, age., s. 1415.

olması ve karşı tarafın borcunun ifa edilebilir bulunmasının yeterli olduğunu belirtmektedir.

Earn-out mekanizmasının kararlaştırılması ile kloz dahilindeki alıcı üzerindeki bedelin ödenmesine ilişkin borç ile satıcının beyan ve tekeffüllerinin gerçeği yansıtmamasından doğan satıcının tazminat ödeme yükümlülüğünden gelen alacağını takas ederek<sup>243</sup> borcu sona erdirmesi mümkündür.

TBK m.138/2 kapsamında alacaklardan birinin çekişmeli olmasının takasın ileri sürülmesinde engel olmayacağı düzenlenmiştir. Bu doğrultuda beyan ve tekeffüllere bağlı olarak riskin gerçekleşmesinden doğan tazminat alacağının alıcının bedel ödemesinin vadeye bağlanmış olduğu halde alacağın varlığı taraflar arasında çekişmeli olsa dahi takasın gerçekleştirilebileceği ve tazminat alacağının veya bedele ilişkin bir alacağın bulunmadığının kabulü halinde takasın hükümsüz kalarak ifada geciken tarafın buna ilişkin sorumluluğunun doğacağı şeklinde değerlendirilmektedir.<sup>244</sup>

Sonuç olarak, earn-out mekanizması alıcıya kendi yapısı dahilinde bir takas imkânını sağlamaktadır. Böylece alıcının beyan ve tekeffüllerin gerçeği yansıtmaması nedeniyle hak edeceği alacağın ifasını güvence altına alırken daha adil bir bedelin elde edilmesine ve menfaatlerin dengelenmesinde etkili bir rol oynamaktadır.

#### **4.4) Earn-out Mekanizmasının Temel Unsurları**

##### **4.4.1) Finansal veya Finansal Olmayan Hedefler**

Earn-out mekanizması ile belirlenen performansa dayalı olarak ödenip ödenmeyeceği belirlenen hedeflere esas alınacak ölçütler yardımıyla değerlendirilecektir. Bu çerçevede taraflarca hedef şirketin özellikleri ve faaliyeti dikkate alınarak farklı koşullar ve geçilmesi hedeflenen eşikler belirlenebilmektedir.

Earn-out ödemesinin yapılması tarafların kararlaştırdığı geneli hedef şirketin finansal durumuna bağlı verilere dayanan ancak finansal olmayan kriterlerin esas alınması da mümkün olduğu hedeflerin başarılmasına bağlanmaktadır.<sup>245</sup> Bu kapsamda gelecekte ödenmesi kararlaştırılan bedelin belirlenmesine ve hedef şirket

<sup>243</sup> TÜRKYILMAZ, age., s. 58-59.

<sup>244</sup> TÜRKYILMAZ, age., s. 276.

<sup>245</sup> ATAMER/ ALTUNBAŞ SANCAK, age., s.105-106.

performansının değerlendirilmesinde kullanılacak parametreler belirli bir dönemdeki hasılat ya da kâr gibi unsurlara bağlanabileceği gibi bir ruhsatın veya izin alınması ya da kilit personelin belirli süreyle yönetimde kalması gibi koşullara da dayanabilmektedir. Nitekim çoğunlukla finansal ve finansal olmayan çeşitli koşullar earn-out yapısının kullanımında kombinlenerek düzenlenmektedir.<sup>246</sup>

Earn-out klozunda tercih edilecek uygun ölçütün seçimi gelecekteki olası hukuki ihtilaflardan kaçınılmasında önemli bir etmendir. Temel alınacak ölçütün uygunluğu her earn-out klozu kapsamına özel olarak değerlendirilmeli ve hedef şirketin özellikleri göz önünde bulundurulmalıdır.<sup>247</sup> Bu kapsamda hangi kriterlerin özellikle alıcı için önem taşıdığı ve hedef şirketin değeri üzerinde etkili olabilecek faktörler doğrultusunda sahip olduğu beklentilere uygun ölçütlerin tercih edilmesi gerekmektedir.<sup>248</sup> Ölçütlerin manipülasyonu güç, anlaşılır, objektif ve kesin nitelikte olması önemlidir.<sup>249</sup>

Earn-out klozu ile yapılması ihtimali düzenlenen ödemenin net gelir, brüt hasılat<sup>250</sup>, brüt veya dağıtılabilir kâr ya da manipülasyonunun daha zor olması nedeniyle FVÖK (EBIT) veya FAVÖK (EBITDA)<sup>251</sup> gibi finansal kriterlere bağlı olarak düzenlenmesi kararlaştırılabilmektedir.

Hedef şirketin performansının değerlendirilmesinde kullanılacak finansal ölçütün kararlaştırılmasında satıcılar genellikle geliri kullanmayı tercih etmektedir. Bu şekilde ölçütün giderlerden etkilenmemesi ve kâra bağlı bir nitelik taşımaması sayesinde performansın değerlendirilmesinde alıcının manipülasyonu riskinin azaltılmaktadır.

Alıcılar ise genellikle net gelir esaslı ölçütleri tercih etme eğilimindedirler. Böylece hedef şirketin performansının daha kapsamlı bir şekilde incelenmesi mümkün olacak ve satıcı üzerinde kontrollü gider yönetimi ile hizmet ve ürünlerin uygun biçimde fiyatlandırılmasına ilişkin özen gösterilmesine yönelik bir motivasyon yaratacaktır. Bunun gibi alıcı net gelir temelli hesaplama ile şirketin başarısını net

---

<sup>246</sup> **VISCHER**, Markus, Earn out Klauseln in Unternehmenskaufverträgen, SJZ 2002, s. 509-517.; **ESKİ**, age., s. 77.

<sup>247</sup> **WUILMART/HARRYSON**, age., s.15.

<sup>248</sup> **BRÄNNSTRÖM**, age., s. 34.

<sup>249</sup> **NÜRK**, age., s. 67.

<sup>250</sup> **TÜRKYILMAZ**, age., s. 60.

<sup>251</sup> **ATAMER/ALTUNBAŞ SANCAK**, age., s. 105-106.

biçimde değerlendirmek ve satıcının hedef şirketi daha kazançlı gösterebilmek amacıyla belirli dönemdeki giderlerin kısıtlanması yoluyla manipülasyonu riskinden de kaçınmayı amaçlamaktadır.<sup>252</sup>

Tarafların ortak bir noktada buluşabilmek adına satış giderleri, idari giderler ve genel maliyetlerin hesaba eklenirken vergi, faiz ve amortisman etkisiyle kazancın daha düşük görünmesinin engellenmesi bakımından ölçüt olarak FAVÖK kullanımı üzerinde anlaşabilmektedirler.<sup>253</sup>

Tarafların finansal hedefler kadar sık olmamakla birlikte finansal nitelikte olmayan hedefler doğrultusunda bazı ölçütler belirlemesi de mümkündür. Bu bakımdan özellikle henüz gelişme aşamasında olan şirketlerin referans olarak alınabilecek yeterli finansal verilerinin bulunmaması halinde earn-out mekanizmasının finansal olmayan ölçütlerin esas alınarak belirlenen hedefler doğrultusunda düzenlenmesi tarafların işleminden beklediği faydayı sağlamalarında daha etkili olabilmektedir. Nitekim böyle bir ihtimalde henüz gelişmekte olan hedef şirketin ilk yıllarındaki hızlı büyümesi nedeniyle elde edilen veriler üzerinden şirketin değerinin tahmin edilemez durumda olması ve bu veriler üzerinden yapılacak hesaplamaların gerçeği tam anlamıyla yansıtmaması riski de göz önüne alınmalıdır. Bunun gibi gelişmekte olan bir şirketin değerinin belirlenmesinde belirli bir teknolojinin veya ürünlerinin geliştirilmesinin tamamlanması, ürünün piyasaya sunulması, ürün veya teknolojiye dair bir alanda ödül alınması, toplu siparişlere sebep olabilecek bir ihalenin kazanılması ya da halihazırdaki tedarikçilerle ilişkilerin ve müşteri çevresinin korunması tarafların kararlaştırabileceği finansal olmayan hedeflere örnek olarak gösterilebilir.<sup>254</sup>

Finansal veya finansal olmamasından bağımsız şekilde genellikle belirlenen hedef ve koşulların sağlanması bakımından olumlu nitelikte ölçütler kullanılmakta olsa da bir durumun meydana gelmemesi veya bir işlemin gerçekleştirilmemesini konu alan ölçütlerin belirlenebilmektedir. Bu bağlamda hedef şirketin devralma öncesindeki kilit

---

<sup>252</sup> NÜRK, age., s. 68.

<sup>253</sup> THE M&A JOURNAL, age., s., s.2.

<sup>254</sup> NÜRK, age., s. 68-69.

kadrosunun belirli bir süre boyunca şirketten ayrılmamasına bağlı bir koşulun düzenlenmesi de mümkündür.<sup>255</sup>

Son olarak, hedeflere ulaşılmaya çalışılacak aşamada earn-out mekanizması kapsamında ödenecek olan ek tutarın elde edilmesine yönelik yaratacağı teşvik etkisinden yararlanılması amaçlanmakta ise hedeflere ilişkin eşiklerin fazla yüksek tutularak ulaşılamaz ya da koşulların sağlanamaz durumda olmaması gerekmektedir. Aksi takdirde ilgili bedelin ödenmesine dair olasılığın düşüklüğü nedeniyle ilgili ödemeye yönelik beklenen motivasyon elde edilemeyebilir.<sup>256</sup>

#### 4.4.2) Süre

Earn-out klotunun düzenlendiği bir işlemde tarafların klotun kapsayacağı süreyi kararlaştırmaları gerekmektedir. Earn-out klotunun etkili olacağı sürenin belirlenmesi tarafların bedel üzerinde etkili olabilecek çeşitli faktörleri değerlendirerek şirketin geleceğe yönelik performansına ve dolayısıyla nihai bedeline ilişkin güvenilir bir görüşe sahip olabilmeleri için yeterli olacak bir süre üzerinde anlaşılmasını gerektirmektedir.<sup>257</sup> Bu süre kararlaştırılırken hedef şirketin faaliyet gösterdiği pazarın durumu, üretilen ürünlerin özellikleri ve earn-out kapsamında düzenlenen ölçütlerin niteliği de göz önüne alınmalıdır.<sup>258</sup>

Earn-out klotu ile beklenen menfaatlerin elde edilebilmesi için hedef şirketin performansının değerlendirilmesi ve bedele ilişkin uyumsuzluğun çözülebilmesi açısından yeterli bir süre belirlenmelidir. Bu sürenin genellikle bir ila beş yıl arasında<sup>259</sup>

---

<sup>255</sup> NÜRK, age., s. 67.

<sup>256</sup> BRÄNNSTRÖM, age., s. 34.

<sup>257</sup> EGAN/WARD, age., s. 7.

<sup>258</sup> THE M&A JOURNAL, age., s. 3.

<sup>259</sup> Sürenin belirlenmesine ilişkin çeşitli kaynaklarda farklı dönemler belirtilmekle birlikte earn-out mekanizması kapsamında düzenlenebilecek süreye ilişkin bir sınır bulunmadığı göz önüne alındığında işlemin ve hedef şirketin özelliklerine uygun herhangi bir sürenin belirlenmesi mümkündür. Bu konuda uygulamada sürenin kapanış sonrası bir ila beş yıla kadar belirlendiği görülmekle birlikte 2-3 yıllık bir dönemin makul olduğu yönünde; ATAMER/ALTUNBAŞ SANCAK, age., s.107; yine 1-5 yıllık sürenin belirlenmesine dair; THE M&A JOURNAL, age., s.3; uygulamada iki ya da üç yıllık dönemlerin sıklıkla kullanıldığına ilişkin; TÜRKİYİLMAZ, age., s.61; sürenin üç ila beş yıl arasında olduğuna dair; BRÄNNSTRÖM, age., s. 34; earn-out döneminin finansal ölçütler üzerinden değerlendirilmesi kararlaştırıldığında genelde kapanış tarihinden itibaren 2-5 yıllık bir süreyi kapsadığı yönünde; NÜRK, age., s. 69.

belirlendiği görülmekle birlikte özellikle finansal olmayan hedeflerin kararlaştırdığı durumlarda tarafların daha uzun bir süre belirlemesi de mümkündür.<sup>260</sup>

Earn-out süresinin fazla uzun veya çok kısa tutulmasının süreç üzerinde çeşitli negatif etkilerinin meydana gelmesi riski bulunmaktadır. Earn-out süresinin çok kısa tutulması halinde hedef şirketin performansının satışlarının geçici olarak artması veya azalması gibi geçici nitelikte faktörlerden etkilenmesine neden olabilir.<sup>261</sup> Bunun gibi bedelin hesaplanacağı kararlaştırılan ölçütlerin alıcı veya satıcı tarafından çeşitli yöntemlerle manipüle edilmesi riski meydana gelmektedir.

Bazı alıcılar earn-out kapsamında düzenlenen hedeflere ulaşılmasından doğan satıcıya yapılacak ek ödemelerin artmaması<sup>262</sup> ve earn-out döneminde satıcının katılımı nedeniyle faaliyetlerinde meydana gelebilecek kısıtlamalardan hemen kurtulabilme<sup>263</sup> amacıyla daha kısa bir süre tercih etme eğilimi gösterse de olması gerekenden kısa bir earn-out süresinin belirlenmesi satıcının uzun vadede hedef şirketin ve dolayısıyla earn-out dönemi sonrasındaki finansal sonuçlarla yüzleşmek zorunda kalacak olan alıcının dezavantajına olabilecek sonuçlara odaklanması riski gündeme gelebilecektir. Bu kapsamda satıcı earn-out süresinin ve dolayısıyla şirketin performansına katılacağı sürenin kısa olması nedeniyle kısa vadeli getirilerin elde edilebilmesi için uzun vadeli menfaatlerden vazgeçebilmektedir.<sup>264</sup> Bu bakımdan satıcının yararlı harcama ve yatırımlardan kaçınarak şirketin earn-out dönemindeki kârlılığını yüksek göstermek üzere manipülasyona neden olması riskine sebep olabilmektedir.

Alıcının manipülasyonu çerçevesinde kısa bir earn-out süresinin belirlenmesinin ek ödeme ihtimalinin bağlandığı hedeflere ulaşılmasının ilgili sürenin sonrasına kalmasını sağlamak amacıyla şirketin hedeflere ulaşılmasında etkili olabilecek çeşitli faaliyetlerinin ertelenmesi gibi bir yol izlemesi de bir diğer risk faktörü olarak değerlendirilebilir.<sup>265</sup>

---

<sup>260</sup> NÜRK, age., s. 69.

<sup>261</sup> THE M&A JOURNAL, age., s. 3.

<sup>262</sup> NÜRK, age., s. 69.

<sup>263</sup> THE M&A JOURNAL, age., s. 3.

<sup>264</sup> THE M&A JOURNAL, age., s. 3.

<sup>265</sup> ATAMER/ALTUNBAŞ SANCAK, age., s. 107.

Alıcının hedef şirketin performansına ilişkin incelemelerin daha detaylı yapılabilmesi ve sonuçların daha güvenilir biçimde değerlendirilebilmesi amacıyla daha uzun bir earn-out dönemini tercih etmesi halinde ise alıcının kendi faaliyeti üzerinde earn-out düzenlemesinden gelen ve satıcının katılımının neden olabileceği kısıtlamaların daha uzun zaman alması ve satıcıya yapılacak ödemenin bağlandığı koşulların sağlanması için daha uzun bir sürenin varlığı söz konusu olacaktır.<sup>266</sup> Öte yandan uzun bir earn-out döneminin belirlenmesi alıcının şirket üzerindeki artan etkisi nedeniyle satıcı tarafından tercih edilmeyecektir.<sup>267</sup>

Finansal nitelikte olmayan ölçütlerin karşılaştırılması durumunda earn-out süresinin daha uzun tutulması gerekebilmektedir. Hedef şirketin faaliyet alanı doğrultusunda teknolojik bir gelişim veya yeni bir ilaç üzerinde çalışılması gibi hallerde earn-out süresinin ilgili ürün ve hizmetlerin geliştirilmesinin tamamlanması veya satışa sunulması gibi<sup>268</sup> eşikler üzerinden karşılaştırılması mümkündür. Bu durumda earn-out süresinin faaliyet sürecine bağlı olarak düzenlenmesi gündeme gelecektir.

#### 4.4.3) Hesaplama Yöntemi

Taraflar earn-out mekanizmasının kullanılmasını kararlaştırdıklarında hesaplama yönteminin ve bu kapsamda kullanılacak verilerin net bir biçimde düzenlenmesi gerekmektedir. Bu bağlamda bedelin earn-out yapısı kapsamında ödenmesi hakkında anlaşılan kısmının hesaplanmasında her iki taraf tarafından da aynı sonuca ulaşılmasını sağlamak için aynı hesaplama yöntemlerinin kullanılması ve aynı veriler üzerinden değerlendirme yapılması oldukça önemlidir. Öyle ki bedele yönelik hesaplamalarda muhasebe ilkelerine dikkat edilmemesi<sup>269</sup>, hangi mali tabloların kullanılacağına belirlenmemesi<sup>270</sup>, farklı verilerin ve muhasebe standartlarının<sup>271</sup> uygulanması gibi nedenlerle farklı sonuçlara ulaşılması taraflar arasında çözülmesi oldukça uzun ve masraflı uyuşmazlıklara neden olacaktır.

---

<sup>266</sup> EGAN/WARD, age., s. 7.

<sup>267</sup> ATAMER/ALTUNBAŞ SANCAK, age., s. 107.

<sup>268</sup> NÜRK, age., s. 69.

<sup>269</sup> Finansal tabloların hazırlanmasında muhasebe düzenine hâkim ilkelere ilişkin detaylı bilgi için bkz.; DEMİR Koray, Şirketler Hukuku Temel Bilgileri, 1.Baskı, Lykeion Yayıncılık, Ankara 2023, s.330-334.

<sup>270</sup> ATAMER/ALTUNBAŞ SANCAK, age., s. 108.

<sup>271</sup> ÇELEBİ, age., s. 50.

Tarafların uygulanacak muhasebe standartlarının açık ve ayrıntılı şekilde düzenlenmemiş olmasından meydana gelen belirsizlikler ihtilafa sebep olmaktadır.<sup>272</sup> Bu bağlamda örneğin referans ve kapanış sonrası finansal raporların farklı taraflarca hazırlanması halinde ilk giren ilk çıkar (FIFO), son giren ilk çıkar (LIFO) veya ortalama maliyet hesabı<sup>273</sup> gibi farklı stok değerlendirme yöntemlerinin kullanılması durumunda farklı bedellere ulaşılmasından kaynaklanan bir uyumsuzluk riski meydana gelmektedir.<sup>274</sup>

Tarafların hesaplamaların sözleşmede düzenlenen ilke ve yöntemler doğrultusunda, hedef şirketin geçmiş dönem raporlarında kullanılan standartlara uygun biçimde ya da uluslararası finansal raporlama standartları (IFRS) veya genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine (GAAP) uyumlu biçimde gerçekleştirilmesine ilişkin bir kesinlik olması veya farklı esaslarla hesaplanan veriler sonucunda elde edilen raporların hangi hiyerarşi ile kabul göreceğine ilişkin bir düzenlemeye sözleşmede yer verilmesi bu hesaplamalara yönelik doğabilecek uyumsuzlukların<sup>275</sup> önüne geçilmesinde etkili olacaktır. Bunun gibi tarafların belirledikleri yöntemle ilişkin hesaplama örneklerinin de sözleşmeye eklenmesi<sup>276</sup> kararlaştırılmış olan yöntemle dair açıklık sağlanmasına yardımcı olacaktır.

Tarafların bu hesaplamalar kapsamında ödemenin ayarlanmasında temel alınmak üzere kararlaştırılan ölçütün belirli bir yüzdesi, bu ölçütün earn-out sürecindeki değişiminin tamamı veya belirlenen bir seviyenin üstünde kalan kısmı üzerinden bedele etki edeceği hakkında anlaşması mümkündür.<sup>277</sup> Bu bağlamda örneğin ödemeler ölçütün geçmiş yıldaki dağıtılabilir kâra göre değerlendirildiğinde görülen artışın veya kararlaştırılan earn-out dönemi boyunca meydana gelen dağıtılabilir kârın bir oranı üzerinden hesaplanarak gerçekleştirilebilecektir.<sup>278</sup>

---

<sup>272</sup> Age., s. 50.

<sup>273</sup> **TÜRKAN ULUDAĞ** Esra (2019). Stok Değerleme Yöntemlerinin Mali Tablolara Etkisi, Tekirdağ Namık Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Tekirdağ, s. 14-16.

<sup>274</sup> **ÇELEBİ**, age., s. 50.

<sup>275</sup> Age., s. 50-51.

<sup>276</sup> **ATAMER/ALTUNBAŞ SANCAK**, age., s. 108.

<sup>277</sup> **NÜRK**, age., s. 60-61.

<sup>278</sup> **ATAMER/ALTUNBAŞ SANCAK**, age., s. 108.

Alıcının hedef şirketin performansına yönelik hesaplamaların diğer şirketleri ile entegrasyonu kapsamında birbirine uyumlu biçimde hesaplanmasını tercih ettiği durumlarda satıcının hedef şirket üzerinde alıcı politikalarının dayatılması ve earn-out ile belirlenen ek ödemelerin yapılmasının bağlandığı hedeflere ulaşılmasının aksatılması riski ile karşı karşıya kalması ihtimali bulunmaktadır.<sup>279</sup> Bu halde verilerin toplu olarak hesaplanması nedeniyle satıcının bedele etkili olacak veriler üzerinde etkili olma imkânı da oldukça kısıtlı kalacaktır. Bu nedenle satıcının hedef şirketin finansal verilerinin diğerlerinden bağımsız bir şekilde hesaplanmasını talep etmesi önemlidir.<sup>280</sup>

Hedef şirketin ve alıcının diğer şirketlerinin finansal performanslarının bir bütün olarak değerlendirilmesi halinde hedef şirketin performansının net biçimde hesaplanamaması çeşitli belirsizliklere neden olacaktır. Bu bağlamda hedef şirketin zarar etmesine rağmen earn-out kapsamında belirlenen hedeflere ulaşılması ve eşiklerin geçilmesi nedeniyle ek ödemenin yapılması gerekliliği doğabilir veya hedef şirketin faaliyetlerinin yüksek getiri sağlamasına rağmen toplam kazancın diğer şirketlerin yarattığı zarar nedeniyle düşük kalması sonucunda ek ödemenin yapılmaması gibi tarafların menfaatlerine aykırı sonuçlar meydana gelebilmektedir.<sup>281</sup>

Uygulamada yaygın olmamakla birlikte tarafların bedelin ayarlanmasına yönelik alt sınır (floor) ve üst sınır (cap) belirlemesi de mümkündür.<sup>282</sup> Böylece earn-out ödemesi üst sınırı aşmayacağı için alıcı ve alt sınırın altına düşmeyeceği için satıcı bakımından bir güvenli alan yaratılmaktadır. Ancak alt sınırın fazla yüksek veya üst sınırın fazla düşük tutulması durumunda belirlenen sınırlar ile tarafların menfaatlerine uygun bir koruma sağlanamayacağı da göz önünde bulundurulmalıdır.<sup>283</sup>

## 5) EARN-OUT MEKANİZMASININ HUKUKİ NİTELİĞİ

Earn-out ile taraflar kapanış sonrasına ilişkin belirlenen finansal veya finansla olmayan koşulların gerçekleşmesine bağlı olarak hedef şirketin gelecekteki performansına dayalı elde edilecek gelire yönelik bir bedelin belirlenmesi hakkında

<sup>279</sup> THE M&A JOURNAL, age., s. 2-3.

<sup>280</sup> NÜRK, age., s. 70.

<sup>281</sup> Age., s.70.

<sup>282</sup> TÜRKYILMAZ, age., s. 56; ATAMER/ALTUNBAŞ SANCAK, age., s. 108; NÜRK, age., s. 62.

<sup>283</sup> NÜRK, age., s. 62.

anlaşmaktadırlar.<sup>284</sup> Bu halde satıcının alacağı bedel hedef şirketin performansına bağlı olarak elde edilen gelirin oranına göre değişken bir nitelik taşımaktadır. Bu bakımdan earn-out klozu ile bedelin bir kısmının ödeme borcunun belirlenen koşulların gerçekleşmesi halinde muaccel olması ve ilgili şartların belirlenen sürede sağlanamaması durumunda ödeme borcunun doğmaması söz konusu olmaktadır.<sup>285</sup>

Dolayısıyla taraflar arasında gerçekleştirilen devralma işlemine yönelik sözleşme kapsamında düzenlenen earn-out klozu ile sonuca katılmalı bir satış sözleşmesi elde edilmektedir.<sup>286</sup> Earn-out ödemesinin dayandırıldığı koşullar bakımından sözleşmenin geciktirici koşula bağlı bir niteliği de bulunmaktadır.<sup>287</sup> Nitekim işlem özelinde taraflar arasında kararlaştırılan tüm bu hususlar bakımından değerlendirildiğinde sözleşmenin atipik bir satış sözleşmesi olduğu da belirtilebilir.<sup>288</sup>

Earn-out klotunun hukuki niteliğinin belirlenebilmesi adına sonuca katılmalı bir satış sözleşmesi olmasının yanı sıra adi ortaklık hükümlerinin kıyasen ne derecede uygulanabileceği hususu sonuca katılmalı sözleşmelerin zarara katılma unsuru açısından ortaklık kavramından ayrıldığına<sup>289</sup> ilişkin görüşler de göz önünde bulundurularak değerlendirilmelidir.<sup>290</sup>

### **5.1) Sonuca Katılmalı Sözleşme Niteliği**

Sonuca katılmalı bir hukuki ilişki, sözleşme ile tarafların belirlediği kazanımın elde edilmesine bağlı olarak, gerçekleşip gerçekleşmeyeceği henüz belli olmayan bir sonucun gerçekleşmesi halinde katılmanın mümkün olacağı bir yapıyı barındırmaktadır. Bu kapsamda elde edilecek bir ürün, gelir veya hasılat birikimine kararlaştırılan oranda bir payın alınması söz konusu olmaktadır.<sup>291</sup>

Sonuca katılmalı sözleşmenin varlığının ileri sürülebilmesi için olumlu bir sonucun elde edilmesi halinde ortaya çıkan sonucun paylaşılması gerekmektedir. Bu

---

<sup>284</sup> ATAMER/ALTUNBAŞ SANCAK, age., s. 110.

<sup>285</sup> Age., s.269.

<sup>286</sup> Age., s. 110-111.

<sup>287</sup> TÜRKİYILMAZ, age., s. 62.

<sup>288</sup> ATAMER/ALTUNBAŞ SANCAK, age., s. 111-112.

<sup>289</sup> YENİOCAK Umut (2013). Gelir Paylaşımına Dayalı İnşaat Sözleşmesi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, İstanbul, s. 68-69.

<sup>290</sup> ATAMER/ALTUNBAŞ SANCAK, age., s. 114-115.

<sup>291</sup> YALINCAK Özlem (2019). Gelir Paylaşımlı İnşaat Sözleşmeleri, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, s.17-18.

bakımdan sözleşmede aksi kararlaştırılmadıkça, somut ve paylaşılabılır nitelikte olumlu bir sonucun alınmadığı durumda katılanın katılacağı belirlenen orandaki payından doğacak bir alacağa ilişkin talep hakkı da olmayacaktır.<sup>292</sup> Dolayısıyla katılma suretiyle elde edilecek alacak bakımından bir kesinlik söz konusu değildir.

Sonuca katılmalı sözleşmeler, her iki tarafın riski paylaştığı ve menfaatlerine uygun sonuçların elde edilebilmesine yönelik girişimde bulunmalarını sağlamaktadır. Bu durum hem planlanan hedeflere ulaşılmasını kolaylaştırmakta hem de tarafların kazançlarını arttırmalarında etkili bir rol oynamaktadır. Çünkü sonuca katılma esası çerçevesinde tarafların çıkarları örtüşmekte ve sonuca yönelik risklerin paylaşılması tarafların birbirine karşı güven duymasına destek olmaktadır.

Sonuca katılmalı sözleşmelerin ekonomik açıdan kısıtlı imkânların bulunduğu dönemlerde tarafların karşılıklı paylaşım ortamını sağlaması bir kredi usulü ve finansman niteliği taşıdığı da belirtilebilir.<sup>293</sup>

Sonuca katılmalı sözleşmelerin tam iki tarafa borç yükleyen sözleşme ya da ortaklık sözleşmesi kapsamında incelenmesi gerektiğine ilişkin farklı görüşler bulunmaktadır. <sup>294</sup> Satış, ürün kirası<sup>295</sup>, ödünç, eser<sup>296</sup> ve hizmet<sup>297</sup> sözleşmesi gibi şekillerde karşımıza çıkabilecek sonuca katılmalı sözleşmelerin<sup>298</sup> hem karşılıklı sözleşmeler hem de ortaklık sözleşmeleri ile benzer yönleri bulunmaktadır.

Sonuca katılma kavramının ortaklık ilişkisi ile karşılaştırılması amacıyla ortak amaç ve menfaat birliği arasındaki farklar ve zarara katılıp katılmama durumu bakımından incelenmesi faydalı olacaktır. Sonuca katılma kavramı ortaklık ilişkisi ile kârdan pay alma bakımından benzerlik gösterse de zarardan sorumlu olma bakımından ayrılmaktadır. Bir ortak amaç etrafında bir araya gelerek kurulan ortaklığa dair hukuki

---

<sup>292</sup> YALINCAK, age., s. 18-19.

<sup>293</sup> ÇELEN Salih (2020). Gelir Paylaşımlı İnşaat Sözleşmesi, İstanbul Ticaret Üniversitesi Dış Ticaret Enstitüsü, Doktora Tezi, İstanbul, s. 29-30.

<sup>294</sup> ÇELEN, age., s.30.

<sup>295</sup> TBK 357/2 uyarınca ürüne katılmalı kira kapsamında ürün veren bir şeyin veya hakkın kullanılması ve ürünlerinin toplanmasının kiracıya bırakılması ve karşılığında kira bedelinin elde edilecek ürünün belirli bir oranı üzerinden belirlenmesi söz konusu olmaktadır.

<sup>296</sup> Gelir paylaşımlı inşaat sözleşmesinin açıkça bir eser sözleşmesi olduğu ve sonuca katılmalı sözleşme niteliği taşıdığı yönünde; ÇELEN, age., s. 13 ve 29.

<sup>297</sup> TBK 403 ile düzenlenen işin sonucundan pay almaya ilişkin maddede işçiye ücret ile birlikte kârdan, cirodan veya üretilende belirli bir pay verilmesi sözleşme ile kararlaştırılabilmektedir.

<sup>298</sup> ATAMER/ALTUNBAŞ SANCAK, age., s. 111.

ilişkinin tarafları ortaklık ilişkisinin niteliği gereği bütün kazançların paylaşımını gerektirmesinin<sup>299</sup> yanı sıra sözleşmede aksi kararlaştırılmadıkça her ortağın eşit biçimde olmak üzere zarara katılımı<sup>300</sup> da kanunda düzenlenmiştir. Dolayısıyla bu bakış açısıyla sonuca katılma kavramının doğrudan ortaklık ile bir tutulması halinde zarara katılma unsuru göz ardı edilmiş olmaktadır.<sup>301</sup>

Sonuca katılma ve ortaklık ilişkisi ayrımı bakımından ele alınabilecek bir diğer husus da menfaat birliği ile bir ortak amaca sahip olunması arasındaki farktır. Bu bakımdan tarafların ortak bir amacın gerçekleştirilmesi iradesine sahip olarak hareket etmesi ortaklık ilişkisinin temel unsurlarındandır. Ortaklar bu amacın gerçekleştirilmesine hizmet ederler ve edimleri birbirinin karşılığı olma niteliğinde değildirler.<sup>302</sup>

Sonuca katılmalı sözleşmelerde ise tarafların elde edilen sonucun paylaşılmasındaki durumda çıkarların örtüşmesinden meydana gelen bir menfaat birliği söz konusudur. Tarafların birlikte elde edebilecekleri en değerli sonuca ulaşmaya yönelik menfaatleri ortaktır.<sup>303</sup>

Ortaklık ilişkisi ile farkları bakımından da incelendiğinde katılanın alacağının bir sonucun elde edilmesine bağlı olması ve bu sonucun sağlanması halinde belirlenen bir oranı üzerinden pay almasını içeren sonuca katılmalı sözleşmelerin tarafların iradeleri ve edimlerin ilişkileri de göz önüne alınması şartıyla katılmalı sözleşme kategorisinde incelenmesinin uygun olduğu belirtilmektedir. Öte yandan sözleşmenin ilgili unsurları içermesi durumunda ortaklık sözleşmesine dair hükümlerin de kıyasen uygulanması mümkün görülmektedir.<sup>304</sup>

---

<sup>299</sup> TBK 622 uyarınca kazancın paylaşılması başlığı altında ortakların ortaklık ilişkisi gereğince tüm kazançları aralarında paylaşmaları yükümlülüğü düzenlenmiştir.

<sup>300</sup> TBK 623 ile kazanç ve zarara katılma başlığında her ortağın kazanç ve zarardaki payının aksi kararlaştırılmadıkça niteliğinden ve değerinden bağımsız biçimde eşit olduğu düzenlenmiştir. Nitekim TBK 623/3 kapsamında tarafların bir ortağın zarara katılmamasını kararlaştırabilmesi durumu katılma payı olarak yalnızca emeğini koymuş olan ortağın zarara katılmaması yönünde anlaşılabilmesi ile sınırlandırılmıştır.

<sup>301</sup> **ORAL** Murat (2020). Gelir Paylaşımı İnşaat Sözleşmesi, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, s.17.

<sup>302</sup> **YENİOCAK**, age., s. 15.

<sup>303</sup> **YALINCAK**, age., s. 18.

<sup>304</sup> **YENİOCAK**, age., s. 16-17.

Earn-out mekanizması ile tarafların sabit bir bedel yerine hedef şirketin geleceğe yönelik performansına dayalı biçimde bazı koşulların sağlanması ve eşiklerin aşılması ile hedef şirketten sağlanan kazanca dayalı ölçütler esas alınarak hesaplanacak olan bedel ile satıcının da şirketin performansına dayalı sonuçlara katılması sağlanmaktadır. Bu şekilde mekanizma aracılığıyla şirketin kapanış sonrasında da tarafların belirlediği earn-out dönemindeki faaliyetlerine dayalı olarak meydana gelen sonuçların etkileri alıcı ve satıcı arasında dengelenmektedir.

Sonuca katılmalı sözleşme ve ortaklık sözleşmesi bakımından değerlendirildiğinde earn-out mekanizmasının iki sözleşmenin de çeşitli unsurlarını barındırdığını söylemek mümkündür. Bu kapsamda earn-out ile satıcının alacağı bedelin hedef şirketin performansına göre elde edilecek kazanca bağlı olarak belirleneceği bir yapı olması bakımından sonuca katılmalı bir satış sözleşmesi olarak nitelendirilebilir.<sup>305</sup> Öte yandan sözleşmenin özellikle satıcının hedef şirket yönetiminde kalmaya devam etmesinin kararlaştırıldığı bir ilişkide tarafların iradelerine uygun olduğu takdirde adi ortaklığa ilişkin hükümlerin kıyasen uygulanabileceği de savunulmaktadır.<sup>306</sup>

## **5.2) Geciktirici Koşul İçeren Bir Sözleşme Olması**

Earn-out mekanizması ile satıcıya ödenmesi belirlenen ek bedelin taraflarca kararlaştırılan hedeflere bağlı olarak gerçekleştirileceği düzenlenmektedir. Böylece hedeflere ulaşılması gibi şartlara dayalı olarak alacak hakkının doğumu çeşitli koşul veya koşullara bağlanmaktadır.<sup>307</sup> Dolayısıyla earn-out döneminde ödenmesine ilişkin şartların düzenlendiği meblağ sözleşmenin kurulması aşamasında hedeflenen eşiğe ulaşıp ulaşılamayacağı belirsiz olan FAVÖK, satışlar veya üretim gibi ölçütler üzerinden değerlendirilecek olan şirket performansına bağlı belirsiz bir olgu niteliğindedir.<sup>308</sup>

Koşul kavramı ile hukuksal işlemlerde işlemin kurulmasının veya sürdürülmesinin ileride olup olmayacağı henüz belli olmayan olaylara bağlanması söz konusudur. Bu halde koşul kavramı gelecekte meydana gelip gelmeyeceği belirsiz olay

<sup>305</sup> ATAMER/ ALTUNBAŞ SANCAK, age., s. 110.

<sup>306</sup> Age., s. 115.

<sup>307</sup> Age., s. 115-116.

<sup>308</sup> TÜRKYILMAZ, age., s. 62.

olarak açıklanabilir.<sup>309</sup> Bu kapsamda tarafların sözleşme ile belirlediği koşul taraf iradelerini genişleten ve sözleşme özgürlüğü temelinde ele alınması gereken bir hukuki kurumdur. Gerçekten de taraflar koşul ile tarafların sözleşmelerini gelecekteki gelişmelere göre uyarlaması imkânı doğmaktadır.<sup>310</sup>

Tarafların kararlaştırdığı koşulun geçerli sayılabilmesi için koşula bağlanabilen bir işlem kapsamında geleceğe ilişkin belirsiz bir olaya bağlı olarak tarafların iradeleri doğrultusunda belirlenmesi gerekmektedir.<sup>311</sup> Bu şekilde tarafların gerçekleşmesi belirsiz bir olayın sözleşmeye koşul olarak konulması yoluyla aleyhlerine olabilecek bir sonucun doğması riskini de kabul etmiş olmaktadır.<sup>312</sup>

Koşulun tarafların iradelerine uygun biçimde gelecekteki belirsiz bir olaya dayanması gerekmektedir. Koşulun belirlenmesinde taraflar iradelerine uygun biçimde aralarındaki hukuki işlemin koşula bağlanmasını kararlaştırmakta özgürdürler. Ancak istisna olarak kamu düzenini ilgilendiren evlenme veya evlat edinme sözleşmeleri, mirasın reddi işlemi, tapu sicilinin kesinliği ve aleniliği nedeniyle taşınmaz mülkiyetinin devri<sup>313</sup> gibi işlemlerin şarta bağlı yapılması düzenlenmemektedir.<sup>314</sup> Nitekim koşulun hukuka veya ahlaka aykırı bir sonucun elde edilmesi amacıyla kararlaştırılması durumu da TBK m.176 gereğince yasak koşullar kapsamında düzenlenmiştir.<sup>315</sup>

Tarafların koşulun belirlenmesindeki özgürlükleri çerçevesinde gelecekteki belirsiz olayın gerçekleşmesine bağlı olarak olumlu veya gerçekleşmemesine bağlı olarak olumsuz biçimde kararlaştırılması da mümkündür.<sup>316</sup>

Hukukumuzda TBK m. 170 – 176 arasında koşullar başlığı altında düzenlenmiş olan koşul kavramı ilgili kanun kapsamında olayın sonuçlarına göre geciktirici ve bozucu nitelikte olmak üzere iki çeşide ayrılmaktadır. Bu kapsamda bir sözleşmenin hüküm ifade etmesi gerçekleşmesi belirsiz bir olguya bırakılmakta ise geciktirici

---

<sup>309</sup> EREN, age., s. 1289.

<sup>310</sup> EREN, age., s. 1290.

<sup>311</sup> KILIÇOĞLU, age., s. 964-955.

<sup>312</sup> EREN, age., s. 1308.

<sup>313</sup> TAŞKIRAN Derya (2012). Taşınmaz Devrini Amaçlayan Sözleşmeler ve Tapu Sicilindeki Uygulamaları, Çevre ve Şehircilik Bakanlığı, Tapu ve Kadastro Genel Müdürlüğü, Tapu ve Kadastro Uzmanlık Tezi, Denizli, s.63.

<sup>314</sup> EREN, age., s. 1294-1296.

<sup>315</sup> TBK 176/2 uyarınca yasak koşullara dayalı biçimde düzenlenmiş hukuki işlem kesin hükümsüzdür.

<sup>316</sup> KILIÇOĞLU, age., s. 954.

koşul<sup>317</sup>, sözleşme sona ermesi önceden gerçekleşmesi belirsiz bir olguya bırakılmakta ise bozucu koşul<sup>318</sup> bulunmaktadır. Dolayısıyla taraflar bozucu koşul ile hukuksal işlemin hüküm ve sonuçlarının gelecekteki bir olayın gerçekleşmesi halinde ortadan kalkacağını kararlaştırırken geciktirici koşul ile hukuksal işlemin hüküm doğurup doğurmayacağını gelecekteki bir olaya bağlamaktadır.<sup>319</sup>

Geciktirici koşula bağlanan bir borçlandırııcı işlemi barındıran sözleşme taraflar için koşul gerçekleşmeden önce de sözleşmenin yapılmasından itibaren bağlayıcıdır. Dolayısıyla sözleşme yapılması ile tarafları bağlarken hüküm ve sonuçları koşulun gerçekleşmesi ile meydana gelecektir. Bu bakımdan koşula bağlanan alacak hakkı veya borç koşulun gerçekleşmesi anına kadar doğmamaktadır.<sup>320</sup>

Koşula bağlanan bir borç için uygulama alanı bulacak bir diğer hüküm de TBK m.171 ile düzenlenen borçlunun borcun ifasının uygun biçimde yapılmasını engelleyecek her türlü davranıştan kaçınmasına ilişkin yükümlülüğünü konu almaktadır. Bu kapsamda alacaklının alacak haklarını tehlikeye düşüren etkenlere karşı gerekli önlemleri alabilecektir. Nitekim madde gereği koşul gerçekleşmeden önce koşula dair hükümleri zedeleyen tasarruflar da geçersiz kalmaktadır.

Tarafların kararlaştırdıkları koşulun sağlanmasını dürüstlük kuralına aykırı şekilde engellemeye yönelik davranışlarda bulunması koşulun gerçekleşmiş sayılmasına neden olacaktır.<sup>321</sup> Bu konuya ilişkin TBK m.175 kapsamında tarafların koşulun sağlanmasını dürüstlük kuralına aykırılık oluşturacak biçimde engelleyecek hareketlerde bulunması halinde koşulun gerçekleşmiş sayılacağı ve koşulun gerçekleşmesinin dürüstlük kuralına aykırı biçimde sağlanması halinde koşulun gerçekleşmemiş sayılacağı düzenlenmiştir.

Tarafların koşulun gerçekleşmesinin dürüstlük kuralına aykırı şekilde engellenmesinden kaçınma zorunluluğu bulunmakta ise de doktrinde koşulun gerçekleşmesi adına kendi üstün menfaatini feda etmesine yönelik bir yükümlülüğünün

---

<sup>317</sup> TBK m.170

<sup>318</sup> TBK m.173

<sup>319</sup> KILIÇOĞLU, age., s. 951-952.

<sup>320</sup> EREN, age., s. 1301.

<sup>321</sup> Age., s. 1307.

bulunmadığı kabul edilmektedir.<sup>322</sup> Dolayısıyla tarafın kendi üstün menfaatini koruması veya amacına uygun biçimde kullanması nedeniyle koşulun gerçekleşmesini engellemesi dürüstlük kuralına aykırı engelleme yasağı kapsamında değerlendirilmemektedir.<sup>323</sup>

Earn-out mekanizması ile tarafların satıcının ek ödeme alıp almayacağını bağladıkları belirledikleri hedeflere ulaşılması ve eşiklerin aşılması dolayısıyla hedef şirketin gelecekte göstereceği ve henüz tam anlamıyla belirlenmesi mümkün olmayan performansına dayalı olarak yapılan düzenleme bir geciktirici koşul niteliği taşımaktadır.<sup>324</sup>

Belirlenen koşulun hem sözleşmenin taraflarından birinin iradesine hem de çeşitli dış faktörlere bağlı olduğu durumda bu koşulun karma bir nitelikte olduğu belirtilmektedir.<sup>325</sup> Buna göre earn-out kapsamında taraflarca belirlenen geciktirici koşulun üçüncü kişilerin davranışlarına, alıcı ve satıcının faaliyetlerine ve gelecekteki ekonomik gelişmelere de bağlı olduğu göz önüne alındığında bu koşulun karma nitelikte bir geciktirici koşul olduğu da söylenebilmektedir.<sup>326</sup>

TBK m.171 ile borçlu için getirilen kaçınma yükümlülüğü doğrultusunda earn-out ilişkisindeki alıcı yani hedef şirketi devralan tarafın sözleşmede kararlaştırdıkları hedef şirketin performansına ve buna bağlı olarak hedeflere ulaşılması ve belirledikleri ölçütler kapsamındaki eşikleri aşılması ile muaccel olacak earn-out bedelinin ödeme borcunu engellemek amacıyla askı döneminde koşulların aksi faaliyetlerde bulunmaktan kaçınması yükümlülüğü bulunmaktadır.<sup>327</sup>

Koşula ilişkin hükümler değerlendirildiğinde earn-out klotunda düzenlenen geciktirici koşulun özellikle alıcı tarafından kötü niyetli biçimde engellenmesi durumunda da TBK 175 kapsamında düzenlenmiş olan dürüstlük kuralına aykırı bir engellenmenin gerçekleştiği kabul edilmelidir. Alıcının hedef şirketin performansına olumsuz yönde etki edecek davranışlarda bulunması ile hedeflere ulaşılmasını ve

---

<sup>322</sup> Age., s. 1308.

<sup>323</sup> Age., s. 1308-1309.

<sup>324</sup> ATAMER /ALTUNBAŞ SANCAK, age., s. 115-116.

<sup>325</sup> EREN, age., s. 1299.

<sup>326</sup> ATAMER/ ALTUNBAŞ SANCAK, age., s. 115.

<sup>327</sup> Age., s. 121.

eşiklerin aşılmasını engellemesi durumunda koşulun gerçekleştiği kabul edilmeli ve satıcı belirlenen ek ödemeye hak kazanmalıdır.

Sonuç olarak koşula ilişkin hususlar değerlendirildiğinde earn-out kapsamında belirlenen geciktirici koşul ile tarafların earn-out ile ödenecek bedeli hedef şirketin performansına dayalı olarak gerçekleşmesi belirsiz geleceğe yönelik hedef ve eşiklere bağlaması mümkündür. Bu kapsamda earn-out bedelinin muaccel olmasının engellenmesine karşı tarafların sözleşme kapsamında belirleyebilecekleri hükümlerin yanı sıra tarafların koşula ilişkin iradeleri de göz önüne alınmak üzere TBK kapsamında koşula ilişkin hükümlerin de uygulama alanı bulacağı kabul edilebilir.<sup>328</sup>

### 5.3) Atipik Satış Sözleşmesi Niteliği

Earn-out klotunun düzenlendiği pay veya ticari işletmenin malvarlığının devrini kapsayan sözleşmeleri bir sonuca katılmalı satış sözleşmesi niteliğindedir. Özellikleri ele alınmış olan sonuca katılmalı sözleşme kavramının satış işlemi barındırdığı bu sözleşme temel olarak dayandığı satış sözleşmesinden bedelin hedef şirketin performansına dayalı ölçütler oranında ödenmesinin kararlaştırılması ve tarafların iradelerine göre menfaatlerine uygun gördüğü taktirde satıcının yönetimde yer alması ile ortaklık ilişkisine benzer bir yapıya dönüşmesi bakımından ayrıştırmaktadır. Dolayısıyla earn-out sonuca katılmalı satış sözleşmesi olması bakımından bir atipik satış sözleşmesi niteliği taşımaktadır.<sup>329</sup>

Tarafların atipik bir satış sözleşmesini iradelerine ve menfaatlerine uygun biçimde düzenleyebilmesi Borçlar Hukukuna egemen olan sözleşme özgürlüğü ilkesine uygundur.<sup>330</sup> Bu kapsamda TBK m.26 uyarınca tarafların aralarındaki sözleşmenin içeriğini kanunda öngörülen sınırlar içinde kalmak koşuluyla istedikleri gibi belirlemekte özgürdürler. Dolayısıyla kamu düzenine, ahlaka, kişilik haklarına veya

---

<sup>328</sup> ATAMER/ ALTUNBAŞ SANCAK, s. 116.

<sup>329</sup> Age., s. 112.

<sup>330</sup> AYDOĞDU Murat ve KAHVECİ Nalan, Türk Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri Sözleşmeler Hukuku, 3. Baskı, Adalet Yayınevi, Ankara 2017, s.15

emredici hukuk kurallarına aykırılık barındırmadığı sürece tarafların iradeleri doğrultusunda düzenleyecekleri sözleşmeler geçerli olacaktır.<sup>331</sup>

Sözleşme özgürlüğünün bir sonucu olarak tarafların sözleşmenin içeriğini belirleme ve bu doğrultuda sözleşme tipini seçmeye ilişkin bir özgürlüğünün de bulunduğu kabul edilmektedir. Bu bağlamda yasada düzenlenmiş bir sözleşme tipini seçebilecekleri gibi yasada düzenlenmemiş yeni bir sözleşme veya yasada düzenlenmiş olan çeşitli sözleşmelerin farklı özelliklerinin birlikte ele alındığı birleşik bir atipik sözleşme üzerinde anlaşmaları da mümkündür.<sup>332</sup>

Earn-out mekanizmasının düzenlendiği sonuca katılmalı satış sözleşmelerinin de bir atipik satış sözleşmesi olduğu göz önüne alındığında gerek sonuca katılmalı bir sözleşme olması gerekse bir satış sözleşmesi temeline dayanması nedeniyle ilgili sözleşmelerin düzenlendiği hükümlerin tarafların iradelerine uygun düştüğü ölçüde uygulama alanı bulacaktır.<sup>333</sup>

Earn-out yapısının atipik satış sözleşmesi olduğu değerlendirilirken TBK m.207/1 kapsamında satış sözleşmesinin temel öğelerinden sayılan bedelin sözleşmenin yapılması aşamasında belirsiz olmasının asli edimlere ilişkin bir anlaşmanın bulunup bulunmadığına dair şüphe uyandırabilir. Ancak sözleşmenin kurulması anında bedelin belirli bir rakam olarak belirtilmesi gerekli değildir. Taraflar gelecekte ayrıca bir anlaşma gerektirmeksizin rakamı belirleyebileceklerdir.<sup>334</sup>

Satış bedelinin belirlenmesine dair TBK m. 233/1 ve m.234/1 göz önüne alındığında satış bedelinin belirtilmeksizin malın alınacağı kesin olarak bildirilmesi halinde ifa zamanındaki piyasa fiyatı değerlendirmeye alınacağı ve taraflarca satılanın zilyetliğinin alıcıya geçtiğinde borcun muaccel olacağına ilişkin hükmün aksine bir sözleşmenin düzenlenmesi de mümkündür. Bu doğrultuda bedelin ödeme zamanında belirlenmiş olması yeterli görülmekte<sup>335</sup> ve borcun muacceliyet durumu koşulların gerçekleşmesi zamanına ötelenebilmektedir. Nitekim bedelin objektif ölçütlere bağlanması ve

---

<sup>331</sup> TBK m. 27/1 ile kanunun emredici hükümlerine, kamu düzenine, ahlaka veya kişilik haklarına aykırı ve konusu imkânsız sözleşmelerin kesin hükümsüz olduğu düzenlenmektedir.

<sup>332</sup> **AYDOĞDU/KAHVECİ**, age., s. 24-25.

<sup>333</sup> **ATAMER/ALTUNBAŞ SANCAK**, age., s. 113.

<sup>334</sup> **TAŞKIRAN**, age., s. 16.

<sup>335</sup> **EREN**, age., s. 100-101.

dürüstlük kuralına aykırı olmaması şartıyla bir üçüncü kişi tarafından belirlenmesi de mümkündür.<sup>336</sup>

## **6) EARN-OUT MEKANİZMASININ SAĞLADIĞI AVANTAJ VE NEDEN OLDUĞU DEZAVANTAJLAR**

Earn-out mekanizması ile her iki tarafın da hedef şirketin geleceğe yönelik performansına dayalı olarak elde edilecek olan kazanç üzerinde menfaati bulunmaktadır.<sup>337</sup> Ancak düzenlenen earn-out klotuna bağlı olarak hem alıcı hem de satıcı bakımından çeşitli avantaj ve dezavantajlar da söz konusu olmaktadır. Bu bakımdan earn-out ile taraflar arasında anlaşmanın sağlanması, elde edilen avantajların dezavantajlara üstün gelmesi ve risklerin azaltılması ile bir kazan-kazan (win-win) durumu yaratılması mümkündür.<sup>338</sup>

### **6.1) Earn-Out ile Alıcıya Sağlanan Avantajlar**

Earn-out mekanizması ile sağlanan avantajlar alıcı tarafından değerlendirildiğinde birleşme ve devralma işlemlerinde genel olarak var olan fazla ödeme yapılması riskini azaltılması, finansman işlevi ile sürecin başında alıcının yüksek bir ödeme yapmak zorunda kalmaması ve earn-out sürecinde hedef şirket üzerinden elde edeceği kazancı earn-out ödemelerinde kullanabilmesi, satıcının belirli süre boyunca şirketten ayrılmaması kararlaştırılan durumlarda hedef şirketin faaliyet gösterdiği alana ve piyasaya ilişkin satıcının sahip olduğu bilgi birikimi ve tecrübelerinden yararlanabilme şansı olması ve sözleşmeye earn-out klotunun eklenmesini kabul etmesinin satıcının hedef şirkete ve gelecekteki performansına güvenmekte olduğuna ilişkin olumlu bir işaret olarak değerlendirilmesi gibi avantajlar sağlanmaktadır.<sup>339</sup>

#### **6.1.1) Alıcının Fazla Ödeme Yapması Riskinin Azaltılması**

Earn-out mekanizmasının kullanımının alıcı açısından sağladığı esas avantaj daha düşük değerde bir şirket için fazla ödeme yapma ihtimalinin düşürülmesidir. Earn-out kapsamında taraflar başta bir miktar sabit ödemenin yapılması ve bedelin kalanının

---

<sup>336</sup> ATAMER/ALTUNBAŞ SANCAK, age., s. 113.

<sup>337</sup> ATAMER/ALTUNBAŞ SANCAK, age., s. 116.

<sup>338</sup> NÜRK, age., s. 84.

<sup>339</sup> Age., s. 85-86.

hedef şirketin performansına ve gösterdiği gelişime dayalı olarak belirlenen earn-out dönemi içinde veya sonunda ödenmesini kararlaştırmaktadırlar. Böylece hedef şirketin gelişiminin beklenen düzeyde olması ve performansının hedeflenen seviyeye ulaşması durumunda ek ödeme kapsamında bedelin daha yüksek tutulması mümkün kılınırken belirlenen koşulların sağlanamaması halinde alıcının yüksek bir bedel ödemesine gerek kalmamaktadır.<sup>340</sup>

Earn-out ile alıcı ve satıcının belirli bir bedel üzerinde anlaşamaması nedeniyle sözleşmenin meydana gelmesinin tehlikeye düştüğü bir durumda earn-out mekanizmasının uygulama alanı bulması ile alıcının bedele ilişkin aldığı risk azaltılırken tarafların belirli bir bedel üzerinde anlaşamamalarına rağmen sözleşmenin tamamlanmasına yardımcı olmaktadır.<sup>341</sup> Bu durum sözleşme aşamasında tarafların bedel üzerinde anlaşmadıkları konusunda anlaşmaları olarak değerlendirilebilir.<sup>342</sup>

#### **6.1.2) Alıcıya Sağlanan Finansman İmkânı**

Earn-out mekanizmasının işlevleri başlığı altında incelendiği üzere tarafların sözleşme kapsamında earn-out klozu kullanımını tercih ettiği bir işlemde alıcı tüm bedeli baştan ödemek zorunda kalmamaktadır. Bu bağlamda nakit tasarrufu sağlayan<sup>343</sup> alıcının uygun finansman arayışı için fazladan çaba ve zaman harcamak zorunda kalmamaktadır. Böylece alıcının dış finansman gereksiniminin azaltılmakta ve olası dış finansman kullanımı nedeniyle çıkacak faiz gibi ek masraflar da düşürülmektedir.<sup>344</sup>

Başta ödenmesi kararlaştırılan sabit bedelin sonrasında earn-out kapsamında yapılıp yapılmayacağı düzenlenen ek ödemenin gelecekteki bir zamana yayılması veya ötelenmesi ile alıcının kapanış aşamasına ihtiyaç duyduğu nakit miktarı azalmaktadır. Bedelin tamamının baştan ödenmemesi alıcının ötelenen meblağ ile farklı yatırımlarda bulunabilmesine olanak sağladığı gibi gelecekteki ek ödemenin hedef şirketten elde ettiği kâr üzerinden yapılması da mümkün kılınmaktadır.<sup>345</sup>

---

<sup>340</sup> Age., s. 85.

<sup>341</sup> GRÖNLI/HUSSEIN, age., s. 5.

<sup>342</sup> HARRYSON/WUILMART, age., s. 13.

<sup>343</sup> TOLL/ROLINCK, age., s. 107.

<sup>344</sup> TOLL/ROLINCK, age., s. 108.

<sup>345</sup> NÜRK, age., s. 85.

### 6.1.3) Satıcının Bilgi ve Tecrübesinden Yararlanabilme İmkânı

Alıcının earn-out kapsamında yararlanabileceği bir diğer avantaj da satıcının tecrübesi ve bilgi birikiminden yararlanabilmesidir. Özellikle alıcının hedef şirketin faaliyet gösterdiği alana dair yeterli bilgi ve deneyiminin bulunmadığı durumda satıcının deneyimi, bilgisi ve alandaki faaliyetleri doğrultusunda kurmuş olduğu ilişkilerden alıcının da yararlanması söz konusu olmaktadır.<sup>346</sup>

Satıcının hedef şirket bünyesinde kalmaya devam etmesi halinde alıcının yeni bir yönetim kadrosunun bir araya getirilmesine gerek kalmamakta ve bu yönetim kadrosunun şirkete ve şirketin faaliyetlerine ilişkin bilgi ve deneyimine dair endişe duymasını gerektiren bir husus bulunmamaktadır.<sup>347</sup> Bu bakımdan earn-out kapsamında düzenlenen bedeli elde etmek isteyen satıcının da şirketin yönetimine olumlu etkiye bulunmasıyla hedef şirketin performansını artırması yönünde eş yönlü bir menfaat bulunduğu da belirtilebilir. Bu şekilde alıcı hem kilit kadroyu elinde tutabilmenin hem de earn-out ödemesine yönelik bir motivasyonun faydalarından yararlanabilmektedir.<sup>348</sup>

### 6.1.4) Satıcının Şirketin Performansına Güvenine İlişkin Bir İşaret

Earn-out mekanizmasının kararlaştırılması satıcının hedef şirketin geleceğe yönelik performansına ilişkin duyduğu güvenin bir işareti olarak da değerlendirilebilmektedir. Satıcının sözleşmede earn-out yapısının düzenlenmesini kabul etmesi alıcıya hedef şirketteki kapanış tarihinden sonraki bir döneme kalan faaliyetlere dayalı olarak meydana gelen sonuçların olumlu olacağına ve şirketin gelişmesine güven duyduğu yönünde bir sinyalin verilmesini sağlamaktadır.<sup>349</sup>

Satıcı earn-out kapsamında şirketin gelecekteki performansının sonuçlarına earn-out ödemesi kapsamında katılacak ve ilgili risklere ortak olacaktır. Bu durum alıcının fazla bedel ödeme riskine dair duyduğu çekimserliğin ve hedef şirketin değerine ilişkin şüphelerinin azalmasında da etkili bir unsur niteliğindedir.

---

<sup>346</sup> NÜRK, age., s. 85.

<sup>347</sup> NÜRK, age., s. 86.

<sup>348</sup> HARRYSON/WUILMART, age., s. 13.

<sup>349</sup> ATAMER/ALTUNBAŞ SANCAK, age., s. 104.

Satıcının alıcı ile karşılaştırıldığında hedef şirketin durumuna ve geleceğine dair daha fazla bilgiye sahip olduğu göz önüne alındığında earn-out ile yüksek bir bedel elde edebileceğine güvenmeyen bir satıcının bu mekanizmanın kullanılmasını kabul etmesi mümkün değildir. Bu bakımdan hedef şirkete dair sahip olduğu veriler doğrultusunda sözleşmeye earn-out klotunun eklenmesi hakkında anlaşılan satıcının şirkete güven duyduğu fikriyle alıcının şirkete daha pozitif bir algı ve güvenle yaklaşması söz konusu olmaktadır.<sup>350</sup>

## **6.2) Alıcının Dezavantajları**

Earn-out mekanizması ile fazla ödemeye ilişkin risk azaltılmakta ise de devralma işlemine dayalı bir yatırımda genel olarak alıcının hedef şirketin değerine göre fazla ödeme yapması riski bulunmaktadır. Özellikle kapanış aşamasında ödenen bedelin sabit kısmının yüksek tutulması bu konudaki riski arttırmaktadır.<sup>351</sup>

Alıcı için earn-out kapsamında değerlendirilebilecek bir diğer dezavantaj da satıcının şirket bünyesinde kalmaya devam etmesi halinde satıcının yönetime katılmasına ilişkin düzenlenen hükümler nedeniyle hedef şirketin kontrolüne bütünüyle sahip olamaması olarak gösterilebilir.<sup>352</sup>

Satıcının yönetime etki ettiği ve şirketin faaliyetlerine ilişkin çeşitli kararlarda kapanış sonrasında da etkili olmaya devam etmesi nedeniyle alıcının hedef şirkette sağlamayı planladığı entegrasyon doğrultusundaki adımların gecikmesi riski gündeme gelebilmektedir.<sup>353</sup>

Satıcının hedef şirket yönetimine katılmasının alıcı için problem yaratabilecek bir unsur olarak değerlendirilmesinde etkili bir diğer neden de satıcının hedef şirketin performansının yüksek tutulmasına destek olmasında sağlanması gereken bir motivasyon faktörünün bulunması olarak gösterilebilir.<sup>354</sup>

---

<sup>350</sup> TOLL/ROLINCK, age., s. 108.

<sup>351</sup> NÜRK, age., s. 86.

<sup>352</sup> ATAMER/ALTUNBAŞ SANCAK, age., s. 116.

<sup>353</sup> Age., s. 117.

<sup>354</sup> NÜRK, age., s. 87.

### 6.2.1) Alıcının Hedef Şirketin Kontrolünü Tek Başına Sürdürememesi

Earn-out döneminde satıcının hedef şirket üzerinde hala söz hakkında sahip olması alıcının kontrolü tek başına sürdürmesini engellemektedir Her ne kadar hedef şirketin yönetiminin ve karar almaya ilişkin yetkilerin büyük bölümü kapanış aşaması ile alıcıya geçmiş olsa da satıcının kapanış sonrasında hedef şirket üzerinde hala bir miktar kontrolünün bulunması alıcı ve satıcı arasında uyuşmazlıklara sebep olabilmektedir.<sup>355</sup>

Satıcının kapanış sonrasında hedef şirketten ayrılması durumunda alıcının ayarlanabilir bedel üzerinde etkili olabilecek manipülasyonlarda bulunması riskinin önlenmesi amacıyla satıcının earn-out döneminde hedef şirkette kalmaya devam etmesi veya alıcıya yönetim biçimine ve ölçütlerine ilişkin sınırlamaların getirilmesi durumunda alıcının yönetsel özgürlüğü kısıtlanmaktadır. Bu halde alıcı tarafından verilen kararların uygunluğu ve yönetiminin satıcının da değerlendirmesine neden olmaktadır. Dolayısıyla taraflar arasında sürekli bir koordinasyonun sağlanması da bir zorunluluk olarak gündeme gelmektedir.<sup>356</sup>

Özellikle alıcının yeni bir ülke pazarında veya alanda çalışmaya başlaması gibi durumlarda sıklıkla görülen satıcının yönetime katılması durumuna yönelik düzenlemelerin şirketin kârlılığına ve faaliyetlerine ilişkin veya ürünlerin satışına yönelik kararlarda satıcının da onayının alınması gerekliliğine neden olabilmektedir.<sup>357</sup>

Alıcının tek başına kontrolü elde edememesinin sonucunda satıcının özellikle earn-out bedeline yönelik operasyonel hedefleri ile satıcının hedef şirketin gelişimine yönelik stratejik hedeflerinin birbiriyle uyuşmaması riski bulunmaktadır. Bu bağlamda satıcının earn-out hedeflerine ulaşabilmek adına geliştirme masraflarını düşürerek kâra bağlı bir ölçütün sağlanmasını tercih ederken alıcının aleyhine olarak hedef şirketin geleceğe yönelik performansını feda etme eğilimi gösterebilmektedir.<sup>358</sup>

---

<sup>355</sup> NÜRK, age., s. 86.

<sup>356</sup> TOLL/ROLINCK, age., s. 110.

<sup>357</sup> ATAMER/ ALTUNBAŞ SANCAK, age., s. 116.

<sup>358</sup> NÜRK, age., s. 86-87.

### 6.2.2) Satıcının Katılımı Nedeniyle Uzayan Entegrasyon Süreci

Tarafların birleşme ve devralmaları strateji<sup>359</sup> olarak tercih etme nedenlerinden biri de sinerji faktöründen yararlanabilmektir. Bu bağlamda sinerji iki öge veya faktörün değeri veya performansının kombinasyonu ile ayrı ayrı elde edilebilecek sonuçlardan daha fazlasının<sup>360</sup> elde edilebilmesini sağlayan bir etki olarak açıklanabilir.<sup>361</sup> Dolayısıyla alıcının hedef şirket bünyesinde bu sinerjiden yararlanabilmeyi hedeflemesi olağandır.

Sinerji faktöründen yararlanmak isteyen alıcı hedef şirketin sahip olduğu diğer şirket veya şirketlerle entegrasyon sürecinin mümkün olan en kısa sürede tamamlanmasını tercih etmektedir. Ancak bu şirketlerin entegrasyonunun aksine earn-out klotunun düzenlendiği bir sözleşmede belirlenen dönem boyunca hedef şirketin performansına ilişkin finansal verilerin etkilenmemesi amacıyla şirketlerin ayrı tutularak hesaplamaların yapılması tercih edildiği<sup>362</sup> için alıcı bakımından entegrasyon sürecinin uzaması nedeniyle oluşan bir dezavantaj söz konusu olmaktadır.

Satıcının yönetime katılmadığı halde bile earn-out dönemi boyunca hedef şirketin alıcının diğer şirketlerinden ayrı biçimde ve faaliyetlerinin genellikle sözleşmede kararlaştırıldığı üzere geçmiş uygulamalar doğrultusunda yönetilmeye devam edilmesi başlı başına bir entegrasyon sorununu meydana getirmektedir. Dolayısıyla earn-out kapsamında belirlenen hedefler sağlanarak koşullar tamamlanmadan önce entegrasyonun sağlanması da mümkün olmamaktadır.<sup>363</sup>

### 6.2.3) Satıcının Motivasyon Eksikliği

Satıcının kendi menfaatini sağlamak amacıyla alıcı aleyhine hareket etmemesinin sağlanması da earn-out mekanizmasının getirdiği bir diğer zorluk olarak değerlendirilebilir. Mekanizma kapsamında belirlenen hedeflerin sağlanması sonucunda

<sup>359</sup> İYİT Bülent, Milletlerarası Özel Hukukta Ticaret Şirketlerinde Birleşmeler ve Devralmalar, Platon Plus Yayıncılık, 1.Baskı, 2022, İstanbul, s. 40-41.

<sup>360</sup> URAN Emrah, Amerika Birleşik Devletleri Rekabet Hukuku Teori ve Uygulama, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2019, s.494-495.

<sup>361</sup> EKİM Hakan (2020). The Impact of Acquisitions on Stock Prices of Target Companies: An Empirical Evidence From Turkey, İstanbul Bilgi University Institute of Social Sciences, Financial Economics Master's Degree Program, İstanbul, s.,13.

<sup>362</sup> HARRYSON/ WUILMART, age., s. 13-14.

<sup>363</sup> ATAMER/ALTUNBAŞ SANCAK, age., s. 117.

satıcının da daha yüksek bir bedel elde edecek olması nedeniyle menfaatlerin aynı yönde olması desteklenmekte ise de satıcının earn-out döneminde belirlenen koşulların sağlanarak elde edebileceği ek ödemeye odaklı bir faaliyet biçimi benimsemesi alıcı için bir risk faktörü haline gelebilmektedir.

Satıcının şirket yönetiminde yer almayı sürdürmesi veya sözleşme doğrultusunda bazı kararlarda onayının alınması ya da belirli katılım yetkilerinin bulunması kararlaştırılan anlaşmalarda earn-out ödemesinin şirketin performansına bağlanması nedeniyle satıcı üzerindeki başarı baskısı artmaktadır. Bunun gibi satıcının şirketin yönetimine yönelik yetkileri ve yönetim biçimi sözleşmeyle belirlendiği şekilde sınırlandırılmakta olup tam bir hareket özgürlüğüne sahip olamamaktadır. Bu unsurların da etkisiyle satıcının hedef şirketin gelişimine katkıda bulunmak ve geleceğe yönelik fayda sağlamak konusunda ve genel olarak motivasyonunun düşmesi ihtimali bulunmaktadır.<sup>364</sup>

Özellikle earn-out ödemesinin hedef şirketin performansının yıllık net kâr gibi bir ölçüte bağlı olması halinde satıcı araştırma ve geliştirmeler için gerekli harcamaları ertelemeye ilişkin bir eğilime sahip olabilmektedir. Satıcının kısa vadede earn-out ödemesine hak kazanmasını sağlamak amacıyla kısa vadede satışları arttıracak nitelikte indirim ve kampanyalar tercih etmesi gibi sebepler hedef şirket hakkındaki uzun vadeli beklentilerin bozulmasına da neden olabilmektedir.<sup>365</sup>

Satıcının hedef şirketin kısmi de olsa kontrolünde kalmaya devam etmesi nedeniyle etkili olduğu kararlara earn-out hedeflerinin sağlanmasını alıcının ve hedef şirketin önemli menfaatlerine tercih etmesi riski satıcının alıcı menfaatine uygun hareket etmesine yönelik bir motivasyonunun korunması bakımından karşılaşılan zorluk alıcı bakımından bir dezavantaja neden olabilmektedir.<sup>366</sup>

#### **6.2.4) Earn-Out Yapısı Nedeniyle Alıcıya Yüklenen Bazı Yükümlülükler**

Satıcının earn-out mekanizması kapsamında sözleşme ile alıcıya çeşitli davranış yükümlülükleri yüklemesi mümkündür. Böylece hedef şirketin devredilmesine rağmen

---

<sup>364</sup> TOLL/ROLINCK, age., s. 111.

<sup>365</sup> TOLL/ROLINCK, age., s. 109.

<sup>366</sup> NÜRK, age., s. 87.

henüz alacağı bedelin tamamını elde edememiş olan satıcının alması çeşitli koşullara ve ölçütlere dayalı olarak belirlenmiş earn-out bedeline yönelik alıcının meydana getirebileceği manipülasyonlardan korunması öngörülmektedir.<sup>367</sup>

Alıcıya yüklenecek davranış yükümlülüklerin sözleşme kapsamında belirli biçimde düzenlenmediği durumlarda alıcının yükümlü olmaya devam edeceği değerlendirilen hususlardan bazıları satıcının bilgi alma hakkı doğrultusunda bilgi verme yükümlülüğü<sup>368</sup> ve daha önce açıklandığı üzere earn-out klozlarının koşula bağlı bir sözleşme niteliği taşıması nedeniyle alıcının koşulun gerçekleşmesine kadar olan süreçteki kaçınma yükümlülüğü olarak belirtilebilir. Bu çerçevede alıcının mümkün olan en elverişli sonucu almaya ilişkin bir yükümlülüğünün bulunup bulunmadığı da ayrıca değerlendirilmelidir.<sup>369</sup>

Earn-out mekanizmasının kabul edildiği bir sözleşmenin tarafı olan alıcının yükümlülüklerinin değerlendirilmesinde hukukumuzda kıyasen yararlanılabilecek bazı hükümler mevcuttur. Bu kapsamda earn-out klozunun koşula bağlı olması bakımından koşulun gerçekleşmesinin dürüstlük kuralına aykırı biçimde engellenmesine karşı düzenlenen TBK m.171 ve m.175'in, sonuca katılmalı sözleşme olması açısından özellikle satıcının kapanış sonrasındaki earn-out döneminde hedef şirketin yönetiminde herhangi bir yetkisinin kararlaştırılmadığı durumlar öncelikli olmak üzere tarafların iradelerine ve duruma uygun olması halinde vekaletle ilişkin hükümlerin ve yine sonuca katılmalı sözleşmenin tarafları arasında adi ortaklık benzerin bir yapı kurulması bakımından uygun düştüğü ölçüde TBK m.620 ve devamındaki maddeler kapsamında düzenlenen adi ortaklığa ilişkin hükümlerin kıyasen uygulanmasının mümkün olduğu belirtilmektedir. Öte yandan adi ortaklığa ilişkin hükümlerin kıyasen uygulanması konusunda doktrin ve Yargıtay bünyesinde sonuca katılmalı sözleşmelerde ortaklık iradesi unsurunun sağlanmaması nedeniyle ortaklık iradesi<sup>370</sup> ile ortak bir amaca ulaşmak<sup>371</sup> için birlikte çabalama iradesinin bulunmaması veya ancak zarara katılma<sup>372</sup>

<sup>367</sup> ATAMER/ALTUNBAŞ SANCAK, age., s. 119.

<sup>368</sup> AKIN Zekeriya, Limited Şirketlerde Payın Devri, 1.Baskı, Seçkin Yayıncılık, Ankara 2023, s.105.

<sup>369</sup> ATAMER/ALTUNBAŞ SANCAK, age., s.119-126.

<sup>370</sup> Sonuca katılmalı sözleşmelerde ortak amaca ulaşma çabasının ve ortaklık iradesinin bulunmadığına ilişkin; Y.3.HD. 02.10.2012, E. 2914/3156, K. 2014/7037

<sup>371</sup> Sonuca katılmalı sözleşme ve adi ortaklığın ortak amaç unsuru bakımından ayrıldığına ve sonuca katılmalı ödünç sözleşmesinde, kâra katılmalı sonuç sözleşmesinde de benzer durumun söz konusu

unsurunun bulunması halinde adi ortaklık ilişkisinin kabul edilebileceğine ilişkin görüşler bulunmaktadır.<sup>373</sup>

Alıcının yükümlülüklerini yerine getirmesinde kullanılacak özen ölçüsünün belirlenmesi de ayrı bir değerlendirme konusudur. Bu kapsamda sonuca katılmalı sözleşmede kârı yaratacak tarafın belirli bir iş görme borcu altında ve basiretli bir vekile göre değerlendirilecek sadakat ve özen ölçütüne<sup>374</sup> uygun biçimde hareket etmesi gerektiği kabul edilmektedir.<sup>375</sup> Yine alıcının özen ölçütünün belirlenmesinde tacir olmanın hükümleri<sup>376</sup> kapsamında düzenlenen basiretli bir iş adamı gibi hareket etmesi gerekliliği de bu konuda göz önüne alınabilir.<sup>377</sup> Bunun gibi yönetim kurulu üyeleri ve yönetimde görevli kişilerin özen ve bağlılık yükümlülüğü<sup>378</sup> kapsamında tedbirli bir yönetici özeni göstermeleri ve şirketin menfaatlerini dürüstlük kuralına uygun biçimde gözetmeleri gerekmesi hususu da bu bağlamda değerlendirilebilir.<sup>379</sup>

Özen ölçüsünün belirlenmesinde iş adamı kararı ilkesinin (business judgment rule) kullanılabileceği görüşündeki *Atamer/Sancak*, alıcının emredici hükümlere ve şirket esas sözleşmesine uygun olmak üzere gerekli bilgilerin edinmesi ve makul olasılıkları değerlendirmesi ile iyiniyetli kararları sonucunda meydana gelebilecek olumsuz sonuçlardan sorumlu olmaması gerektiğini belirtmektedir.<sup>380</sup>

İş adamı kararı temelde ABD’de mahkeme kararları doğrultusunda meydana gelmiş, yönetim kurulu üyelerinin göstermesi gereken özenin ölçüsünün

---

olduğunu belirtilerek, ödünç verenin amacının ortak bir amaç için çaba gösterilmesi değil şahsi sermayesine iyi bir gelirin elde edilmesine yönelik olduğuna ilişkin; Y. 3.HD. 10/12/2014, E. 2015/11269, K.2015/19675

<sup>372</sup> Sonuca katılmalı sözleşmelerde ortak amaç ve ortak amaca yönelik birlikte çalışma unsurunun bulunmamasının yanı sıra adi ortaklıktan ayrılan bir diğer özellik de zarara katılma yönünden incelenmektedir. Buna göre ortaklığa salt emeğini koyan ortak dışında hiçbir ortağın zarardan muaf tutulamayacağından adi ortaklığın varlığının kabul edilebilmesi için bütün ortakların hem kâra hem de zarar katılmaları söz konusu olmalıdır. İlgili karar; Y. 3. HD. 01.11.2016, E. 2015/17444, K. 2016/12349

<sup>373</sup> *ATAMER/ALTUNBAŞ SANCAK* s. 114-116.

<sup>374</sup> *BOZKURT* Tamer, Şirketler Hukuku, 14.Baskı, Yetkin Yayınları, Ankara 2022, s.550-551.

<sup>375</sup> *ATAMER/ALTUNBAŞ SANCAK*, s.120-122.

<sup>376</sup> *ŞENER*, Oruç Hami, Ticari İşletme Hukuku Ders Kitabı, Gözden Geçirilmiş 2.Baskı, Seçkin Yayıncılık Ankara 2020, s. 188-196

<sup>377</sup> TTK m.18/2 uyarınca her tacirin ticari faaliyetlerinde basiretli bir iş adamı gibi hareket etmesi gerekmektedir.

<sup>378</sup> *AKIN* Zekeriya, age., s.78.

<sup>379</sup> TTK m. 369/1 ile düzenlenen yönetim kurulu üyeleri ve yönetimle görevli üçüncü kişilerin özen ve bağlılık yükümlülüğü esas alınabilir.

<sup>380</sup> *ATAMER/ALTUNBAŞ SANCAK*, age., s. 125.

belirlenmesinde ve yöneticilerin sorumluluklarının azaltılmasında kullanılan kurallar bütününü belirtmek için kullanılmaktadır.<sup>381</sup>

İş adamı kararının uygulanması için kararın ticari bir karar olması, özel menfaatlerden bağımsız ve iyiniyetle verilmiş olması, kararın gerekli bilgi donanımına sahip olunması sonucunda ve özen yükümlülüğüne uygun verilmiş olması gerekmektedir. Bu şekilde verilen kararlarda yöneticilerin görevlerini ihmal etmeleri söz konusu olmamakla birlikte beklenenden farklı gerçekleşebilecek gelişmelerden sorumlu olmayacakları kabul edilmektedir.<sup>382</sup>

Alıcının yükümlülüklerine aykırı davranması halinde alıcının kusuruna bağlı olmak üzere earn-out ödemesinde meydana gelen azalmanın satıcıya ödenmesi gerekliliği<sup>383</sup> ve koşulun dürüstlük kuralına aykırı biçimde engellenmesi<sup>384</sup> halinde koşulun gerçekleştiğinin kabul edilerek satıcının ödemeye hak kazanması söz konusu olmaktadır.<sup>385</sup>

#### **6.2.4.1) Alıcının Bilgi Verme Yükümlülüğü**

Sonuca katılmalı bir sözleşme niteliği taşıyan earn-out mekanizmasının taraflarının hedef şirketin performansına, hedeflere ulaşıp ulaşamadığına ve earn-out yapısına yönelik hesaplamalara ilişkin bilgi alma taleplerinin bulunması olağandır.<sup>386</sup>

Taraflar earn-out mekanizmasında ele alınan bedelin belirsiz yapısı nedeniyle earn-out ödemesinin hesaplanmasında kullanılan finansal verilere ulaşmak ve bu konuda hedef şirketin durumunu gösterir çeşitli finansal raporları inceleme ve onaylama hakkına sahip olmayı tercih ederler.<sup>387</sup>

Alıcının kapanış sonrasında satıcının katılımı kararlaştırılmış olan sözleşmeler de dahil olmak üzere alıcının yönetimi devralmakta olduğu göz önüne alındığında satıcı

---

<sup>381</sup> DOĞRUSÖZ Hanife, Banka Yönetim Kurulu Üyeleri Hakkında Açılan Şahsi Sorumluluk Davasında “Business Judgment Rule / İş Adamı Kararı” İlkesinin Uygulanabilirliği Sorunu, Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi, C. 15, S. 1-2 (2009), s.185-190, s.185.

<sup>382</sup> DOĞRUSÖZ, age., s. 186-188

<sup>383</sup> ATAMER /ALTUNBAŞ SANCAK, age., s. 126-127

<sup>384</sup> ESİN, age., s. 480; Yazar koşulun sağlanmasına kötü niyetle müdahale etme unsurunun değerlendirilmesinde koşula bağlı yükümlülüğü üstlenen tarafın ilgili davranışının koşulun gerçekleşmemesi ile bir nedensellik bağının bulunması gerekliliği olduğunu belirtmektedir.

<sup>385</sup> TÜRKİYILMAZ, age., s. 62

<sup>386</sup> ATAMER/ALTUNBAŞ SANCAK, age., s. 125

<sup>387</sup> EGAN/WARD, age., s. s.8

earn-out döneminde hedef şirketin ve earn-out hesaplamalarına ilişkin finansal verilere sahip olan alıcıya güvenmek zorunda kalabilmektedir. Bu durumda satıcı alıcının kendisine sunduğu verilerin doğruluğunu teyit edebilme hakkı olduğu TMK m.2 uyarınca düzenlenen dürüstlük kuralı kapsamında değerlendirilebilir.<sup>388</sup>

Alıcıya yüklenen bilgi ve hesap verme yükümlülüğü temelinde ağırlıklı olarak alıcının verilere etki etmesine karşı satıcının korunması fikri bulunmakla birlikte özellikle satıcının yönetime katıldığı durumlarda hedef şirketin kilit kadrosunda devir öncesi ekibin yer alması halinde alıcının bilgi aldığı bu çalışanların sağladığı bilgi ve belgelerin hatalı veya hileli olduğunu düşünüyorsa bu finansal verilere itiraz etme ve bilgilerin dayandığı finansal ölçümlerin doğrulanmasını talep etme hakkının bulunduğu kabul edilmelidir.<sup>389</sup>

#### **6.2.4.2) Alıcının Kaçınma Yükümlülüğü**

Earn-out mekanizmasının koşula bağlı bir sözleşme niteliğinde olmasının getirdiği sonuçlardan biri de alıcının sözleşmede kararlaştırılmış olan hedeflerin dolayısıyla koşulların gerçekleşmesine dek bu koşulların gerçekleşmesine engel olacak davranışlardan kaçınma yükümlülüğüdür. Dolayısıyla alıcının earn-out döneminde earn-out ödemesinin tam ve gereği gibi yapılmasını engelleyici faaliyetlerde bulunmaması gerekmektedir.<sup>390</sup>

Özellikle satıcının kapanış sonrasında şirketin yönetimine katılmamasının kararlaştırıldığı durumlarda alıcının manipülasyonundan korunabilmek adına sözleşmeye çeşitli kısıtlamalar getirilmesi, bazı kararların satıcının onayına bağlı olmasının kararlaştırılması veya bunlarla ilgili en azından satıcıya danışılması<sup>391</sup> ya da ortak bir iş planının hazırlanması<sup>392</sup> gibi şartlarının eklenmesi tercih edilebilmektedir. Bu gibi hükümlerle kapanış sonrası dönemde satıcının korunması sağlanırken alıcının faaliyetlerinin veya oluşturduğu iş planının aksamaması gibi riskler gündeme gelebilmektedir.

---

<sup>388</sup> ATAMER/ALTUNBAŞ SANCAK, age., s. 126

<sup>389</sup> EGAN /WARD, age., s. s.8

<sup>390</sup> ATAMER/ALTUNBAŞ SANCAK, age., s. 121

<sup>391</sup> NÜRK, age., s. 71-72

<sup>392</sup> ATAMER/ALTUNBAŞ SANCAK, age., s. 119

#### 6.2.4.3) Alıcının İyiniyetli ve Dürüst İş Yapma Zımnî Yükümlülüğü

Sözleşme çerçevesinde alıcıya açıkça veya zımnî olarak yüklenen yükümlülüklerin sınırları farklı kapsamlarda değerlendirilebilmektedir. Bu konuda özellikle earn-out mekanizmasının kabul edildiği anlaşmalarda ABD mahkemelerinde görülen davalarda alıcının iyiniyetli olma ve dürüst iş yapmaya ilişkin bir zımnî yükümlülüğü bulunduğu kabul edilmekle<sup>393</sup> birlikte bu zımnî yükümlülüğün kapsamının ve sınırlarına ilişkin farklı yorumlar yapılmaktadır.

Alıcının iyiniyet ve dürüst iş yapmaya dair yükümlülüğünün değerlendirildiği davalardan olan *O'Tool v. Genmar Holdings, Inc.* kararında<sup>394</sup> mahkeme sözleşmede tarafların kararlaştırdığı earn-out dönemine dair alıcının davranışlarını kısıtlayan veya yönlendiren herhangi bir hüküm bulunmamasına yani açıkça düzenlenmiş olmamasına rağmen alıcının eylemlerinin satıcının earn-out ödemelerini alması için belirlenen hedeflerin gerçekleştirilmesini engelleyici bir nitelik taşıması nedeniyle alıcının bu konuda bulunan zımnî yükümlülüğünü ihlal ettiği sonucuna varmıştır.<sup>395</sup> Ancak bu zımnî yükümlülüğün tarafların üzerinde açıkça anlaşıldığı sözleşme hükümlerine aykırı olarak uygulanmasının da mümkün olmayacağı göz önünde bulundurulmalıdır.<sup>396</sup>

Olayda bir tekne imalat start-up'ının ülkenin en büyük tekne üreticilerinden biri olan O'Tool tarafından satın alındığı sözleşmede taraflar belirlenen kriterlerin sağlanması halinde ön ödemenin iki katını aşan bir earn-out ödemesi yapılacağına dair anlaşma sağlanmıştır. Ancak belirlenen hedeflere ulaşılamaması nedeniyle kararlaştırılan earn-out ödemesinin yapılmaması üzerine satıcı taraf dava açmıştır. Mahkeme hedef şirketin satın alınmasının hemen ardından ürünlerin adlarının değiştirilmesi, earn-out hesaplamasına dahil edilmemiş bazı ürünlerin satışına öncelik vermesi, hedef şirketin alıcının başka bir ürün grubunun tasarım ve üretim maliyetlerini üstlenmesine neden olması, bazı ürünlerin durdurulması ve satıcının hedef şirket üzerinde gerekli olan kontrolü elde etmesinin sağlanmaması nedenlerine dayanarak alıcının earn-out klotunun ruhundaki satıcıya earn-out ödemelerinin en yüksek şekilde

<sup>393</sup> ATAMER/ALTUNBAŞ SANCAK, age., s. 122.

<sup>394</sup> *O'Tool v. Genmar Holdings, Inc.* (10th Cir. 2004).

<sup>395</sup> THE M&A JOURNAL, age., s. 4.

<sup>396</sup> FUCCI Frederick R., Arbitration in M&A Transactions: Laws of New York and Delaware Part II, S.24, Dispute Resolution Journal, Vol.71 No.3 (2016), s.26-27

elde etmesi için bir adil bir imkân verilmesi gerekliliğinin yerine getirilmediği kanaatine varmıştır. Nitekim alıcının sayılan davranışlarını yükümlülük ihlali olarak değerlendiren mahkeme satıcı lehine tazminat kararı verirken alıcının yer edinmeye başlamakta olan bir rakibin piyasadan çıkarılması gibi dürüst olmayan amaçlar veya gizli niyetlerle hareket etmiş olduğuna ilişkin deliller üzerinde de durmuştur.

Mahkemenin alıcının üstlendiği dürüst iş yapma ve iyiniyetli olma zımni yükümlülüğüne ilişkin *O'Tool* kararının gerekçesine de dayanılarak benzer yönde verilen bir diğer karar da *Hodges v. Medassets Net Revenues*<sup>397</sup>, *LLC* kararıdır. Mahkeme *O'Tool* davasından farklı olarak sözleşme ile satıcıya yönetimde bir kontrol hakkı verilmemesine rağmen *O'Tool* kararının gerekçesinin temel alınarak alıcının earn-out kapsamında değerlendirilmeyen yeni ürünler geliştirerek hedef şirketin sözleşmelerini bu ürünlere yönlendirmesi nedeniyle sözleşmede bu tür faaliyetlerin yasaklanmasını konu alan açık bir hüküm bulunmamasına rağmen iyiniyetli davranma ve dürüst iş yapma yükümlülüğünün ihlal edildiği yönünde karar vermiştir.<sup>398</sup> Bu nedenle alıcının sözleşmeye earn-out ile belirlenen hedeflerin sağlamasına yönelik bir sorumluluğunun olmadığına ve hedef şirketin yönetiminde serbestliğe dair hükümlerin eklenmesini tercih etmesi önerilmektedir.<sup>399</sup>

Satıcının earn-out ile elde edeceği ödemelerin ve çıkarlarının korunmasında alıcıya yüklenen zımni yükümlülüğe güvenerek hareket etmemesi ve sözleşmeye kendi menfaatlerini koruyucu nitelikte hükümlerin eklenmesini sağlaması gerekliliği de göz ardı edilmemelidir. Buna örnek olarak gösterilebilecek *Rubin Squared, Inc. v. Camber Corp.*<sup>400</sup> kararında mahkeme satıcı tarafından öne sürülen alıcının zımni yükümlülüklerini ihlal ettiği yönündeki iddiaları reddetmiştir. Mahkeme hedef şirkete yeterli finansmanın ve satıcıya uygun kontrol imkânının sağlanıp sağlanmadığı gibi hususların taraflar arasında uyuşmazlık konusu olmasına rağmen alıcının earn-out ödemelerini ve genel olarak satıcının menfaatlerini engelleyici şekilde hareket ettiğine dair kanıt bulunmadığını belirterek satıcının ihlal iddiasını reddetmiştir. Dolayısıyla mahkeme kararlarında genellikle alıcının earn-out hedeflerinin engellenmesi yönünde

<sup>397</sup> *Hodges v. Medassets Net Revenues, LLC*, (N.D. Ga. 2008).

<sup>398</sup> THE M&A JOURNAL, age., s. 4-5.

<sup>399</sup> THE M & A JOURNAL, age., s. 5.; ATAMER/ALTUNBAŞ SANCAK, age., s.123.

<sup>400</sup> *Rubin Squared, Inc. v. Camber Corp* , (S.D.N.Y. 2007).

aktif davranışlar gösterip göstermediğine dair bir incelemenin yapıldığı ve hedef şirketin satıcının tercih ettiği seviyede desteklenmesi gibi bir sorumluluğu olmadığı değerlendirilmektedir.<sup>401</sup>

Nitekim *Fireman v. News America Marketing In-store, Inc*<sup>402</sup> kararında da satıcının, hiçbir sözleşme kapsamında ele alınmamış konuları kapsayan hedef şirketin ürününün alıcı tarafından yeniden markalanması, şirketteki bazı önemli elemanların çıkarılması ve ürünü ticari fuarlarda tanıtmak üzere kullanmayı reddetmesi nedeniyle zımni yükümlülüğüne aykırı davrandığı iddiasına karşı, mahkeme, alıcının hedef şirkette kasıtlı veya dikkatsiz davranışları sonucunda para kaybına neden olmadığını<sup>403</sup> belirterek alıcının faaliyetlerine ilişkin uyuşmazlığın sofistike iş adamları arasındaki bir strateji anlaşmazlığı olduğu şeklinde yorumlamıştır.<sup>404</sup>

Dolayısıyla satıcının alıcı ile oturduğu pazarlık masasında kendini güvenceye alacak hükümler üzerinde anlaşılmasını sağlamasının kendi sorumluluğu olduğu unutulmamalıdır. Bu bağlamda sözleşmelerde boşluk doldurucu<sup>405</sup> bir nitelikte uygulanabileceği öngörülen alıcının belirtilen zımni yükümlülüklerinin satıcının sözleşmeye ekmediği hükümlerin yerine kendisini korumak için kullanabileceği bir çözüm olarak görülmesi uygun değildir.

Zımni yükümlülüğün boşluk doldurucu niteliği hakkında incelenebilecek olan *Fortis Advisors LLC v. Dialog Semiconductor PLC*<sup>406</sup> kararında satıcının earn-out ödemelerindeki eksiklik nedeniyle dava ettiği alıcının sözleşme kapsamında bir ticari olarak makul en iyi çabayı göstermesi kararlaştırılmakla birlikte zımni yükümlülüğünün ihlali de öne sürülmüştür.<sup>407</sup>

Mahkeme iyiniyet ve dürüst iş yapmaya yönelik zımni yükümlülüğün sözleşmenin taraflarının özellikle bir sözleşme hükmünün düzenlenmediği durumlarda sözleşme ile sağlayacağı menfaatlerin korunması amacıyla makul olmayan veya keyfi

---

<sup>401</sup> The M&A Journal, age. s. 5.

<sup>402</sup> *Fireman v. News America Marketing In-store, Inc.*, U.S. District Court 2009 U.S. Dist LEXIS 91236 (D. Mass. 2009).

<sup>403</sup> DISPUTE RESOLUTION JOURNAL, Vol.71, No.3, s.24.

<sup>404</sup> THE M&A JOURNAL, age. s.5.

<sup>405</sup> DISPUTE RESOLUTION JOURNAL, Vol.71, No.3, s.26.

<sup>406</sup> *Fortis Advisors LLC v. Dialog Semiconductor PLC*, (Del. Ch. 2015).

<sup>407</sup> *EGAN/WARD*, age., s. 12-16.

davranışlarda bulunmaktan kaçınmasını gerektirmesi bakımından uygulama alanı bulacağını belirterek sözleşmede belirli bir çaba seviyesi öngörülmele birlikte çeşitli yükümlülük ve yasakların düzenlenmiş olması nedeniyle alternatif olarak zımni yükümlülüğün uygulanmasını kabul etmemiştir.<sup>408</sup>

Alıcının zımni yükümlülüğünün uygulama alanı bulup bulmayacağının değerlendirildiği kararların yanı sıra yükümlülüğün sınırlarının incelendiği kararlar da bulunmaktadır. Buna göre alıcının iyiniyetli olması ve dürüst iş yapmasının kapsamının alıcının hangi sorumlulukları üstlendiği bakımından değerlendirildiğinde mahkemelerin farklı kararlara varabildiği görülmektedir. Buna göre iyiniyetli olma ve dürüst iş yapmanın dışında ve alıcı bakımından satıcının en elverişli sonucu elde etmesini sağlama amacıyla mümkün olan en yüksek çabayı gösterme ilişkin bir zorunluluğunun bulunup bulunmadığı da değerlendirme konusu olmuştur.

Mahkeme *Winshall v. Viacom Int'l Inc.*<sup>409</sup> kararında satıcının alıcının dağıtım şirketi ile daha düşük bir fiyata anlaşabilmek üzere pazarlık yapması gerekirken earn-out dönemindeki kârın arttırılması için bu masrafın daha düşük tutulabilmesi imkânından yararlanılmadığı ve bu şekilde alıcının zımni yükümlülüğünü ihlal ettiği yönündeki şikayetini reddetmiştir.<sup>410</sup> Taraflar arasında düzenlenen sözleşmede alıcının satıcının earn-out ödemelerinin azami seviyeye çıkarılmasına ilişkin bir yükümlülüğü üstlenmesini konu alan herhangi bir hükmün bulunmadığı olayda, alıcının dağıtım şirketine earn-out döneminde ödenecek ücret hakkında pazarlık yapmayıp earn-out dönemi sonrasında çeşitli avantajlar sağlanması ile dağıtım ücretlerinde indirim sağlanması üzerinde anlaşması söz konusudur.

Satıcının alıcı tarafından earn-out döneminde dağıtım ücretlerinin düşürülmesi amacıyla pazarlık yapılmamasını alıcının iyiniyetli davranma ve dürüst iş yapma yükümlülüğünün ihlali olarak değerlendirilmesi beklentisinin aksine mahkeme alıcının dağıtım şirketiyle indirimin geciktirilmesi yönünde anlaşmasını alıcının aldığı bir iş kararı olarak değerlendirmiştir. Buna göre alıcı bu ticari kararı ile earn-out ödemesini

<sup>408</sup> DISPUTE RESOLUTION JOURNAL, age., s.27.

<sup>409</sup> *Winshall v. Viacom Int'l Inc.*, (Del. 2013)

<sup>410</sup> **EGAN/WARD**, age., s.19.

etkilemiş olsa da mahkeme bu durumu satıcının aleyhine hareket etme amacıyla değil şirketin yönetimine ilişkin verilen kararlardan biri olarak yorumlamıştır.

Mahkemenin verdiği bu karar ile alıcının zımni yükümlülüğü satıcının elde edeceği earn-out ödemelerinin düşürülmesi amacıyla şirket hedeflerinin sağlanmasını aktif olarak engellenmesi yani zarar verilmesi kapsamında değerlendirilmesi gerektiği görülmektedir. Bunun aksine alıcının yükümlülüğünün alıcıya satıcının elde edeceği ödemeleri arttırmak için elinden gelen her şeyi yapmasını gerektirdiği fikrini kabul edilmemektedir.<sup>411</sup> Nitekim kararda zımni yükümlülüğün kapsamının sınırlılığı ve davacıların pazarlık masasında sözleşme ile düzenlemedikleri güvencelerin kendilerine sağlanması amacıyla uygulanamayacağı üzerinde durulmuştur.<sup>412</sup>

Alıcının earn-out ödemelerini engelleme amacı taşımadan gerçekleştirdiği faaliyetlerin zımni yükümlülüğün ihlali olmadığına ilişkin değerlendirilebilecek bir başka karar olarak değerlendirilebilecek *Airborne v. Squid Soap*<sup>413</sup> kararında satıcı, alıcının satın alınan şirketin ürününü pazarlamak için gerekli harcamaları yapmaması nedeniyle iyiniyetli ve dürüst hareket etmediği iddiasında bulunmuştur. Mahkeme bu kararında alıcının kötü niyetle veya keyfi biçimde gerekli harcamaları yapmayı reddedemeyeceğini ve bu şekilde earn-out eşiklerinin sağlanmasını engelleyemeyeceğini belirtmiştir. Ancak olayda alıcının hukuki ve finansal yönden kısıtlandığı bir kurumsal kriz yaşadığı ve kapanış sonrasında hedef şirketle ilgisi bulunmasa da alıcının hedef şirket dahil olmak üzere tüm işlerini olumsuz yönde etkileyen dava ve propagandalar nedeniyle earn-out hedeflerine ulaşamadığı belirlenmiştir.<sup>414</sup> Dolayısıyla sözleşmede pazarlama için ayrılan fonların harcanacağına dair bir hüküm bulunmadığı ve pazarlama harcamalarının yapılmaması ile buna ayrılan fonların kullanılmamasının nedeninin alıcının genel finansal durumuna ilişkin olması da göz önüne alınarak mahkeme beklenmedik olayların meydana gelmesi nedeniyle earn-out hedeflerine ulaşamamasında alıcının kötü niyetle hareket etmesi unsurunun bulunmadığı kararına varmıştır.<sup>415</sup>

<sup>411</sup> ATAMER/ALTUNBAŞ SANCAK, age., s. 123.

<sup>412</sup> DISPUTE RESOLUTION JOURNAL, s.26.

<sup>413</sup> *Airborne v. Squid Soap* (2009) (Del. Ct. Ch.).

<sup>414</sup> DISPUTE RESOLUTION JOURNAL, s.34.

<sup>415</sup> THE M&A JOURNAL, age., s.5.

Alıcının kapanış sonrasında üzerinde kontrol sağladığı hedef şirketin yönetiminin earn-out dönemi boyunca satıcı için en elverişli sonucu dolayısıyla en yüksek earn-out bedeli elde etmesini sağlayacak şekilde sürdürülmesi gerekip gerekmediği konusu genel olarak alıcının taraflarca sözleşmede düzenlenmemiş ise yalnızca zımni yükümlülük çerçevesinde en yüksek çabayı göstermeye ilişkin bir yükümlülüğünün meydana gelmediği şeklinde değerlendirilmektedir.<sup>416</sup>

Örneğin, alıcının zımni yükümlülüğünün satıcının alacağı potansiyel bedeli en yüksek miktara çıkaracak biçimde davranma zorunluluğu getirmediğine hükmeden Delaware mahkemeleri, *American Capital Acquisition Partners LLC v. LPL Holdings*<sup>417</sup> kararında alıcının müzakereler aşamasında görüşülen ancak sözleşmede herhangi bir hükümle yer verilmeyen teknolojik uyarlamaların hedef şirketin potansiyelinin earn-out hedeflerinin gerçekleştirilmesinde yeterli olması için gerekli görülmesine rağmen yapmaması nedeniyle iyiniyetli olma ve dürüst iş yapma yükümlülüğünün ihlal edildiğini kabul etmemiştir.<sup>418</sup>

### 6.3) Earn-Out Yapısı ile Satıcıya Sağlanan Avantajlar

Tarafların earn-out yapısını kararlaştırmalarında alıcı kadar satıcının da menfaati bulunmaktadır. Earn-out ile öncelikle satıcının şirketi hakkında hedeflediği işlemi yapabilmesi ve fiyat anlaşmazlıkları yüzünden sözleşmenin tamamlanamaması riskine karşı bir çözüm sağlanmaktadır. Alıcının earn-out klotlarını kabul eden bir satıcının şirketine güven duyduğu algısı ile sözleşmeye daha pozitif yaklaşması sözleşme aşamasındaki müzakerelerin ve karşılıklı şartların ve beklentilerin karşılanması anlamında olumlu rol oynamaktadır. Bu sırada satıcının hedef şirketin performansına dayalı olarak başta sabit bir bedel olarak alabileceğinden fazlasını elde etme ihtimali bulunmaktadır.<sup>419</sup>

Earn-out döneminde satıcının hedef şirket yönetiminde kaldığı durumlarda hem şirketin faaliyetlerindeki çeşitli yetkileri nedeniyle etki edebilme imkânı bulması<sup>420</sup> hem

<sup>416</sup> ATAMER/ALTUNBAŞ SANCAK, age., s. 123.

<sup>417</sup> *American Capital Acquisition Partners LLC v. LPL Holdings*, (Del. Ch. 2014).

<sup>418</sup> ATAMER/ALTUNBAŞ SANCAK, age, s. 123; alıcının hedef şirketin kaynak ve gelirinin bir alıcının başka bir bağlı iştirakine aktarmasını zımni yükümlülüğün ihlali olarak kabul etmiştir.

<sup>419</sup> NÜRK, age., s. 87-88.

<sup>420</sup> NÜRK, age., s. 87.

de şirketin performansı ve earn-out ödemelerinin hesaplanmasında gerekli verilere rahatlıkla ulaşabilmesi gibi unsurlar da satıcının kendi menfaatlerini koruyabilmesi bakımından değerlendirildiğinde de önemli avantajlar sağlamaktadır.

### **6.3.1) Alıcı ile Bir Sözleşme Kapsamında Anlaşmanın Sağlanması**

Bir devir işleminin taraflarının iradeleri doğrultusunda bir sözleşme üzerinde anlaşabilmeleri için hedef şirkete ilişkin çeşitli unsurların değerlendirilmesi ve özellikle şirketin değerine dair görüş ve beklentilerinin en azından sözleşmeyi tamamlayacak ölçüde uyumuşması gerekmektedir.

Tarafların hedef şirketin değerinde ele aldığı ölçütler, aralarındaki bilgi asimetrisi veya değerlemeye ve hedef şirketin geleceğine ilişkin görüş farklılıkları gibi faktörlerin etkisiyle sözleşmenin tamamlanamaması ve tarafların karşılıklı yarar sağlayabilecekleri bir anlaşmanın sağlanamamasına neden olmaktadır.<sup>421</sup>

Earn-out mekanizması ile tarafların değerini tam olarak belirlenememesinden doğan anlaşmazlıklarının sözleşmeyi engellememesi ve taraflar için kabul edilebilir esnek bir bedel üzerinde anlaşarak bedelin netleşeceği geleceğe yönelik koşullara bağlanması ile sürecin devam etmesi mümkün kılınmaktadır. Alıcının başta yüksek bir ödeme yapmaması ve hedef şirketin gerçek potansiyeline göre bedel belirlenebilmesi doğrultusunda fazla ödeme riskine karşı güvende olması da süreci sürdürmeye dair daha yüksek bir motivasyona sahip olmasını sağlamaktadır.

Sonuç olarak, earn-out ile satıcının alıcıların hedef şirkete ilişkin şüpheleri ve olumsuz görüşleri nedeniyle veya devralma işlemi öncesi dönemde çeşitli nedenlerle iyi performans gösterememiş ancak satıcının geleceğe yönelik iyi sonuçlar vadettiği görüşüne sahip olduğu bir şirketin alıcı bulması kolaylaşmaktadır. Bu bağlamda satıcının earn-out klotu ile şirketinin performansına güvendiği sinyalini vermesi ve geleceğe yönelik risklerin bir kısmını üstlenmeyi kabul etmesi gibi etmenler de alıcı yelpazesini genişletebilmektedir.<sup>422</sup>

---

<sup>421</sup> GRÖNLI/HUSSEIN s.5.

<sup>422</sup> TOLL/ROLINCK, age., s 110-111.

Genzyme Corporation'un Sanofi S.A tarafından satın alındığı işlemde taraflar Genzyme'in değerlemesine ilişkin farklı görüşlere sahiptilerdi.<sup>423</sup> Genzyme daha önce Cerezyme ve Fabrazyme ürünlerine ilişkin üretim aşamasında bazı sorunlarla karşılaşmış ve bu sorunlar değerlemesi üzerinde negatif bir etkiye sebep olmuştu. Genzyme yönetimi bu sorunları aştığına ve Lemtrada isimli geliştirme aşamasındaki ilacın yüksek kâr sağlama potansiyeline sahip olduğu görüşünderken Sanofi ürünün kâr getiri potansiyeli ve geçmiş sorunların çözülmesi yönünde satıcı kadar pozitif bir bakış açısına sahip değildi.<sup>424</sup>

Hedef şirketin değeri konusunda anlaşılamayan tarafların farklı bakış açılarına ortak bir yol sağlanması amacıyla bedelin earn-out mekanizması ile düzenlenmesi sonucunda ilk adımda kapanış aşamasında hisse başına belirlenen bir miktar nakit ödemenin ardından ikinci adımda kapanıştan sonra belirlenen dönemde hedef şirket Genzyme'in kararlaştırılan hukuki ve finansal hedefleri sağlaması halinde ödenecek bir koşullu ödeme üzerinde anlaşarak sözleşmeyi tamamlamayı başarmışlardır. Bu şekilde Genzyme'in beklentileri karşıladığı ölçüde koşullu ödemeye konu miktar artış gösterecektir. Aksi halde ise Sanofi tarafından fazladan bir ödeme yapılmayacaktır. Dolayısıyla bedelin tam olarak belirlenmesinin gelecekteki bir tarihe ertelenmesi tarafların değerlemeye ilişkin görüş ayrılıklarına rağmen sözleşmeyi tamamlamasına yardımcı olmuştur.<sup>425</sup>

### **6.3.2) Satıcının Daha Yüksek Bir Bedel Elde Edebilme İmkânı**

Earn-out ile hedef şirketin performansının yüksek olması durumunda satıcının elde edebileceği bedelin herhangi bir fiyat ayarlama mekanizmasının tercih edilmemiş olmasına kıyasla daha yüksek olması avantajı bulunmaktadır. Nitekim her ne kadar earn-out dönemindeki entegrasyonun daha problemlili olacağı öngörülmekteyse de devralma ile hedef şirket ve alıcının diğer şirketleri ile elde edilecek sinerji unsuru da hedef şirket için belirlenen earn-out hedeflerinin sağlanmasında olumlu bir etkiye sahip olmaktadır.<sup>426</sup>

---

<sup>423</sup> ATAMER/ALTUNBAŞ SANCAK, age., s 104.

<sup>424</sup> QUINN, age., s 129.

<sup>425</sup> QUINN, age., s 129-130.

<sup>426</sup> NÜRK, age., s 87.

Satıcının hedef şirketin devrinde earn-out klorlarının düzenlenmesini kabul etmesi ile alıcıya şirketin potansiyeline güvendiği mesajını vermesi, alıcının şirket hakkındaki incelemelerinde şirketin başarı potansiyelinin ve dolayısıyla değerinin daha yüksek olduğu yönünde bir görüşe sahip olması da mümkündür. Şirketin değerinin alıcı tarafından daha yüksek tahmin edilmesi ise daha yüksek bir bedelin alıcı tarafından da kabul görmesi anlamına gelmektedir. Bu bağlamda earn-out mekanizmasının kullanımı şirketin bedelinin daha yüksek tutulmasını sağlayabilmektedir.<sup>427</sup>

Kapanış sonrasında satıcının şirkette yönetimde etkili olmaya devam ettiği bir anlaşmada şirketin faaliyetlerine ve genel anlamda yönetimine yönelik yetkileri ile earn-out hedeflerinin sağlanmasında, hedef şirketin potansiyelinin açığa çıkarılmasında ve performansının artırılmasında destek olarak earn-out ödemeleri kapsamında kendi alacağı bedelin artmasında da rol oynayabilmektedir. Böyle bir durumda şirkette faaliyet göstermeye devam eden satıcının şirket bünyesinde çalışmaya devam etmesi nedeniyle earn-out döneminde belirli bir maaş alması da ayrı bir kazanç olarak belirtilebilir.<sup>428</sup>

#### **6.4) Satıcının Dezavantajları**

Satıcının da earn-out mekanizması nedeniyle karşılaşabileceği dezavantajlar bulunmaktadır. Earn-out ile hedef şirketin beklenen performansı gösterememesine ilişkin riski alıcı ile paylaşan satıcının earn-out dönemi boyunca belirlenen hedeflere ulaşamaması veya eşiklerin aşamaması durumunda tarafların sözleşme ile kararlaştırdıkları hükümler doğrultusunda earn-out ödemelerini eksik alması veya ek bir ödeme alamaması gibi riskler gündeme gelebilmektedir.

Alıcının earn-out döneminde satıcıya yapacağı ödemelerde güçlük veya likidite sıkıntısı yaşaması da satıcının mekanizma kapsamında baştaki bir miktar ödemenin ardından kalan ödemenin sürece yayılması nedeniyle meydana gelebilecek bir sorundur.

Satıcı adına earn-out ile meydana gelen bir diğer dezavantaj da özellikle kapanış sonrasında alıcının kontrolüne geçen hedef şirketin iş planının, finansal faaliyetlerinin ve earn-out ödemesinde esas alınacak finansal verilerinin alıcının manipülasyonuna uğraması sonucunda satıcının elde etmesi gereken toplam bedelin azaltılması riskidir.

---

<sup>427</sup> TOLL/ROLINCK, age., s 111.

<sup>428</sup> NÜRK, age., s 87-88.

#### 6.4.1) Satıcının Beklentisinden Daha Düşük Bir Bedel Elde Etmesi Riski

Earn-out mekanizmasının kullanıldığı bir sözleşmede satıcının kapanış aşamasında ödenen bedelin bir kısmı dışında kalan miktara ilişkin alacağının hedef şirketin geleceğe yönelik performansına bağlı olarak belirlenmesi sonucunda hesaplama farklarının da kullanılmasıyla sağlanan manipülasyonlardan veya doğrudan şirketin performansından kaynaklanan ya da alıcının ödeme güçlüğüne dayanan çeşitli nedenlerle tahmin ettiği bedele ulaşamaması ihtimali de bulunmaktadır.

Genel olarak herhangi bir fiyat ayarlama mekanizmasının kullanıldığı anlaşmalarda tarafların hesaplamalarının birbiriyle örtüşmemesi nedeniyle uyumsuzlukların doğması muhtemeldir. Bu nedenle earn-out gibi bir fiyat ayarlama mekanizmasının kullanılmasında tarafların esas alınacak ölçütlerin belirlenmesinde manipülasyonlara karşı dayanıklı ve hataya yer bırakmayan<sup>429</sup> nitelikte olmasına dikkat edilmesi, hesaplama kriterleri ve yöntemleri, muhasebe ilkeleri gibi faktörleri net biçimde kararlaştırması ve sözleşmeyi bu doğrultuda açık ve detaylı şekilde düzenlemeleri earn-out sürecinde çeşitli manipülasyonların meydana gelmemesi için önemlidir.<sup>430</sup>

Gerek şirketin performansının satıcının tahmin ettiği seviyeden düşük kalması gerekse alıcının çeşitli nedenlerle sözleşme kapsamında satıcıya yapılması kararlaştırılan ek ödemeleri yapamayacak durumda olması gibi sebeplerle satıcının beklentilerine uygun bir bedeli elde edememesi riski gündeme gelmektedir. Bu durumda satıcı earn-out klotunun alıcıya sağladığı finansman işlevinin riskini üstlenmektedir.<sup>431</sup>

Mekanizmanın alıcıya sağladığı kimi avantajların satıcı açısından dezavantaja dönüşmesi de mümkün olabilmektedir. Alıcının kısa vadeli bir bakış açısı ile baştaki düşük nakit gereksinimini ve klotların finansman işlevi nedeniyle işlemin likidite kaynağı olarak değerlendirmesi nedeniyle gereklerini karşılayamayacağı bir sözleşmenin tarafı olmaktan çekinmemesi halinde sözleşmenin kurulmasında destekleyici nitelikteki mekanizma alıcının vadesi gelen ödemelerini yapamaması halinde satıcının almayı hak ettiği earn-out ödemelerini alamaması veya şirket

<sup>429</sup> TOLL/ROLINCK, age., s 109.

<sup>430</sup> NÜRK, age., s 72.

<sup>431</sup> TOLL/ROLINCK, age., s 111.

performansının alıcının finansal durumundan olumsuz etkilenmesi riski gündeme gelmektedir.<sup>432</sup>

#### **6.4.2) Hedef Şirketin Alıcının Manipülasyonuna Uğraması**

Satıcının kapanış sonrasında kontrolü elde eden alıcının earn-out ödemelerini düşürmek için gerçekleştirebileceği çeşitli manipülasyonlara maruz kalması riski bulunmaktadır. Özellikle tarafların kapanış sonrasında satıcının alıcı ile birlikte şirket bünyesinde faaliyet göstermeye devam etmeyeceğini kararlaştırdığı durumlarda alıcı hedef şirketin tüm sorumluluklarını ve kontrolünü almaktadır. Dolayısıyla satıcının hedef şirketin yönetiminde ve earn-out döneminde etkisi kalmamaktadır. Satıcının hedef şirket üzerinde bir hakkının ve sorumluluğunun olmadığı bu halde alıcının earn-out dönemi boyunca ödeme yapılmamasını sağlamak amacıyla şirketin verilerini manipüle ederek kararlaştırılan ölçütler bakımından yetersiz gösterilmesi eğilimi gösterebilmektedir.<sup>433</sup>

Alıcı taraf manipülasyona neden olan faaliyetleri kapsamında hedef şirketin finansal çıktılarının etkilenmesine neden olacak farklı yöntemler kullanabilmektedir. Kapanış sonrasında kontrolü elde eden alıcı earn-out ödemelerini azaltmak amacıyla sahip olduğu diğer şirketlerin finansal verilerinin earn-out hesaplamalarına dahil edilmemesinden yararlanarak hedef şirketin bazı iş fırsatlarını bu şirketlere yönlendirerek hedef şirketin kârını daha düşük gösterebilir. Bunun gibi hedef şirketten diğer şirketlerine ürünlerin piyasa fiyatının altında gönderilerek kârın düşük tutulması da mümkündür. Alıcının hedef şirkette sağlayacağı gelişim ve performans artırıcı etkileri earn-out dönemi sonrasında kalmak üzere çeşitli yatırım ve geliştirme harcamaları yapması da earn-out bedeli hesaplamalarında etki olacak manipülasyon yöntemlerindendir.<sup>434</sup>

Alıcının şirketin önemli bölümlerini satması, faaliyet gösterilen alanı veya muhasebe ilkelerini değiştirmesi, yüksek meblağda dış borçlanma yoluna gitmesi, birleşme, bölünme veya tür değiştirme gibi yapısal değişikliklerin gerçekleştirmesi, şirketin performansında önemli bir rol oynayan çalışanların işten çıkarılması gibi

<sup>432</sup> HARRYSON/WUILMART, age., s 14.

<sup>433</sup> NÜRK, age., s 71.

<sup>434</sup> NÜRK, age., s 72-73.

faaliyetleri de hedef şirketin kârlılığına etkili olabilecek niteliktedir. Alıcının bu gibi davranışlarla bedeli manipüle etmesine engel olunarak satıcının korunması amacıyla sözleşmeye earn-dönemi boyunca bu gibi faaliyetlerin engellenmesine, satıcının onayının aranmasına veya alıcının işlemleri sonucunda kârın azalması nedeniyle oluşan kaybın satıcının alacağı earn-out ödemesine eklenmesi düzenlenebilmektedir.<sup>435</sup>

---

<sup>435</sup> ATAMER/ALTUNBAŞ SANCAK, age., s 118-119.

## SONUÇ

Birleşme ve devralma işlemleri her ne kadar titizlikle düzenlenmesi ve yürütülmesi gereken süreçleri beraberinde getiren yöntemler olsalar da bu stratejiyi tercih eden şirketlere uluslararası alanda sermaye gücü sağlamasının yanında yeni iş kurmanın güçlüklerinden<sup>436</sup> ve sürece bağlı gecikmelerden koruması bakımından oldukça önemli avantajlar sağlamaktadır. Bu şekilde belirli bir pazarda yer alma hedefindeki ortaklar yepyeni bir şirketin temelden kurulması süreciyle uğraşmak yerine var olan ortaklıklarla birleşmek veya bu ortaklıkların devralınması ile ticari hayatın hızlı temposundaki rekabette yerlerini alabilmekte ve kısa sürede öne çıkarak kazançlarını arttırabilmektedir. Dolayısıyla küreselleşmenin de etkisiyle artan rekabette birleşme ve devralmalar şirketler için oldukça fazla tercih edilen büyüme stratejileri haline gelmiştir.

Birleşme ve devralma işlemlerinde en önemli ve uygulamada en çok sorun çıkan hususlardan biri de tarafların bedel üzerinde anlaşmasıdır. Devralan-alıcının genellikle hedef şirketten veya dış faktörlerden kaynaklanan sebeplerle değerlemeye ilişkin görüşleri bedelin daha düşük olduğu yönündeyken devreden-satıcının hedef şirketin potansiyeline olan güveni daha yüksek olduğu görülmektedir. Bu durumda bilgi asimetrisi gibi nedenlerle meydana gelen tarafların beklentileri arasında bir köprüünün varlığına ihtiyaç duyulmaktadır.

Earn-out mekanizması ile kapanış aşamasında bedelin yalnızca bir miktarı ödenirken taraflar birleşme ve devralma işleminde kapanış aşamasından sonra hedef şirketin göstereceği geleceğe yönelik performansın tarafların belirlediği ölçütlere dayalı olarak hedeflerin sağlanması halinde alıcının satıcıya ek bir ödemede bulunması söz konusu olmaktadır. Böylece hem kapanış sonrası dönem bakımından satıcının yönetime katılıp katılmamasından bağımsız biçimde bir sonuca katılmalı sözleşme niteliği meydana gelmekte hem de belirlenen hedeflerin gerçekleşip gerçekleşmemesi bakımından geciktirici koşula bağlı bir sözleşme özelliği görülmektedir. Bu hususlar bakımından hukukumuzda doğrudan düzenlenmemiş olan earn-out mekanizmasının geciktirici koşula bağlanmış, sonuca katılmalı, atipik bir satım sözleşmesi niteliğinde olduğu söylenebilmektedir.

---

<sup>436</sup> YEŞİLADA Koray, age., s.21-22.

Earn-out mekanizması ile tarafların menfaatleri ve risklerinin karşılıklı dengelenmesi sağlanırken ilgili görüş farklılıkları arasında da bir köprü kurulmaktadır. Bu kapsamda earn-out ile görülen köprü işlevinin yanı sıra alıcıya bedelin ödenmesinde bir finansman imkânı sağlanırken hedef şirketin performansına bağlı beklenen eşiklerin geçilememesi halinde mekanizmanın doğası gereği ötelenen ödeme ile alıcının bir takas imkânı da doğmaktadır. Dolayısıyla earn-out klotları ile köprü, finansman ve takas işlevi gören bir mekanizma düzenlenmektedir.

Earn-out mekanizmasının tercih edilip edilmeyeceğine karar verirken hem hedef şirketin niteliğine hem de alıcıya ve satıcıya sağlayabileceği avantaj ve neden olabileceği dezavantajlara ilişkin bilgi sahibi olmak önemlidir. Bu kapsamda earn-out ile bedelin gelecekte sağlanması ihtimali bulunan koşullara bağlanarak hedef şirketin performansına bağlı olarak gerçek bedelin ortaya çıkması mümkün kılındığından alıcının fazla ödeme yapması riskinden kurtulması sağlanmaktadır. Bunun gibi taraflar arasındaki sözleşmenin düzenlenmesine bağlı olarak alıcının, özellikle ilgili pazara yeni girmişse, satıcının bilgi ve tecrübelerinden yararlanma şansı verilmektedir. Satıcının earn-out düzenlemesini kabul ettiği bir işlemde kendi menfaatlerinin de performansa dayalı koşullara bağlanması nedeniyle hedef şirkete ve potansiyeline olan bir güvenin işareti olarak alıcı için pozitif bir sinyal verilmektedir.

Öte yandan alıcı bakımından earn-out ile meydana gelebilecek çeşitli riskler de söz konusudur. Bu bağlamda sözleşmede kararlaştırılması nedeniyle kapanış sonrasında alıcının hedef şirketi elde etmesine rağmen yönetimini tek başına sürdürememesi veya sözleşmeye bağlı olarak bazı kararlarında satıcının kararına veya onayına bağlı olması durumu meydana gelmektedir. Satıcının kapanış sonrasındaki etkilerinin sürdürülmesi nedeniyle alıcının hedeflediği entegrasyon sürecinin sekteye uğraması ve bu sürecin tamamlanmasının earn-out dönemi sonrasına sarkması ihtimali de bulunmaktadır. Satıcının hedef şirket üzerinde etkili olmaya devam ettiği durumda satıcının temel amacının alıcıya benzer şekilde earn-out mekanizmasının kurgulanmasında ana işlev olan kazan-kazan durumunun yaratılması olması gerekirken earn-out bedelinin elde edilmesi olursa süreçteki motivasyon eksikliği de şirketin yönetiminde ve performansında olumsuz etki yaratma riski taşımaktadır. Nitekim satıcının earn-out bedelinin elde edilmesi amacıyla kısa dönemde yüksek kâr potansiyeli olan ancak hedef

şirketin ve alıcının menfaatlerinin uzun dönemde aleyhine sonuçlar doğurabilecek faaliyetlere eğilim göstermesi de bu çerçevede değerlendirilebilir.

Alıcıya yüklenen yükümlülükler de earn-out mekanizmasının tercih edilmesinde alıcı bakımından çekimser bir etki yaratabilir. Bu bağlamda alıcının satıcı ile girdiği adi ortaklık benzeri yapı nedeniyle kapanış sonrası yönetimine geçtiği hedef şirkete ait başta finansal veriler olmak üzere satıcının bilgi alma hakkı kapsamındaki bilgi ve belgelerin satıcıya sunulmasına ilişkin bir yükümlülük üstlendiği öngörülmektedir. Bilgi verme yükümlülüğünün yanı sıra alıcının, hedef şirketin belirlenen koşulları sağlamasını ve satıcının earn-out bedeline ulaşmasını engelleyici her türlü davranıştan kaçınması yükümlülüğü bulunmaktadır. Ancak alıcının earn-out hedeflerine ulaşılmasına engel olmamasına ilişkin yükümlülüğünün varlığı kabul edilmekle birlikte en elverişli sonucun alınmasını dolayısıyla satıcının maksimum earn-out bedelini elde etmesini sağlama gibi bir yükümlülüğü bulunmadığı kabul edilmektedir. Bunun gibi belirlenen koşulların gerçekleşmesini sağlamak amacıyla alıcının kendi menfaatlerini feda etmesi de beklenemeyecektir. Dolayısıyla alıcının iyiniyetli davranma ve dürüst iş yapmaya yönelik bir yükümlülüğü bulunmaktadır.

Earn-out mekanizması ile satıcıya da çeşitli avantajlar sağlanmaktadır. Bu kapsamda satıcı, sabit bir bedel üzerinde anlaşmasındansa değişken bir bedel üzerine, potansiyeline güvendiği hedef şirketin göstereceği performansa yani gelecekteki olaylara bağlı olarak bedelin belirlenmesini tercih edecektir. Özellikle hedef şirketin değerinin belirlenmesine ilişkin geçmişten gelen veya piyasa koşullarından kaynaklanan dezavantajları bulunuyorsa earn-out mekanizması sayesinde bedele ilişkin riskler olabildiğince azaltıldığı için satıcının alıcı bulması kolaylaşmaktadır.

Öte yandan satıcı bakımından hedef şirketin satıcının beklediği performansı gösterememesi sonucunda beklediğinden daha düşük bir bedeli kabul etmek zorunda kalması riski de gündeme gelmektedir. Earn-out hedeflerinin gerçekleştirilememesinde tek sebep hedef şirket performansına da dayanmayabilmektedir. Alıcının manipülasyonuna uğrayan finansal veriler ile değerlendirilen ölçütlerin de satıcıyı zarara uğratma riski bulunmaktadır. Bu nedenle tarafların karşılıklı menfaatlerini güvenceye almak için riskleri değerlendirmesi ve gerekli kuralları sözleşmeye eklemesi gerekmektedir.

Earn-out mekanizmasının düzenlenmesinde tarafların kendilerini güvenceye alabilmeleri adına öncelikle her işlem özelinde earn-out mekanizmasının uygulanmasının uygun ve gerekli olup olmadığının değerlendirilmesi, uygun ise sözleşme kapsamında düzenlenecek hükümlerin açık, anlaşılır ve detaylı olmasına dikkat edilmesi, alıcının zımni yükümlülüğü çerçevesinde iyiniyetli olma ve dürüst iş yapmasının yargılama aşamasında dar bir biçimde ele alındığının bilincinde olarak koruma için gerekli hükümlerin baştan sözleşmeye eklenmesinin öneminin bilincinde olunması ve earn-out unsurlarının da işlemin özelliklerine uygun olacak biçimde belirlenmesi gerekmektedir. Dolayısıyla taraflar hedef şirketin performansına dayalı olarak yapacakları değerlemede esas alınacak ölçütlerin manipülasyona açık olmamasına ve hedef şirketin gerçek bedelinin tespit edilmesi için yeterli bir sürenin kararlaştırılmasına özen göstermelidirler. Bu bakımdan tarafların hesaplama esas alacakları ölçütlerin fazla kısa veya uzun tutulması sonucunda taraflarca manipülasyona uğraması riskinin bulunduğu da göz önüne alınmalıdır.

Sonuç olarak, earn-out, birleşme ve devralma işlemleri kapsamında taraflarca temel prensibinin tarafların menfaatlerinin aynı yönde olmasını sağlamak, risklerini dengelemek ve beklentileri arasında köprü işlevi görme üzere bir kazan-kazan sisteminin kurulması olduğunun anlaşılması ve sözleşmede buna uygun hükümler doğrultusunda yer almasının sağlanması halinde başarılı olacak olan geleceğe yönelik bir fiyat ayarlama mekanizmasıdır.

## KAYNAKÇA

**AĞAOĞLU** Cahit, Şirket Birleşme ve Devralma İşlemlerinde Tahkim, Seçkin Yayıncılık, Ankara 2016.

**AKDUMAN** Ebru (2010). Milletlerarası Özel Hukukta Hisse Devirleri, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, İstanbul.

**AKGÖL** İzel, Ticari İşletmenin Devri, Ankara 2019.

**AKIN** Zekeriya, Limited Şirketlerde Payın Devri, 1.Baskı, Seçkin Yayıncılık, Ankara 2023.

**ALAEDDİNOĞLU** İdil (2022). Anonim Ortaklıkta Pay Devri Sözleşmesi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara.

**ARKAN** Sabih, Ticari İşletme Hukuku, 27. Bası, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 2021.

**ARICI** Mehmet Fatih, Ticari İşletmenin Aktif ve Pasifi ile Devri, İstanbul 2008.

**ATABAY** Güzin Gizem, İşletmenin Devri, 1.Baskı, Seçkin Yayıncılık, Ankara 2020.

**ATAMER** Yeşim M. ve **ALTUNBAŞ SANCAK** Zahide, Hisse Satım Sözleşmelerinde Sonuca Katılmalı Fiyat Düzenlemeleri (Earn-Out Klozları) – Mukayeseli Bir İnceleme, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, C. Xxxv, S. 3, 2019, s.97-133.

**AYAYDIN** Hasan ve **DAĞLI** Hüseyin, Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Geliştirilen Savunma Taktikleri: Kavramsal Bir İnceleme, Afyon Kocatepe Üniversitesi, İİBF Dergisi, C.XIV, S I, (2012), s.207-230.

**AYDOĞDU** Murat ve **KAHVECİ** Nalan, Türk Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri Sözleşmeler Hukuku, 3. Baskı, Adalet Yayınevi, Ankara 2017.

**BOZKURT** Tamer, Şirketler Hukuku, 14.Baskı, Yetkin Yayınları, Ankara 2022.

**BRÄNNSTRÖM** Charlotte (2019). Corporate Acquisitions The Acquisition Process and Legal Considerations from the Perspective of the Acquiring Party, Lund University, Faculty of Law, Graduate Thesis, Master of Laws Program.

**BUZ** Vedat, Ortaklık Paylarının Devrinde Ayıba Karşı Tekeffül Hükümlerinin Uygulanabilirliği Sorunu, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, Cilt XXXV, Sayı 3, (2019), s. 65-93.

CMS European M&A Study 2023,  
[https://www.advocatie.nl/content/uploads/MA\\_Study\\_2023.pdf](https://www.advocatie.nl/content/uploads/MA_Study_2023.pdf)

**ÇEK** Merve, (2021), Birleşme-Devralma İşlemleri Çerçevesinde “Due Diligence ve Engagement Letter”, İstanbul Medipol Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

**ÇELEBİ** Ali Ergin (2015). Birleşme ve Devralma İşlemlerinden Kaynaklanan Uyuşmazlıklar ve Tahkim, Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.

**ÇELEN** Salih (2020). Gelir Paylaşımli İnşaat Sözleşmesi, İstanbul Ticaret Üniversitesi Dış Ticaret Enstitüsü, Doktora Tezi, İstanbul.

Deloitte, Annual Turkish M&A Review 2023  
<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/tr/Documents/mergers-acquisitions/Annual-Turkish-MA-Review-2023.pdf> , (ET: 27.04.2024).

**DEMİR** Koray, Şirketler Hukuku Temel Bilgileri, 1.Baskı, Lykeion Yayıncılık, Ankara 2023.

**DEMİR** Koray, Ticari İşletmenin Devrinde Yeni Dönem: Eski ve Yeni Sorunlar, İÜHFM C. LXXI, S. 2, (2013), s.103-120.

**DOĞRUSÖZ** Hanife, Banka Yönetim Kurulu Üyeleri Hakkında Açılan Şahsi Sorumluluk Davasında “Business Judgment Rule / İş Adamı Kararı” İlkesinin Uygulanabilirliği Sorunu, Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi, C. 15, S. 1-2 (2009), s.185-190.

**EGAN** Byron F. ve **WARD** Zachary P., Anatomy Of A Deal – Earnouts In M&A Transactions, Jackson Walker LLP CLE Program, 2020.

**EKİM** Hakan (2020). The Impact of Acquisitions on Stock Prices of Target Companies: An Empirical Evidence From Turkey, İstanbul Bilgi University Institute of Social Sciences, Financial Economics Master's Degree Program, İstanbul.

**EREN** Fikret, Borçlar Hukuku Genel Hükümler, Yetkin Yayınları, 25.Baskı, Ankara 2020.

**EROL**, Melih Uğraş, Introduction to Commercial Law, Güncellenmiş 3.Baskı, Seçkin Yayıncılık, Ankara 2019.

**ESİN** İsmail G., Birleşme ve Devralmalar, 5.Baskı, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2020.

**ESKİ** Mehmet (2016). Sermaye Şirketlerinin Sınır Ötesi Devrine Yönelik Pay Satışı, İstanbul Ticaret Üniversitesi Dış Ticaret Enstitüsü, Doktora Tezi, İstanbul.

**FUCCI** Frederick R., Arbitration in M&A Transactions: Laws of New York and Delaware Part II, S.24, Dispute Resolution Journal, Vol.71 No.3 (2016).

**GRØNLI** Jakob ve **HUSSEIN** Taha (2021). Earnouts-Bridging The Gap: Informational Asymmetry and Negotiation Duration in Earnout Transactions, Norwegian School of Economics, Economics and Business Administration, Master's thesis, Bergen.

**GÜNCAN** Atahan, Ticari İşletmenin Devrinde Alacaklının Korunması, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Özel Hukuk Yüksek Lisans Tezleri Dizisi No:2, 1.Baskı, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2018.

**İYİT** Bülent, Milletlerarası Özel Hukukta Ticaret Şirketlerinde Birleşmeler ve Devralmalar, Platon Plus Yayıncılık, 1.Baskı, 2022.

**HARRYSSON** Erik ve **WUILMART** Adam (2022), Estimating The Expected Pay-Out of Earnout Contracts in Private Acquisitions, Master Thesis in Financial Mathematics, KTH Royal Institute of Technology Department of Financial Mathematics, Stockholm, Sweden.

**KAPLAN** İbrahim, Şirketler Hukuku Şirketlerde Yapı Değişikliği (Birleşme, Bölünme, Tür Değiştirme, Malvarlığının Devri Sözleşmeleri), Yetkin Yayınları, Ankara 2021.

**KAVLAK** Bengül, Uluslararası Şirket Birleşmeleri, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2019.

**KAYA** Mustafa İsmail/ **TATLI** Burçak, Ticaret Hukuku-I (Ticari İşletme ve Ortaklıklar Hukuku, Güncellenmiş 4. Baskı, Temel Hukuk Dizisi, Seçkin Yayıncılık, Ankara 2022

**KAYANDAN** Esra, Birleşme ve Devralmalarda İnceleme Prosedürü, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2023.

**KILIÇOĞLU** Ahmet M., Borçlar Hukuku Genel Hükümler, Genişletilmiş 21. Bası, Turhan Kitabevi, Ankara 2017.

**KOCAER** Şenol, Şirket Yeniden Yapılandırmaları, Güncellenmiş ve Genişletilmiş 3. Baskı, Seçkin Yayıncılık, Ankara 2015.

**NÜRK** Alexander W., Drafting Purchase Price Adjustment Clauses in M&A Guarantees, Retrospective and Future Oriented Purchase Price Adjustment Tools, Hamburg 2009.

**ORAL** Murat (2020). Gelir Paylaşımı İnşaat Sözleşmesi, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara.

**ÖZ**, M. Turgut, Limited Ortaklıkta Pay Kavramı ve Payın Devri, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası, C.52, S. 1-4 (2011), s.345-386.

**ÖZŞAHİN** Ahmet Baybars, Türk Borçlar Kanunu M. 202 Kapsamında Ticari İşletmenin Pasiflerinin Devrinde Müteselsil Sorumluluk Düzenlemesinin Değerlendirmesi ile Kefil ve Kefaletin Durumu, Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. XXV, S.2, (2021), s. 311-339.

**QUINN** Brian JM, Putting Your Money Where Your Mouth Is: The Performance of Earnouts in Corporate Acquisitions, University of Cincinnati Law Review, Vol. 81, Issue 1, Article 3 (2013), s.127-172.

**SARIKAYA** Sinan, Kooperatiflerin Katıldığı Birleşmelerde Kanunların Çatışmasından Doğan Sorunlar ve Uygulanacak Hükümlerin Tespiti, Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi C.5, S. 2 (Aralık 2019), s. 222-242.

**ŞENER**, Oruç Hami, Ticari İşletme Hukuku Ders Kitabı, Gözden Geçirilmiş 2.Baskı, Seçkin Yayıncılık Ankara 2020.

**TAŞDELEN** Nihat, 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu’nun Anonim Ortaklık Pay Devrine Getirdiği Sınırlamalar, Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Prof. Dr. Hakan Pekcanıtez’e Armağan, C. 16, Özel Sayı 2014(Basım Yılı: 2015), s. 3351-3387.

**TAŞKIRAN** Derya (2012). Taşınmaz Devrini Amaçlayan Sözleşmeler ve Tapu Sicilindeki Uygulamaları, Çevre ve Şehircilik Bakanlığı, Tapu ve Kadastro Genel Müdürlüğü, Tapu ve Kadastro Uzmanlık Tezi, Denizli.

**THE M&A JOURNAL**, Earn-outs in M&A Transactions Key Structures and Recent Developments, Volume 10 Number 10, 25 Prospect Drive, Yonkers, NY 10705, s.1-8

**TOLL** Christian, **ROLINCK** Jan-Philipp, Earn-outs to bridge gap between negotiation parties – curse or blessing?, Managerial Economics, Vol. 18, No. 1, (2017), s. 103–116.

**TOPUZ** Murat, Ticari İşletmenin Devrinde Tasarruf İşlemlerine İlişkin Şekil Sorunu (İsviçre Birleşme Kanunu (Fusionsgesetz: FusG) ve Alman Hukuku Perspektifinde), Dergipark Cilt: 18 Sayı:2 (2012), s.19-80.

**TSAO** Adam, Pricing Mechanisms In Mergers And Acquisitions: Thinking Inside The Box, University of Pennsylvania Journal Of Business Law, Vol. 18:4, s.1233-1260.

**TÜRE** Murat, Anonim Şirkette Pay ve Payın Devri, 1.Baskı, Dora Basım-Yayın, Antalya 2023.

**TÜRKKAN ULUDAĞ** Esra (2019). Stok Değerleme Yöntemlerinin Mali Tablolara Etkisi, Tekirdağ Namık Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Tekirdağ.

**TÜRKYILMAZ** İsmail, Anonim Ortaklıklar Hukukunda Pay Satış Sözleşmeleri Ekseninde Satıcının Beyan ve Tekeffülleri, 1. Baskı, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2021.

**URAN** Emrah, Amerika Birleşik Devletleri Rekabet Hukuku Teori ve Uygulama, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2019.

**YALINCAK** Özlem (2019). Gelir Paylaşımına Dayalı İnşaat Sözleşmeleri, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara.

**YENİOCAK** Umut (2013). Gelir Paylaşımına Dayalı İnşaat Sözleşmesi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, İstanbul.

**YEŞİLADA** Koray, Rekabet Hukukunda Birleşme ve Devralmaların Denetlenmesi ve Sonuçları, Seçkin Yayıncılık, Ankara 2024.

**ZEVKLİLER** Aydın/**GÖKYAYLA** Emre, Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, 16. Bası, Turhan Kitabevi Yayınları, Ankara 2016.

## **Yararlanılan Mevzuat**

5411 sayılı Bankacılık Kanunu, RG Sayısı: 25983, Yayımlandığı Resmî Gazete Tarihi: 1/11/2005.

5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu, RG Sayısı: 26205, Yayımlandığı Resmî Gazete Tarihi: 21/6/2006.

6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu, RG Sayısı: 27836, Yayımlandığı Resmî Gazete Tarihi: 4/2/2011.

6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu, RG Sayısı: 27846, Yayımlandığı Resmî Gazete Tarihi: 14/2/2011.

6183 sayılı Amme Alacaklarının Tahsili Usulü Hakkında Kanun, RG Sayısı: 8469, Yayımlandığı Resmî Gazete Tarihi: 28/7/1953.

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, RG Sayısı: 28513, Yayımlandığı Resmî Gazete Tarihi: 30/12/2012.

Özelleştirme Yoluyla Devralmaların Hukuki Geçerlilik Kazanabilmeleri İçin Rekabet Kurumuna Yapılacak Ön Bildirimlerde ve İzin Başvurularında Takip Edilecek Usul ve Esaslar Hakkında Tebliğ (Tebliğ No: 2013/2).

Rekabet Kurulundan İzin Alınması Gereken Birleşme ve Devralmalar Hakkında Tebliğ (Tebliğ No: 2010/4).

Ticaret Sicili Yönetmeliği, RG No: 28541, Yayımlandığı Resmî Gazete Tarihi: 27/1/2013.

## **Mahkeme İctihatları**

Airborne v. Squid Soap (2009) (Del. Ct. Ch.).

American Capital Acquisition Partners LLC v. LPL Holdings, (Del. Ch. 2014).

Fireman v. News America Marketing In-store, Inc., U.S. District Court 2009 U.S. Dist LEXIS 91236 (D. Mass. 2009).

Fortis Advisors LLC v. Dialog Semiconductor PLC, (Del. Ch. 2015).

Hodges v. Medassets Net Revenues, LLC, (N.D. Ga. 2008).

O'Tool v. Genmar Holdings, Inc. (10th Cir. 2004).

Rubin Squared, Inc. v. Camber Corp , (S.D.N.Y. 2007).

Winshall v. Viacom Int'l Inc., (Del. 2013).

Y. 3. HD. 01.11.2016, E. 2015/17444, K. 2016/12349.

Y.3.HD. 02.10.2012, E. 2914/3156, K. 2014/7037.

Y. 3.HD. 10/12/2014, E. 2015/11269, K.2015/19675.

## ÖZGEÇMİŞ

2016’da kayıt olduğu Yaşar Üniversitesi Hukuk Fakültesi’nden 2021 yılında mezun oldu. Lisans öğrenimi sırasında bir dönem boyunca Erasmus+ Öğrenim Hareketliliği Programı dahilinde burslu olarak gittiği Valensiya Üniversitesi’nde eğitim gördü. Bunun yanı sıra lisans sürecinde Malta ve İngiltere’de dil eğitimi alma şansı buldu.

Lisans öğreniminden mezun olduktan sonra İzmir Barosu bünyesinde yasal stajını tamamlayarak ruhsatını elde etti. Bu sırada 2021 yılında kayıt olduğu Türk-Alman Üniversitesi Sosyal Bilimler Fakültesi Özel Hukuk Anabilim Dalında yüksek lisans yapmaya başladı. Yüksek lisans sürecinde burslu olarak Almanya’da Erasmus+ Staj Hareketliliği Programı’na katılma imkânı buldu.

Bu dönemde ise ‘Birleşme ve Devralma İşlemlerinde Geleceğe Yönelik Bir Fiyat Ayarlama Mekanizması Olarak Earn-Out Klozları’ başlıklı yüksek lisans tez çalışmasına devam etmektedir.