

**კაპიტალურ საზოგადოებათა სტრუქტურაში  
ფუნდამენტური ცვლილებების განხორციელება  
კორპორაციულ-სამართლებრივ ქმედებათა  
[შექმენა, პერფორმაცია] საფუძველზე**

საკორპორაციო, საბანკო და  
ეკონომიკური სამართლის ინსტიტუტი  
(თსუ, იურიდიული ფაკულტეტი)





**კაკიტალურ საზოგადოებათა  
სტრუქტურაში ფუნდამენტური  
ცვლილებების განხორციელება  
კორპორაციულ-სამართლებრივ  
ქმედებათა (შეძენა, შერწყმა)  
საფუძველზე**

**შედარებით-სამართლებრივი ანალიზი**

საკორპორაციო, საბანკო და  
ეკონომიკური სამართლის ინსტიტუტი  
(თსუ, იურიდიული ფაკულტეტი)

გამომცემლობა „მერიდიანი“

თბილისი 2014



**სამეცნიერო ხელმძღვანელი:**

**ირაკლი ბურდული**

სამართლის დოქტორი, ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტის იურიდიული ფაკულტეტის პროფესორი

**რეცენზენტები:**

**თამარ ჯამბახიძე**

სამართლის დოქტორი, ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტის იურიდიული ფაკულტეტის ასოცირებული პროფესორი; თბილისის სააპელაციო სასამართლოს მოსამართლე

**ეკა ზარნაძე**

სამართლის დოქტორი, თბილისის საქალაქო სასამართლოს მოსამართლე

**გიორგი მახარობლიშვილი**

სამართლის დოქტორი, ასისტენტ-პროფესორი, ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტი

© გამომცემლობა „მერიდიანი“, 2014

© გ. მახარობლიშვილი

ISBN 978-9941-10-858-7



GIORGI MAKHAROBlishvili



# **FUNDAMENTAL STRUCTURAL CHANGES IN CORPORATIONS ON THE BASIS OF CORPORATE AND LEGAL ACTS (MERGERS & ACQUISITIONS)**

**Comparative And Legal Analysis**

Institute for Corporate, Bank-  
ing, and Economic law  
(TSU, Faculty of Law)

Publisher „Meridiani“

Tbilisi 2014



**SCIENTIFIC SUPERVISOR:**

IRAKLI BURDULI

Professor, Doctor, Ivane Javakhishvili Tbilisi State  
University

**REVIEWERES:**

TAMAR ZAMBAKHIDZE

Associate Professor, Doctor, Ivane Javakhishvili Tbilisi  
State University, Judge, Tbilisi Court of Appeals

EKA ZARNADZE

Doctor, Judge, Tbilisi City Court

136.364

**GIORGI MAKHAROBLISHVILI**

Doctor, Assistant Professor,  
Ivane Javakhishvili Tbilisi State University

© Publisher „Meridiani“, 2014

© G. Makharoblishvili

ISBN 978-9941-10-858-7





კორპორაციის სტრუქტურული ფენომენოლოგია ეს არის მისი ეკონომიკური კონსტრუქციის მქონე ელემენტთა კორპორაციულ სამართლებრივ ეკონომიკურ-მარკეტინგული დუალისტური ხასიათის დიფუზიურ ურთიერთ-კავშირთა შერაცხვა სამეწარმეო ურთიერთობად. ურთიერთქმედებათა გააქტიურებას ორგანიზაციული გარდაქმნის პრაქტიცირება უდევს საფუძვლად. კაპიტალის მართვის ორგანიზაციული მეთოდის სისტემურად ფუნდამენტურ ცვლილებებს შორის რეორგანიზაცია „ხელოვნური ქმნილების ეკონომიკური თამაშის“ ბოლო „სვლას“ წარმოადგენს. რეორგანიზაციის საფუძველთა შორის შეძენა/შერწყმა კლასიკური შემთხვევაა იმ მარტივი მიზეზის გამო, რომ კორპორაციული კომბინაციების ეს სახეები (მათი ნაწილი) რეორგანიზაციული ტრანზაქციებია. ისინი თავად წარმოადგენენ რეორგანიზაციას.

სტრუქტურული ცვლილების განხორციელების საფუძვლად, შეძენა/შერწყმის შერჩევის მეთოდურ ბაზისად მათი კომპლექსურობა, კომბინაციათა ნაირსახეობა და სპეციფიკური საკორპორაციო/საგადასახადო საწყისები იქცა. შეძენა/შერწყმის სტრატეგიათა გამოყენებით სს-ის სტრუქტურულ ელემენტებში ცვლილებების პრესკრიფცია და პოსტტრანზაქციული შედეგი სხვადასხვა სამართლებრივ ელემენტს შეიცავს. რესტრუქტურისაციის მოტივი ინჰერენტის გარე სამართლებრივი ურთიერთობის, ახალი/დამატებითი ინვესტიციის მოზიდვის ან კაპიტალის დივერსიფიცირებული პორტფოლიოს შექმნის გზების ძიების დაწყების საფუძველს წარმოადგენს. ტრანზაქციის მოტივატორი კომბინაციის შედეგის სინერგიული ეფექტის პერსპექტიული ხედვაა. სინერგიის მიღება შეძენის, ანუ ეკონომიკური რენტაბელობის სამართლებრივ მეთოდთა, შესაძლებლობათა და ინდუსტრიულ-გეოგრაფიული არეალის კონსოლიდაციით მიიღწევა. კომპანიის მიერ სინერგიის, კორპორაციისა და აქციონერთა კეთილდღეობის ზრდის მიღწევისკენ მიმავალ გზაზე სს-ის სტრატეგიულ და ორგანიზაციულ ელემენტთა ცვლილების გარეშე მიზნის მიღწევა, უტოპიურია. სტრუქტურულ ელემენტთა ცვლილება კორპორაციათა აქტივობის პანორამული რეალობის ამსახველია.

სს-ზე შეძენა/შერწყმის კონსტრუქციული ეფექტის სამიზნე კატალოგი მოიცავს ისეთ საკითხებს, როგორიცაა რეორგანიზებულ საზოგადოებაში აქციონერთა უფლებები, მათი დაცვის გენერალური სტრატეგიები, მენეჯმენტის სტრუქტურა და რეკონსტრუქციის შედეგად ჩამოყალიბებული კომპანიის პოსტტრანზაქციული მდგომარეობა.

წიგნში მოცემულია სააქციო საზოგადოების სტრუქტურის შედარებით-სამართლებრივი ანალიზი ქართული და ამერიკული საკორპორაციო სამართლის მიხედვით, რომელიც მკითხველს მიაწვდის სააქციო საზოგადოების თანამედროვე მოწყობისა და სტრუქტურული ელემენტების შესახებ ანალიტიკურ ინფორმაციას.



წინამდებარე ნაშრომი ფართო საზოგადოებისთვის ხელმისაწვდომი ევრო გახდებოდა პროფესორ-მასწავლებლებისა და კოლეგების ინტელექტუალური, ტექნიკური და მორალურ მხარდაჭერის გარეშე. ამ მხრივ, მადლიერების გრძნობით მინდა მოვიხსენიო ჩემი სადისერტაციო ნაშრომის ხელმძღვანელი – ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტის იურიდიული ფაკულტეტის პროფესორი ბატონი ირაკლი ბურდული, რომლის სამეცნიერო რჩევები და კონკრეტულ საკითხებზე მრავალსაათიანი დისკუსიები ნაშრომის შინაარსობრივი მხარის მაქსიმალურად დახვეწასა და სწორად სტრუქტურირებას დაედო საფუძვლად. მადლიერების გრძნობა მინდა გამოვხატო აშშ-ის სამხრეთ ტეხასის სამართლის სკოლის დეკან დონალდ გუტერის, დეკანის მოადგილე ქეითი ბარნეტისა და განვითარებისა და კურსდამთავრებულებთან ურთიერთობის ვიცე-პრეზიდენტ კიმ პარკერის მიმართ, რომელთა დახმარებით 2012 წელს შესაძლებლობა მქონდა მეშუაშეგა ფრედ პარკის ბიბლიოთეკაში, რამაც დისერტაციის გარკვეული ნაწილის იქვე დამუშავება განაპირობა.

მინდა ასევე მადლობა გადავუხადო ჩემს რეცენზენტებს – ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტის ასოცირებულ პროფესორ თამარ ზამბახიძესა და სამართლის დოქტორ ეკა ზარნაძეს, მათ მიერ ცალკეულ საკითხებზე გამოთქმული შენიშვნებისთვის.

დაბოლოს, გულწრფელ მადლიერებას გამოვხატავ ჩემი ოჯახისა და ყველა ადამიანის მიმართ, რომელთა მხარდაჭერის გარეშე დისერტაციაზე მუშაობა და მისთვის სრულყოფილი სახის მიცემა კიდევ უფრო გართულდებოდა.

**ბიორგი მახაროზლიშვილი**

*თბილისი, 2014 წლის მაისი*

## PREFACE



The structural phenomenology of the corporation is reflected in the recognition as the entrepreneurial relationship between the elements of corporation's complex construction and diffusive relationship between the dualist corporate legal and economic-marketing elements of the corporation. Activation of inter-relationships is based on the organizational transformation practices. According to the organizational method of capital management, among the systematically significant changes reorganization is the last "step" in "economic game of artificial creature". Merger-acquisition is the classic case among the reorganization basics for the simple reason that these types of corporation combinations (part of them) are the reorganizational transactions. They themselves are reorganizations.

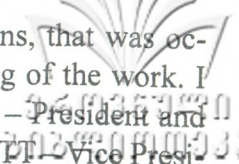
The methodical basis for selection of mergers/acquisitions for the purpose to study the structural changes was their complexity, variety of combinations and specific corporate/tax origins. Prescription of changes in structural elements of Joint Stock Company using the merger-acquisition strategies and the post-transaction result contain different legal elements. Restructuring motive is the basis for starting the process of searching for new ways of legal relationships, attraction of new/additional investment or creation of diversified capital portfolio by the "Inherent". The transaction motivator is the perspective view of synergy effect of combination results. The synergy is achieved by consolidation of legal methods, opportunities and industrial-geographic areas of profitability of purchase. It is utopic to achieve the objectives without changes to the strategic and organizational elements of the Joint Stock Company implemented throughout the process of synergy, efforts directed towards the increase of corporation and shareholder's value. Changes of structural elements are the reflection of panoramic reality of corporation.

The catalogue of constructive effects of the merger-acquisitions for the Joint Stock Company cover such issues as the rights of shareholders in the reorganized society, main strategies for their protection, management structure and post-transaction condition of company established as a result of the reconstruction.

The book is dedicated to the comparative and legal analysis of the Joint Stock Company structural elements by the study of USA and its comparison with Georgian Corporate Law, which provides Georgian readers with the analytical information about the modern structure of the Joint Stock Company.

The following work would not be available for wide range society without my professors-teachers and colleagues intellectual, technical and moral supporting. In this regard, I want to express my deepest appreciation to my dissertation supervisor – IRAKLI BURDULI, Professor of Law of Ivane Javakhishvili Tbilisi





State University for his scientific advices and hourly discussions, that was occasioned me to choose the right path for content and structuring of the work. I would like to express my special thanks to DONALD GUTER – President and Dean of South Texas Collage of Law/Houston, CATHY BURNETT – Vice President, Associate Dean and Professor of Law and Director of the Pro Bono Honors Program and KIM PARKER, Vice President for Development and Alumni Relations, for their warm hospitality and for the opportunity to work in the richest Fred Parks Library in the autumn of 2012, that was conditioned to accomplish some parts of my dissertation.

I would also like to express my thanks to my reviewers – TAMAR ZAMBAKHIDZE, Doctor, Associate Professor of Ivane Javaxishvili Tbilisi State University, Judge of Tbilisi Court of Appeals and EKA ZARNADZE, Doctor, Judge of Tbilisi City Court, for some remarks about certain issues.

Finally, I would like to express my honest appreciation to my family and everyone for crucial role during working process and publishing this book, without which the following dissertation would have met more difficulties to complete the work perfectly.

**GIORGI MAKHAROBLISHVILI**

*Tbilisi, May 2014*



წ ი ნ ა თ ე მ ა ..... VII

PREFACE..... VII

გამოყენებული აბრევიატურა..... XIV

I. შესავალი ..... 1

II. კაკიტალურ საზოგადოებათა კეთეროგენია ..... 5

1. ჟეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოება ..... 8

2. სააქციო საზოგადოება ..... 9

III. სააქციო საზოგადოების ძირითადი სტრუქტურული  
ელემენტები და მისი მნიშვნელობა რესტრუქტურისაციის  
პროცესისთვის..... 11

1. სააქციო საზოგადოება, როგორც კონცენტრირებული  
კაკიტალის ორგანიზებული მართვის სამართლებრივი  
კონსტრუქცია ..... 11

2. სს-ის არსის განმსაზღვრელი ორგანული ნიშნები..... 14

2.1. სს-ის არსის სამართლებრივი მოცემულობა..... 11

2.2. სს-ის სუბსტანციის განმსაზღვრელი ორგანული ელემენტები..... 15

2.2.1. სამართლებრივი „პიროვნულობა“..... 16

2.2.2. პასუხისმგებლობის ჟეზღუდვა ..... 17

2.2.3. მართვის ცენტრალიზება..... 20

2.2.4. წილთა გასხვისების სამართლებრივი რეჟიმი ..... 22

2.2.5. კაკიტალის აქციებად დაყოფა..... 24

3. სააქციო საზოგადოებათა ტიპოლოგიური გაშიჯვნა.... 26

3.1. სს-ის ტიპოლოგიური კლასიფიცირების საფუძველი..... 26

3.2. „დაზურული“ სს..... 30

3.3. „საჯარო“ (ანგარიშვალდებული) სს..... 34

4. სააქციო საზოგადოების სტრუქტურული ელემენტები... 42

4.1. სს-ის სტრუქტურული ელემენტები ორგანიზაციული მართვის  
კონტექსტში..... 42

4.1.1. „ზემდგომი“ ორგანო..... 44

4.1.2. „ნების აღმსრულებელი“ ორგანო ..... 47

4.1.3. საზედამხედველო ორგანო..... 51

4.1.4. აუდიტი – ინსტიტუციონალური ორგანო ?!..... 53



4.2. სს-ის სტრუქტურული ელემენტები შინაარსობრივი გენეზისის სტრატეგიულ კონტექსტში.....	58
4.2.1. კაპიტალი.....	59
4.2.1.1. კაპიტალის კლასობრივი დეტერმინაცია .....	59
4.2.1.2. კაპიტალის სტრუქტურა.....	63
4.2.1.2.1. კაპიტალის სტრუქტურისა და მისი ფორმირების სამართლებრივი ასპექტები.....	65
4.2.1.2.2. კაპიტალის სტრუქტურისა და მისი ფორმირების ეკონომიკური ასპექტები.....	69
4.2.2. კონტროლი, როგორც სს-ის აქციონერის საკუთრების სტრუქტურიდან გამომდინარე უფლება.....	72
4.2.2.1. კონტროლისა და საკუთრების გამიჯვნა .....	72
4.2.2.2. „კონტროლის კონტროლი“: აქციონერთა აქტივიზმის სტრატეგიული პოსტულატები.....	75
5. სააპცოდო საზოგადოების სტრუქტურული ელემენტების მნიშვნელობა რესტრუქტურის პრინციპში.....	79
5.1. ზოგად პერსპექტივაში .....	79
5.2. სს, როგორც კაპიტალურ საზოგადოებათა შორის კორპორაციულ კომბინაციათა სუბიექტი და ობიექტი.....	84
5.3. სს-ის შიდა სტრუქტურა, როგორც რესტრუქტურის საფუძვლის (M&A) შედეგების შეფასების სამიზნე ობიექტი .....	85
6. I შუალედური დასკვნა .....	87

IV. M&A, როგორც სს-ის სტრუქტურული რესტრუქტურის სტრატეგიული საფუძველი, მისი სახეები და შესრულების მეთოდები .....

1. M&A, როგორც საწარმოში ფუნდამენტური სტრუქტურული ცვლილებების განხორციელების საფუძველი.....	89
2. კორპორაციათა შერწყმისა და შეყენის გენეზისი.....	91
3. სააპცოდო საზოგადოების შეყენის ტრანზაქციის ძირითადი სტრუქტურული მახასიათებლები.....	95
3.1. ზოგადი პარადიგმა .....	95
3.2. M&A-ის პომოგენური საფუძვლები .....	96
3.3. M&A-ის კონცეფტუალური არსი.....	99
3.4. კორპორაციის შექმნა, მასში მონაწილე სუბიექტები და შესრულების ფორმები .....	103
3.4.1. კორპორაციათა შექმნა .....	103



3.4.2. კორპორაციულ კომბინაციათა პროცესში მონაწილე სუბიექტები.....	104
3.4.2.1. საინვესტიციო ბანკები.....	105
3.4.2.2. აუდიტორული ფირმები.....	106
3.4.2.3. ინსტიტუციონალური ინვესტორები, Hedge ფონდები და სხვები.....	107
3.4.3. კორპორაციათა შეძენის სამართლებრივი ფორმები, მექანიზმები და ფინანსური ასპექტები.....	109
3.4.3.1. სამიზნე საზოგადოების ქონებრივი შეძენა და სახეები.....	115
3.4.3.1.1. ქონებრივი შეძენა.....	115
3.4.3.1.1.1. ქონებრივი შეძენა ნაღდი ფულით.....	115
3.4.3.1.1.2. ქონებრივი შეძენა აქციების საშუალებით.....	118
3.4.3.2. სამიზნე საზოგადოების წილობრივი შეძენა და სახეები.....	122
3.4.3.2.1. წილობრივი შეძენა.....	122
3.4.3.2.1.1. წილობრივი შეძენა ნაღდი ფულით.....	122
3.4.3.2.1.2. წილობრივი შეძენა აქციების საშუალებით.....	125
3.4.3.3. სამიზნე საზოგადოების შეძენა კაპიტალის ორგანიზებულ ბაზარზე – დაუფლება სატენდერო შეთავაზებით და მისი სახეები.....	129
3.4.3.3.1. დაუფლების არსის განმარტებისთვის.....	129
3.4.3.3.2. სატენდერო შეთავაზება დაუფლების კონტექსტში.....	133
3.4.3.3.3. დაუფლებითი შეძენა: სახეები და გამოვლინებები.....	138
3.4.3.3.3.1. „მეგობრული“ დაუფლება.....	138
3.4.3.3.3.1.1. Leveraged buyout, როგორც „მეგობრული“ დაუფლების მეთოდური გამოვლინება.....	141
3.4.3.3.3.1.2. Management buyout, როგორც „მეგობრული“ დაუფლების მეთოდური გამოვლინება.....	144
3.4.3.3.3.1.3. სასესხო დაფინანსებით შეძენის ზოგიერთი პრობლემური საკითხის განმარტებისთვის.....	147
3.4.3.3.3.2. „მტრული“ დაუფლება/შთანთქმა.....	151
3.4.3.3.3.3. დაუფლებისგან თავდაცვის გენერალური სტრატეგიები და მათი შედეგების ასახვა სს-ის სტრუქტურულ ელემენტებზე.....	154
3.4.3.3.3.3.1. „ზვიგენის მოგერიების“ ტაქტიკა („shark repellent“).....	157
3.4.3.3.3.3.2. „მომწამლავი აბის“ ტაქტიკა („poison pill“).....	161
3.4.3.3.3.3.3. „ოქროს პარაშუტის“ ტაქტიკა („golden parachute“).....	167
3.4.3.3.3.3.4. „მწვანე საფოსტო ყუთის“ ტაქტიკა („greenmail“).....	169
3.4.3.3.3.3.5. კაპიტალის რესტრუქტურეზაცია, როგორც არასასურველი შეძენისგან დაცვის სტრატეგია.....	172
3.4.3.3.3.3.6. დაუფლებისგან დაცვის სხვა საშუალებათა განმარტებისთვის.....	175
3.4.4. შეძენის ფინანსური ასპექტები: ფინანსური ანგარიში და	





ანაზღაურების საშუალებები .....	177
3.4.4.1. ფინანსური ანგარიშის ადგილი კორპორაციულ კომბინაციათა პროცესში .....	177
3.4.4.2. „შეძენის მეთოდი“ – კორპორაციულ კომბინაციათა ფასის და ტრანზაქციის შედეგების ანგარიშების მეთოდი .....	180
3.4.4.2.1. სამართლიანი ღირებულება (“fair value”) .....	184
3.4.4.2.2. „შეძენის მეთოდის“ გავლენა საწარმოს ფინანსურ მონაცემებზე .....	186
3.4.4.2.2.1. „კაპიტალნამატი“ .....	187
3.4.4.2.2.2. გუდვილი .....	189
3.4.4.3. შეძენის დაფინანსების საშუალებები: ფული თუ აქცია?! .....	191
3.4.5. M&A-ის პროცესუალური შესრულების პრინციპული მეთოდი: “Due Diligence” .....	196
3.4.5.1. “Due Diligence“-ის არსი .....	196
3.4.5.2. DD-ის ძირითადი სახეები: ფინანსური DD და სამართლებრივი DD .....	201
3.4.5.2.1. სამართლებრივი DD .....	201
3.4.5.2.2. ფინანსური DD .....	203
4. კორპორაციითა შერწყმა და მისი შესრულების სტრატეგიები .....	205
4.1. შერწყმით შეძენის არსის განმარტებისთვის .....	205
4.2. შერწყმის ძირითადი ფორმები და ტიპები .....	209
4.2.1. შერწყმის ძირითადი ფორმები .....	210
4.2.1.1. „სეო“ შერწყმა .....	210
4.2.1.2. „შერწყმა ფულით“ (cash-for-stock merger) .....	212
4.2.1.3. სამკუთხა შერწყმა .....	214
4.2.1.3.1. პირდაპირი სამკუთხა შერწყმა .....	216
4.2.1.3.2. რევერსული სამკუთხა შერწყმა .....	217
4.2.1.4. „მოკლე“ შერწყმა .....	219
4.2.2. შერწყმის ძირითადი ტიპები .....	220
4.2.2.1. „ჰორიზონტალური შერწყმა“ .....	221
4.2.2.2. „ვერტიკალური შერწყმა“ .....	223
4.2.2.3. კონგლომერატი .....	225
5. II შუალედური დასკვნა .....	226
V. M&A-ის კონსტრუქციული სამართლებრივი და ეკონომიკური ეფექტი სააქციო საზოგადოებაზე .....	228
1. სს-ის კონსტრუქციული ცვლილების შემაღმენლობა .....	228
2. რეორგანიზაციული რანგის რესტრუქტურისაცია .....	229

2.1. ორგანიზაციული კონვენსია.....	229
2.2. ტიპოლოგიური კონვენსია.....	230
3. აქციონერთა სტრუქტურულ-საინვესტიციო და უფლებრივი რეკლასიფიცირება.....	237
3.1. აქციონერთა საინვესტიციო პორტფოლიოს შეცვლა.....	237
3.2. აქციონერთა უფლებრივი რეკლასიფიცირება.....	239
3.3. აქციონერთა პოსტტრანზაქციული დაცვის ძირითადი მექანიზმები.....	244
3.3.1. გასვლის სტრატეგიები და მათი აქტივაცია.....	246
3.3.1.1. აქციათა გასხვისება, როგორც გასვლის სტრატეგია.....	246
3.3.1.2. ეფრაიზალის უფლება, როგორც გასვლის სტრატეგია.....	248
3.3.1.2.1. ეფრაიზალის უფლების გამოყენების ფარგლები.....	251
3.3.1.2.2. წილის სამართლიანი ღირებულებით კომპენსირება და მისი განსაზღვრა.....	255
3.3.1.2.2.1. სამართლიანი ფასის განმსაზღვრელი სუბიექტები.....	255
3.3.1.2.2.2. სამართლიანი ღირებულების განსაზღვრა.....	257
3.3.2. De facto შერწყმის დოქტრინა.....	262
3.3.2.1. De facto შერწყმის დოქტრინის არსი.....	262
3.3.2.2. De facto შერწყმის დოქტრინის გამოყენება.....	263
4. მენეჯმენტის როლაცია.....	267
5. ლიკვიდაცია.....	270
6. სინერგიზმი რეკონფიგურირებულ სააქციო საზოგადოებაში.....	275
6.1. სინერგიზმის კონცეფტუალური არსი.....	275
6.2. სინერგიზმის წყაროზე დაფუძნებული ვარიაციული კლასიფიკაცია.....	279
6.2.1. ოპერაციული სინერგიზმი და მისი ორი ძირითადი სახე: მასშტაბის ეკონომია და მოქმედების სფეროს ეკონომია.....	282
6.2.1.1. მასშტაბის ეკონომია (Economies of Scale).....	282
6.2.1.2. მოქმედების სფეროს ეკონომია (Economies of Scope).....	285
6.2.1.3 ოპერაციული სინერგიზმის შემაჯამებელი ხედვა.....	287
6.2.2. ფინანსური სინერგიზმი.....	289
VI. დასკვნა.....	291
ბიბლიოგრაფია.....	295



გვ.	გვერდი
იხ.	იხილეთ
მაგ.	მაგალითად
რედ.	რედაქტორი
სებ	საქართველოს ეროვნული ბანკი
სს	სააქციო საზოგადოება
სსბ	საქართველოს საფონდო ბირჟა
სქ.	სქოლიო
შეად.	შეადარეთ
შპს	შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოება
შფ	შეძენის ფასი

უცხოური:

ABA	<b>American Bar Association</b> (ამერიკის ადვოკატთა ასოციაცია)
ALI	<b>American Law Institute</b> (ამერიკის სამართლის ინსტიტუტი)
Bus.	<b>Business</b> (სამეწარმეო საქმიანობა)
Cal. Corp. Code	<b>California Corporate Code</b> (კალიფორნიის საკორპორაციო კოდექსი)
CAFAA	<b>Cash For Asset Acquisition</b> (ქონებრივი შეძენა ნაღდი ფულით)
Chap.	<b>Chapter</b> (თავი)
DD	<b>Due Diligence</b> („ორმაგი გულმოდგინება“)
Del.	<b>Delaware</b> (დელავერი)
DGCL	<b>Delaware General Corporation Act</b> (დელავერის ზოგადი საკორპორაციო სამართალი)
Del. Ch.	<b>Delaware Court of Chancery</b> (დელავერის სასამართლო)



<b>Ed.</b>	<b>Edition</b> (გამოცემა)
<b>Edit.</b>	<b>Editor</b> (რედაქტორი)
<b>ESOP</b>	<b>Employee Stock Ownership Plan</b> (მუშა-მოსამსახურეთა სააქციო საკუთრების გეგმა)
<b>Et. seq.</b>	<b>Et sequens</b> (მომდევნო)
<b>FASB</b>	<b>Financial Accounting Standards Board</b> (ფინანსური აღრიცხვის სტანდარტების საბჭო)
<b>Ff</b>	<b>Fortfolgende</b> (მომდევნონი)
<b>FDD</b>	<b>Financial Due Diligence</b> (ფინანსური „ორმაგი გულმოდგინება“)
<b>FMS</b>	<b>Flexible Manufacturing Technologies</b> (მოქნილი მანუფაქტურული ტექნოლოგიები)
<b>FMV</b>	<b>Fair Market Value</b> (სამართლიანი საბაზრო ღირებულება)
<b>FTC</b>	<b>Federal Trade Commission</b> (ფედერალური სავაჭრო კომისია)
<b>GAAP</b>	<b>Generally Accepted Accounting Principles</b> (ბუღალტრული აღრიცხვის საყოველთაოდ აღიარებული პრინციპები)
<b>IFC</b>	<b>International Financial Corporation</b> (საერთაშორისო საფინანსო კორპორაცია)
<b>IPO</b>	<b>Initial Public Offering</b> (პირველადი საჯარო შეთავაზება)
<b>IRC</b>	<b>Internal Revenue Code</b> (აშშ-ის საგადასახადო კოდექსი)
<b>LBO</b>	<b>Leveraged Buy Out</b> (საკონტროლო პაკეტის შეძენის უმეტესი ნაწილის სესხით დაფინანსება)
<b>LDD</b>	<b>Legal Due Diligence</b> (სამართლებრივი „ორმაგი გულმოდგინება“)
<b>L.J.</b>	<b>Law Journal</b> (სამართლის ჟურნალი)
<b>LLC</b>	<b>Limited Liability Company</b> (შეზღუდული პასუხისმგებლობის კომპანია)



<b>L. Rev.</b>	<b>Law Review</b> (სამართლის მიმოხილვა)
<b>M&amp;A</b>	<b>Mergers and Acquisitions</b> (შერწყმა და შეძენა)
<b>MBO</b>	<b>Menegmant Buy Out</b> (საკონტროლო პაკეტის შეძენა კომპანიის მენეჯმენტის მიერ)
<b>NASDAQ</b>	<b>National Assosiation of Securities Dealer Automated Quotations</b> (ფასიან ქაღალდთა დილერების ავტომატური კოტირების ეროვნული ასოციაცია)
<b>NYSE</b>	<b>New York Stock Exchange</b> (ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟა)
<b>OTCM</b>	<b>Over The Counter Martket</b> (არასაფონდო ბაზარი)
<b>P.</b>	<b>Page</b> (გვერდი)
<b>PV</b>	<b>Present Value</b> (მიმდინარე ღირებულება)
<b>Rev.</b>	<b>Revised</b> (გადასინჯული)
<b>R.M.B.C.A.</b>	<b>Revised Model Business Corporation Act</b> (ბიზნეს კორპორაციათა მოდელური კანონის რეფორმირებული ვარიანტი)
<b>S.D.N.Y.</b>	<b>United States District Court for the Southern District of New York</b> (შეერთებული შტატების სამხარეო სასამართლო ნიუ-იორკის მხარისთვის)
<b>Sec.</b>	<b>Section</b> (ნაწილი)
<b>SEC</b>	<b>Securities Exchange Commission</b> (აშშ-ის ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის კომისია)
<b>SFAS</b>	<b>Statement of Financing Accounting Standards</b> (ფინანსური აღრიცხვის სტანდარტების ოფიციალური ანგარიში)
<b>Sup. Ct.</b>	<b>Supreme Court</b> (უზენაესი სასამართლო)
<b>UNCTAD</b>	<b>United Nations Conference on Trade and Development</b> (გაეროს კონფერენცია ვაჭრობასა და განვითარებაზე)
<b>USA</b>	<b>United States of America</b> (ამერიკის შეერთებული შტატები)
<b>Vol.</b>	<b>Volume</b> (ტომი)





საქართველოში თანამედროვე საკორპორაციო სამართლის ჩამოყალიბება და განვითარება როგორც სამართლებრივი, ისე ეკონომიკური თვალსაზრისით, ახალი ათასწლეულის პირმოა. კაპიტალიზმის იდეის პრაქტიკული გამოყენება სამეწარმეო საქმიანობის განმახორციელებელი სუბიექტის სამართლებრივი ფორმის არჩევისა და განსაზღვრის ავტონომიური რეჟიმის ფარგლებში უტილიზირდება. საკორპორაციო სამართლის ეკონომიკური და სამართლებრივი, პრაქტიკული და დოგმატური ასპექტების კომბინირება, დიდი ხანია, იურიდიულ მეცნიერებათა ფარგლებს გასცდა და ინტერდისციპლინურ განზომილებაში ჰიპერბოლას წარმოსახავს.<sup>1</sup>

საკორპორაციო სამართლის პრინციპული მიზანია, ოპტიმალური ორგანიზაციული ნორმატიული წესრიგის შექმნით მმართველობითი ხარჯების<sup>2</sup> შემცირება.<sup>3</sup> სამეწარმეო ან არასამეწარმეო საქმიანობის განხორციელების ესა თუ ის სამართლებრივი ფორმა მის წევრებს (პარტნიორებს) შესაძლებლობას აძლევს, რომ უკვე ჩამოყალიბებული სამართლებრივი ფორმის რესტრუქტურიზაციით და საქმიანობის სპექტრის ექსპანსიით ეკონომიკური სარგებლიანობის მაქსიმალიზება დამოუკიდებლად დაგეგმონ და განახორციელონ. რესტრუქტურიზაციის შესრულების ფორმა მრავალგვარია.<sup>4</sup> ნაშრომის მიზანს კორპორაციის ფინანსური და ოპერაციული რესტრუქტურიზაციის კონკრეტული სეგმენტების გაანალიზება წარმოადგენს. კორპორაციის სტრუქტურის კვლევის საგნად განსაზღვრა მის სუბსტანციაშია: ბაზარი, სადაც კორპორაცია ოპერირებს, პროდუქცია, მენეჯმენტი და კაპიტალი „ღია“ სააქციო საზოგადოების სტრუქტურისა და ფუნქციონირების ძირითადი დეტერმინატებია.<sup>5</sup>

დისერტაციის კვლევის მიზანი და საგანი საკორპორაციო სამართლებრივ კომბინაციათა შეძენა-შერწყმის საფუძველზე განხორციელებული სტრუქტურული ცვლილებებია. საწარმოთა სტრუქტურული რესტრუქტურიზაცია არა მხოლოდ თავისი მნიშვნელობით, არამედ მისი სირთულთა და, შესაბამისად,

<sup>1</sup> სამართლის ეკონომიკური ანალიზი, კორპორაციის ფინანსური სტრუქტურის კაპიტალის ბაზრის სამართლის რეგულატორული მოთხოვნები და მათი კომბინირებული მეცნიერული ნაშრომები ამის ნათელი დადასტურებაა. იხ. Posner, *The Economic Analysis of Law*, 2007; *The Economic Nature of the Firm*, edit. Louis Putterman, Randy Kroszner, 1986; Klein, *Coase, Business Organization and Finance*, 11<sup>th</sup> ed., 2011 და ა.შ.

<sup>2</sup> ე.წ. agency costs.

<sup>3</sup> Goshen, Ovsky, *The Essential Role of Securities Regulation*, Duke L. J., No. 4, Vol. 55, 2006, P. 751.

<sup>4</sup> Depamphilis, *Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 18-21.

<sup>5</sup> Gilson, *A Structural Approach To Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, 33 Stan.L.Rev., 1981, P. 933.

მოცულობითაც გამოირჩევა. მისი ყველა ასპექტის ერთ ნაშრომში განხილვა არათუ მიზანშეუწონელი, არამედ შეუძლებელიცაა. ამიტომ კორპორაციის რესტრუქტურის საკითხი მხოლოდ საწარმოთა შექმნა/შერწყმის პროცესში იქნება გააზრებული. კვლევა ეხება საწარმოთა რეორგანიზაციის პროცესში აღმოცენებულ და არსებულ საზოგადოების სამართლებრივ სტატუსსა და ბუნებას, პარტნიორების (აქციონერების) ტრანზაქციის შემსრულებელ ან/და მესამე პირებთან ურთიერთობებს, საზოგადოების ქონების პოსტ-ტრანზაქციულ სამართლებრივ მდგომარეობას, ტრანზაქციის ინტეგრირებულ შედეგებს, წილების განაწილებას, საზოგადოების წევრთა ფუნქციურ როლს ადეკვატური წილის განსაზღვრის პროცესში, მათი უფლებების დარღვევის შედეგად წარმოშობილი ურთიერთობის სამართლებრივ ბუნებას, დარღვეულ უფლებათა დაცვის *de lege lata* და *de lege ferenda* მექანიზმებსა და ა.შ. მათი თავისებურებანი მეცნიერულ-თეორიული თვალთახედვით გამოკვლეული და გაანალიზებულია პირდაპირ კონტექსტსა და ექსპრესივებად შედარებით სამართლებრივ ჭრილში. შედარებითი კვლევის მეთოდური გააზრება აშშ-სა და ქართულ საკანონმდებლო რეალიზმზე ვრცელდება. აშშ-ის საკორპორაციო სამართალი არ წარმოადგენს ერთიან ფედერალურ სამართალს. მისი მოქმედება დედუქციურია ფედერალურიდან შტატების დონემდე.<sup>6</sup> შესაბამისად, ნაჩვენებია ქართული საკორპორაციო სამართლის მიმართება აშშ-ის მოდელური კანონებისა და მოწინავე საკორპორაციო რეგულაციებთან შედარებითი ანალიზის კონტექსტში.<sup>7</sup>

ნაშრომის ამოცანაა საწარმოთა შორის კომბინაციათა ბაზისზე კორპორაციის სტრუქტურულ ელემენტთა ანალიტიკური დესკრიფცია, მისი პროცედურული მხარის მომწესრიგებელი ნორმების სიღრმისეული გაანალიზება, ჩამოყალიბებული ურთიერთობის თეორიული დამუშავება, პარტნიორთა წილობრივ-უფლებრივი რეკლასიფიკაცია და პოსტტრანზაქციული ეკონომიკურ-სოციალური და სამართლებრივი შედეგების კვლევა.

ნაშრომის აქტუალობა თავად საწარმოთა რესტრუქტურის საკორპორაციო-სამართლებრივ კომბინაციათა მნიშვნელობიდან მომდინარეობს, რამდენადაც საწარმოთა რესტრუქტურის საფუძვლების, პროცესისა და შედეგების სამართლებრივ-ეკონომიკური ფაქტორების გამოყოფა, ანალიზი და ამ ანალიზის საფუძველზე გარკვეული რეკომენდაციების წარმოდგენა განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია ეკონომიკური განვითარებისთვის სწორი სამართლებრივი ფუნდამენტის (ურთიერთობის მარეგულირებელი ნორმატიული აქტების) არსებობისთვის.

დისერტაციაში წარმოდგენილი საკითხები გამოკვლეულია შედარებით-

<sup>6</sup> Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol.1, 2006, P. 10-12.

<sup>7</sup> კორპორაციათა შერწყმის პროცესში ანგლო-ამერიკული მიდგომა განხილულ იქნება იმდენად, რამდენადაც საქართველოს „მეწარმეთა შესახებ“ კანონში უკანასკნელი – 2008-2010 ცვლილებებით გადმოტანილ იქნა ამერიკული თვითრეგულირებადი ნორმები.



სამართლებრივი და ლოგიკური ანალიზის საფუძველზე, რათა ნათლად წარმოჩინდეს საკორპორაციო სამართლებრივ კომბინაციათა, საწარმოთა შეძენა/შერწყმის თავისებურებები კორპორაციათა რესტრუქტურისა ციისთვის შედარებით-სამართლებრივი მეთოდი უზრუნველყოფს აშშ-ის სამართლისა და საქართველოს „მეწარმეთა შესახებ“ კანონის დოგმატურ-თეორიული და სამოსამართლო პრაქტიკის შედარებით სამართლებრივ ანალიზს, კაპიტალის ბაზარზე არსებული ტენდენციების განხილვასა და მათ საფუძველზე კორპორაციათა რესტრუქტურისა ციის იურიდიული ბუნების განსაზღვრას.

ნაშრომში გამოყენებული მეთოდოლოგიური ანალიზი ნამუშევარს ინტერდისციპლინურ ხასიათს სძენს. სააქციო საზოგადოების სტრუქტურულ ელემენტებში ცვლილებები, სამართლებრივი სპექტრის ფონზე, გაანალიზებულია ეკონომიკურ-მარკეტინგულ ჭრილში, რისთვისაც გამოყენებულია სამართლის ეკონომიკური ანალიზის ფუნდამენტური ასპექტები. შეძენა/შერწყმის უნიფიცირებული სახის არქონამ და კაპიტალის ბაზარზე ფუნქციონირების დამკვიდრებული წესების სამართლებრივ-ეკონომიკურმა დუალისტურმა ხასიათმა ნაშრომში ეკონომიკური პოსტულატების ინტეგრირებული იმპლემენტაცია განაპირობა. შედეგად, შეძენა/შერწყმის ეკონომიკურ ასპექტთა სექციურად განცალკევებული ანალიზი ნაშრომის მიზნის მიღწევის საშუალებათა მიღმა დარჩა. მიუხედავად ამისა, რეკონსტრუირებული საწარმოს ტრანზაქციის პოსტინტეგრაციულ შედეგთა ეკონომიკური სარგებლის კონცეფცია, როგორც მთლიანი შედეგის შემაჯამებელი თეზა, განხილვის არეალში მოექცა.

დისერტაცია შედგება ექვსი ნაწილისგან. პირველი ორი ნაწილი კაპიტალურ საზოგადოებათა ძირითადი სახეების მოკლე ანალიზს დაეთმობა. მომდევნო, მესამე ნაწილში შემოთავაზებულია სააქციო საზოგადოების სტრუქტურული ელემენტების დოგმატური სეგმენტების მეცნიერული ანალიზი, რამდენადაც საწარმოთა შორის კორპორაციული კომბინაციების სწორედ სტრუქტურულ ელემენტთა ცვალებადობაზე ახდენს გავლენას.

მეოთხე თავში განიხილება საზოგადოებათა შორის კორპორაციულ კომბინაციათა ის სახეები, რომელიც *M&A*-დან გენერირდება. *M&A* გაანალიზდება, როგორც კორპორაციული რესტრუქტურისა ციის შესრულების სტრატეგიული მხარე. აქ განიხილება საწარმოთა შორის შესაძლო ძირეული კომბინაციები. ძირითადი კონსტრუქციების საშუალებით ხორციელდება ფუნდამენტური ტრანზაქციები. ამ ნაწილშივე გაანალიზდება თანამედროვე ქართული საკორპორაციო სამართლის ის პრობლემები, რომელიც საწარმოთა რესტრუქტურისა ციასა და პროცესის მარეგულირებელ ნორმებს უკავშირდება.

მეხუთე ნაწილი დათმობილი აქვს სს-ის სტრუქტურულ ელემენტთა პოსტ-ტრანზაქციული მდგომარეობის ანალიზს, პარტნიორთა უფლებრივ რეკლასიფიკაციას, საწარმოს ტიპოლოგიურ და სუბსტანციურ რეორგანიზაციასა და მენეჯმენტის როტაციას, რომელიც სს-ის სტრუქტურულ ერთეულთა მიმართ,

ეკონომიკური კუთხით, ეპილოგიური ხასიათის მატარებელია. მეხუთე ნაწილის ბოლო პარაგრაფი ეთმობა რესტრუქტურირებული კომპანიის სინერგეტიკულ-ეკონომიკურ პროგნოზირებულ და რეალურად მიღებულ შედეგთა შედარებას, რომელიც სტრუქტურული ცვლილების დაწყების მოტივთა მიხედვით განსაკუთრებული მნიშვნელობით კვალიფიცირდება.

ნაშრომის ბოლო (დასკვნით) ნაწილში თეზისების სახით წარმოჩენილია ის პრობლემები, სიახლეები, საკითხები, რომელიც მთელს ნაშრომს ნიშანსვეტად სდევს. დაბოლოს, დისერტაციაში წარმოდგენილია სხვადასხვა მეცნიერი-იურისტთა პრაქტიკული მაგალითებით გამყარებული მოსაზრებები. პრაქტიკა კი, ძირითადად, მოხმობილია აშშ-ში ჩამოყალიბებული და დამკვიდრებული სამოსამართლო სამართლიდან.



## II. კაპიტალურ საზოგადოებათა კმტაროგენი

ეროვნული

თანამედროვე ეკონომიკის აღმავლობისა და სტაბილურობის უზრუნველყოფის ერთ-ერთი საფუძველი საკორპორაციო სამართლებრივი რეგულაციებია. კორპორაციული „მართლწესრიგი“ აერთიანებს კაპიტალურ და ამხანაგურ საზოგადოებათა ტიპოლოგიურ ფორმებს.<sup>8</sup> საკორპორაციო სამართლის პრინციპული ფუნქცია სამეწარმეო ეკონომიკური საქმიანობის განმახორციელებელი სუბიექტების სამართლებრივ-ორგანიზაციული ფორმით უზრუნველყოფაა („მომარაგება“).<sup>9</sup> მსხვილი კაპიტალის, ზოგადად კი, მატერიალური დოვლათის, ეფექტური მართვის გარხორციელების ინსტრუმენტალური მექანიზმი კაპიტალურ საზოგადოებათა პროცესუალური ფუნქციონირებაა.<sup>10</sup> თავის მხრივ, კაპიტალის კონცენტრაციის ორი ძირითადი ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმიდან,<sup>11</sup> კვლევის საგანს მხოლოდ ერთი, სააქციო საზოგადოება,<sup>12</sup> შეადგენს. პირთა იმპლიციტურ თუ ექსპლიციტურ სახელშეკრულებო გაერთიანების<sup>13</sup>

<sup>8</sup> Cox, Hazen, Business Organizations Law, 3<sup>rd</sup> ed., 2011, P. 1-53.

<sup>9</sup> იხ. Armour, Hansmann., Kraakman, What is Corporate Law? in: The Anatomy of Corporate Law, 2<sup>nd</sup> edition, 2009, P. 2. სამეწარმეო ეკონომიკურ საქმიანობასთან დაკავშირებით, იხ. მახარბლიშვილი, მეწარმე სუბიექტთა დოგმატურ-თეორიული გამოიყენება კაპიტალურ საზოგადოებათა საწყისებზე, „სამართლის ჟურნალი“, №2, 2011, გვ. 101; Cox, Hazen, O'Neal, Corporations, 1998, chap. 2, P. 1; Berle, Means, The Modern Corporation and Private Property, rev. ed., 1968, P. 3-46; Lindahl., Carter, Corporate Concentracion and Public Police, 1959, P. 12-14, 42-44.

<sup>10</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 1, 2010, P. 2.

<sup>11</sup> იგულისხმება შეზღუდული პასუხისმგებლობა (შპს) და სააქციო საზოგადოება (სს).

<sup>12</sup> ნაშრომში სს-ის ურთიერთთანაცვლებად ტერმინად გამოიყენება „კორპორაცია“. ამის შესაძლებლობას საქართველოს „მეწარმეთა შეხაბე“ კანონი იძლეოდა. იხ. ბურდული, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 117. ასევე, იხ. საქართველოს „მეწარმეთა შესახებ“ კანონი, მე-6 მუხლის მე-4 პუნქტის 2012 წლის 25 მაისამდე მდგომარეობით. ქართველ კანონმდებელს სს-თან მიმართებით, ამერიკული მოდელი ჰქონდა შერჩეული. 2012 წლის 25 მაისი ცვლილებით ქართველმა კანონმდებელმა ისევ შეიცვალა მიდგომა და სამეწარმეო საქმიანობის მოცულობასა და მასშტაბებს შორის მეწარმე სუბიექტთა ტერმინოლოგიური დიფერენცირებით გავლებული დემარკაციული ხაზი, სრულიად გაურკვეველი საფუძვლით, კვლავ ყურადღების მიღმა დატოვა. თუმცა, აღნიშნული საკანონმდებლო ცვლილება ხელს ვერ შეუშლის დოგმატიკაში მეწარმე სუბიექტთა ტერმინოლოგიური გამოიყენების პრაქტიკულად დამკვიდრებულ სახელწოდებათა გადმოტანას. კორპორაციის ანალოგს ინგლისში „Company“ წარმოადგენს, რომელიც ქართული შპს-ს მიმართ შეიძლება იქნეს გამოიყენებული. ეტიმოლოგიური სხვაობისთვის, იხ. Conald, Corporations in Perspective, 1976, P. 136-138; Freund, The Legal Nature of Corporations, 2000 (1897), P. 7. კორპორაციის ჩამოყალიბების გენეზისი აქციისა და სააქციო კომპანიის ტერმინოლოგიას უკავშირდება. მათი სინონიმებად გამოიყენება, ისტორიულ პერსპექტივაშიც, აღევატურია. იხ. Gevurtz, Corporation Law, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 113-114.

<sup>13</sup> Easterbrook, Fischel, The Corporate Contract, in: Corporate Law and Economic analysis, (edit. Bebchuk), 1990, P. 194-200. შეად. Hamilton, Freer, The law of Corporations, 6<sup>th</sup> ed., 2011, P. 34-38.

ბაზისზე შექმნილი ორგანიზაცია,<sup>14</sup> ისტორიულ პერსპექტივაში,<sup>15</sup> აქციონერთა ინტერესებისა<sup>16</sup> და დაინტერესებულ პირთა<sup>17</sup> სოციალური სარგებლობის (და მათ მიმართ სოციალური პასუხისმგებლობის)<sup>18</sup> კუთხით ჩამოყალიბებული სუბიექტის სამართლებრივი ფორმაა.<sup>19</sup>

საკორპორაციო სამართლებრივი საკანონმდებლო რეგულაცია (ფართო გაგებით) და დოქტრინალური ანალიზი მეწარმე სუბიექტებს ამხანაგური<sup>20</sup> და კაპიტალური ტიპის საზოგადოებებად ყოფს.<sup>21</sup> მათ შორის სამართლებრივი ზღვარი არსებობს. დემარკაციული ხაზის მაფორმირებელი მთავარი პოსტულატები საგადასახადო რეგულაციები, ბიზნესის მესაკუთრეთა პასუხისმგებლობის მასშტაბი, სამეწარმეო საქმიანობის მენეჯმენტი (მართვა), ფულადი სახსრების მოზიდვის შესაძლებლობათა სპექტრი და საზოგადოების დატოვების (საზოგადოებიდან გასვლის)<sup>22</sup> სტრატეგიებია.<sup>23</sup>

საკორპორაციო სამართლის (ვიწრო გაგებით) სუბიექტთა შორის ინტერესთა სოლიდარობა<sup>24</sup> სს-ის ტაქსონომიის არსის სრულფასოვანი გაგებით მიიღწევა.<sup>25</sup> სს-ის, როგორც მეწარმე სუბიექტის, ერთიანი სურათის შექმნა, ორი განსხვავებული, მაგრამ, კონკრეტულ პირობებსა და განსაზღვრულ სემენტებში, ურთიერთმფარავი მიმართულების ანალიზითაა შესაძლებელი. პირველი მიმარ-

<sup>14</sup> Hasnmann, *Ownership of Enterprise*, 1996, P. 18-20.

<sup>15</sup> იხ. Fletcher, *Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol.1, 2006, P. 2-27.

<sup>16</sup> ე.წ. *Shareholders value, shareholder primacy* და *shareholders democracy*-ის ზრდისა და რეალურ კაპიტალისტურ ურთიერთობებში განვითარება-დახვეწას მოიცავდა. იხ. Blair, *Shareholder Value, Corporate Governance and Corporate Performance: A Post-Enron Reassessment of the Conventional Wisdom*, in: *Corporate governance and capital flows in a global economy*, 2003, P. 56-65; Bratton, Wachter, *Shareholder Primacy's Corporatist Origins: Adolf Berle and The Modern Corporation*, *Journal of Corporation Law*, Vol. 34, 2008, P. 99-152; Smythe, *Shareholder Democracy and the Economic Purpose of the Corporation*, *Lee L. Rev.*, 2006, P. 2-18; Pinto, Branson, *Understanding Corporate Law*, 3<sup>rd</sup> ed., 2009, P. 123-126; Falaschetti, *Shareholder Democracy and Corporate Governance*, *Law, Business & Economics Paper No. 08-14*, 2008, P. 1-24; Fairfax, *Shareholder Democracy*, 2011, P. 7-161.

<sup>17</sup> Stout, *Bad and not-so-bad arguments for shareholder primacy*, *Southern California L. Rev.*, vol. 75, 2002, P. 1189-1209; Carney, *From Stakeholders to Stockholders: A View from Organizational Theory*, 1997, P. 1-41.

<sup>18</sup> Hamilton, *The law of Corporations*, 2000, P. 69-72; Barnea, Rubin, *Corporate social responsibility as a conflict between shareholders*, 2006, P. 1-33; Pinto, Branson, *Understanding Corporate Law*, 3<sup>rd</sup> ed., 2009, P. 18-19.

<sup>19</sup> Conald, *Corporations in Perspective*, 1976, P. 126-139.

<sup>20</sup> Hood, *Closely Held Businesses In Estate Planing*, 2007, P. 6-19.

<sup>21</sup> Hamilton, Freer, *The Law of Corporations*, 6<sup>th</sup> ed., 2011, P. 1-31.

<sup>22</sup> Gevurtz, *Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 8-11.

<sup>23</sup> Shade, Epstein, *Business Structures*, 2003, P. 14.

<sup>24</sup> Easterbrook, Fischel, *The Corporate Contract*, 1990, P. 200-211.

<sup>25</sup> Conald, *Corporations in Perspective*, 1976, P. 124-126. ზოგადად: Drucker, *Concept of the Corporation*, 1946.



თულების მოცემულობა სს-ის სრუქტურული ელემენტების ორგანიზაციულ ჭრილში ანალიზით ყალიბდება, ხოლო მეორე – სს-ის სტრუქტურული ელემენტების ორგანული ნიშნების სტრატეგიულ კონტექსტში განხილვით. ორივე მიმართულების სინთეზი სს-ის ძირითადი სტრუქტურული ერთეულების ნათელ კონტრასტს ქმნის. თავის მხრივ, სს-ის შინაარსობრივი სტრუქტურის თითოეული ელემენტის დეტალური აღწერა კორპორაციათა რესტრუქტურიზაციის საფუძველთა<sup>26</sup> ანალიტიკური კვლევის შედეგების საზოგადოების სტრუქტურულ ერთეულებზე პირდაპირ თუ არაპირდაპირპროპორციულად ასახვის ჰიპოთეტურ წინაპირობას წარმოადგენს. შედეგად, დასახული მიზნის მისაღწევად კორპორაციათა სტრუქტურული ელემენტების განსაზღვრა სტრატეგიულად მნიშვნელოვანი ფუნქციური დატვირთვის მატარებელია.

კაპიტალის გაერთიანების შედეგად ფორმირებული მეწარმე სუბიექტები სუბტიპებად დიფერენცირდება. გამიჯვნის საფუძველი ბიზნესაქმიანობის განხორციელების არეალი, სუბიექტები და ინვესტირებად კაპიტალთან წვდომის სირთულე-სიმარტივეა.<sup>27</sup> მეწარმე სუბიექტთა დივერგენსული ხასიათი ორ მსხვილ კატეგორიას აყალიბებს. პირველი, ეს არის „დახურული“ სამეწარმეო საქმიანობა. მისი ძირითადი თეზა, როგორც წესი, კაპიტალის ბაზართან წვდომის არქონასა და პასუხისმგებლობის სეგმენტებში მდგომარეობს.<sup>28</sup> ზოგჯერ, ფულადი სახსრების კაპიტალის ბაზრის საშუალებით მოზიდვა სამართლებრივი კონიუნქტურით არის შეზღუდული.<sup>29</sup> მეორე, ეს არის „საჯარო“ სამეწარმეო საქმიანობა,<sup>30</sup> როდესაც მეწარმე სუბიექტის ორგანიზაციული და სამართლებრივი მოწყობა ფართო ეკონომიკური აქტივობისთვის<sup>31</sup> არის გამიჯნული და ექვემდებარება ანტიმონოპოლიურ, სპეციფიკურ საგადასახადო და ფასიანი ქაღალდების სამართლის რეგულაციებს.<sup>32</sup> კაპიტალური ტიპის ორგანიზაცია, რომელიც სამართალსუბიექტობის ძალით მეწილეთაგან გამიჯნული და განცალკევებულია,<sup>33</sup> ორ ჰეტეროგენულ ქვეკატეგორიად კლასიფიცირდება – შეზღუდული პასუხისმგებლობისა და სააქციო საზოგადოების კუთხით.

<sup>26</sup> *Gaughan, Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, 5<sup>th</sup> ed. 2011, P. 21.

<sup>27</sup> *Cox, Hazen, O'Neal, Corporations*, 1998, P. 51.

<sup>28</sup> *Shade, Business Associations*, 2010, P. 58.

<sup>29</sup> მაგალითად, „საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ კანონის მე-9 მუხლის პირველი პუნქტი პირდაპირ შეზღუდვას აწესებდა 2011 წლამდე და საფონდო ბირჟაზე ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის უპირატესობას სააქციო საზოგადოებებს ანიჭებდა.

<sup>30</sup> შეად. *Cox, Hazen, O'Neal, Corporations*, 1998, P. 43-45.

<sup>31</sup> *Pinto, Branson, Understanding Corporate Law*, 3<sup>rd</sup> ed., 2009, P. 5.

<sup>32</sup> *Cox, Hazen, O'Neal, Corporations*, 1998, P. 15, 16.

<sup>33</sup> *Levin, Corporations*, 1972, P. 14, 15.

# 1. შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოება

კაპიტალის კონცენტრირების, მისი ორგანიზებული მართვისა და მართვა-აციული საქმიანობის შედეგად წარმოშობილი ვალდებულებების შესაზღუდვის საშუალებების შეზღუდვა, კაპიტალური ტიპის საზოგადოების სუბსტანციური ნიშნებია.<sup>34</sup> წამყვანი საკორპორაციოსამართლებრივი რეგულაციების მქონე ქვეყნები მეწარმე სუბიექტთა კლასიფიცირებას სწორი, არაკოლიზიური სისტემური ნორმების შემუშავებით აღწევენ.<sup>35</sup>

<sup>34</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 1, 2010, P. 2.

<sup>35</sup> მაგალითად, აშშ-ში არსებობს ორი ერთმანეთისგან განსხვავებული მეწარმე სუბიექტი: შეზღუდული პასუხისმგებლობის კომპანია (*Limited Liability Company*) და დახურული კორპორაცია (*Closely Held Corporation*). იხ. Mancuzo, LLC or Corporation? How To Choose the Right Form for Your Business, 2006, P. 14-18. მათ შორის სხვაობა იურიდიული პირის შინაარსშია (ქართულ იურიდიულ ლიტერატურაში არსებობს მოსაზრება, რომ განსხვავება იურიდიული პირის სტატუსშია, რადგან ის არაიურიდიულ გაერთიანებად აღიქმება. მაგ. იხ. ჭანტურია, კორპორაციული მართვა, თბილისი, 2006, გვ. 78. შეად. Kleinberger, Agency, Partnerships and LLCs, 2<sup>nd</sup> Edit., 2002, P. 436-437.), რამდენადაც LLC არ აქვს ინკორპორირებული კორპორაციის იდენტური ყველ ნიშანი, თუმცა კორპორაციის მსგავსი ფორმირებისა და ჩამოყალიბების პროცედურას გადის. იხ. Kleinberger, Agency, Partnerships and LLCs, 2<sup>nd</sup> Edit., 2002, P. 197, 436-437. მას არ აქვს კორპორაციისთვის დამახასიათებელი 5 ძირითადი ელემენტიდან ორი უმნიშვნელოვანესი – არსებობის უწყვეტი ხასიათი და წილის თავისუფალი გადაცემის/გასხვისების კომპონენტი. იხ. Bishop, Unincorporated Limited Liability Organizations: Limited Liability Companies and Partnerships, 29 Suffolk U. L. Rev., 2006, P. 993-1000. ასევე იხ. Rosin, Closen, Agency, Partnerships And Limited Liability Companies, Selected Statutes, 2003, P. 170. LLC-ს არ აქვს ფასიანი ქაღალდები, თუმცა მისი წილი კონკრეტულ გარემოებაში ფასიან ქაღალდად მიჩნევა (ეს პრაქტიკულად განხორციელებულია. იხ. Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 1, 2010, P. 61-85.). იხ. Pinto, Branson, Understanding Corporate Law, 3<sup>rd</sup> ed., 2009, P. 12-13. ამასთან, თუ პირს LLC-ის ინტერესი (წილი) აქვს და ის ემთხვევა „ჰოვეის“ საინვესტიციო ხელშეკრულების ტესტს (*The Howey Test*), წილი ჩაითვლება ფასიან ქაღალდად. მის საპირწონედ, „დახურული“ კორპორაცია იურიდიული პირის სტატუსის მატარებელი, ორმაგი დაბეგვრის მქონე, ანტიმონოპოლიური რეგულირების ობიექტს წარმოადგენს, რომელსაც კაპიტალი აქციებად აქვს დაყოფილი და, უმეტესად, საკანონმდებლო დონეზე იმპერატიულად მოწესრიგებულია. უკანასკნელთან შედარებით, შპს მოიაზრება სახელშეკრულებო ქმნილებად და მისი ორგანიზაციული მართვის ნორმების არსებობის მიუხედავად, მენეჯმენტის ყველა დეტალი, ხელშეკრულების სრული თავისუფლების განცდით, ოპერაციულ შეთანხმებაშია (*operational agreement*) დაწვრილებით გაწერილი. აღნიშნული სხვაობა ქართულ შპს-სა და სს-ს შორის, მითუმეტეს, სს-ის ისეთ სუბტიპს, როგორიც „დახურული“ სს-აა, პრაქტიკულად არ არსებობს. მათ შორის ზღვრის საკანონმდებლო დონეზე სწორად განსაზღვრა ფუნქციონალურ მიზანთა დიფერენცირებას უწყობს ხელს, რაც დუბლირებული რეგულირებისა და ფუნქციური გაუმიჯნაობის დოქტრინალური და პრაქტიკული სირთულეების *ex ante* პრევენციას ახორციელებს. იხ. Hamilton, Freer, The Law of Corporations, 6<sup>th</sup> ed., 2011, P. 21-23; Shade, Business Associations, 2010, P. 9; O'Neals, Thompson, Close Corporations and LLCs: Law and Practice, 3<sup>rd</sup> ed., 2011, P. 15-17; Balotti, Finkelstein, The Delaware Law of Corporations & Business Organizations, 3<sup>rd</sup> ed., 1997 (2010), P. 2-22; Gevurtz, Corporation Law, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 4,5; Steinberg, Understanding Securities Law, 5<sup>th</sup> ed., 2009, P. 11-30; Hazen, The Law of Securities Regulation, 6<sup>th</sup> ed., 2009, P. 40,41.



ქართველი კანონმდებლის მიერ შემოთავაზებული შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოება სისტემურ-რეგულაციური გაუმართაობის კუთხით ნიშნავს, რომელიც სამეწარმეო საქმიანობის სწორი ორგანიზაციული ფორმის დეტერმინაციაში დახმარების ნაცვლად, კაპიტალურ საზოგადოებათა დიფუზიურ ვარიანტს ქმნის. ის, გამიზნულად ჩამოყალიბებული სამართლებრივი ფორმისთვის სახასიათო ნიშნებს არ შეიცავს. მას, კონკრეტულად, არც ამხანაგური ტიპის საზოგადოების და არც კაპიტალური ტიპის საზოგადოების მაკვალიფიცირებელი (დამახასიათებელი) სუბტანციური ელემენტები არ აქვს.<sup>36</sup> შპს-ის ფორმირება ერთ პირსაც შეუძლია, რომლის პასუხისმგებლობა შეზღუდულია. დაფუძნება საკანონმდებლო დონეზე იურიდიული პირის სტატუსის მინიჭებით სრულდება,<sup>37</sup> მაგრამ ის ამით არ „ხდება“ კორპორაციულად მოწყობილი ორგანიზაცია.<sup>38</sup> კაპიტალურ საზოგადოებათა შორის ტიპოლოგიური ზღვარი, დამატებით, საგადასახადო მოსაკრებლის გადახდის რეჟიმის (რაც, მაგალითად, აშშ-ის სამართლებრივი სივრცისთვის არის დამახასიათებელი), საკორპორაციო სამართლებრივ მოწყვრისგებასა და კაპიტალის ბაზრის სამართლის ნორმათა დივერგენსული მიდგომით უნდა წესდებოდეს. ეს ბიძგს მისცემდა ეკონომიკურ-სავაჭრო ურთიერთობებს პრაქტიკული რეალიზების კუთხით და მეწარმე სუბიექტთა ურთიერთგამიჯნულობას.<sup>39</sup> ლოგიკურად, შპს-ის სამართლებრივად დაუსრულებელი, არასრულყოფილი ორგანიზაციული ქართული მოდელით ბიზნესსაქმიანობის ეკონომიკური ეფექტურობის მიღწევის შანსების მაჩვენებელი ნულისკენ მიისწრაფვის. ეს არის ნორმატიულად „დაწესებულ“ კაპიტალურ საზოგადოებათა სტაგნაციური ჰეტეროგენიის ხელოვნურად შექმნის შედეგი. კორპორაციულ კომბინაციათა სამიზნე ობიექტი კი მსხვილი კაპიტალის სამართლებრივად „სწორად“ დეკლარირებული ორგანიზაციული ფორმაა. მსგავის ტიპის, ქართულ სამეწარმეო სამართლებრივ-ეკონომიკურ რეალობაში, სააქციო საზოგადოებაა. შესაბამისად, კვლევის საგანი მაქსიმალურად კონკრეტიზირებულია და ის მხოლოდ სააქციო საზოგადოების სტრუქტურულ ელემენტებსა და მათი რეკონსტრუქციის საფუძვლებს უკავშირდება.

## 2. სააქციო საზოგადოება

კაპიტალურ საზოგადოებათა შორის, შპს-ს კონტრასტი სააქციო საზოგადოებაა. თანამედროვე სამეწარმეო საქმიანობის ორგანიზაციულად უზრუნვე-

<sup>36</sup> შეად. *Shade, Business Associations*, 2010, P. 82-85.

<sup>37</sup> „მეწარმეთა შესახებ“ კანონის 42-ე მუხლი.

<sup>38</sup> შეად. *O'Neals, Thompson, Close Corporations and LLCs: Law and Practice*, 3<sup>rd</sup> ed., 2011, P. 15-20.

<sup>39</sup> „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ კანონის მე-9 მუხლში შესული ბოლოდროინდელი ცვლილება შპს-ს კაპიტალის ბაზარზე პირდაპირი წვდომის ნორმატიულ საფუძველს უსაზღვრავს.

ლყოფა კორპორაციის სამართლებრივი ფორმის პრაქტიკული უტილიზირებით ხდება.<sup>40</sup> ეკონომიკური რესურსების კონცენტრირებით შექმნილი გაერთიანებების<sup>41</sup> სამართლებრივი კონტროლი მეცხრამეტე საუკუნის უმნიშვნელოვანეს მოვლენას წარმოადგენდა. ტექნოლოგიური ბუმი ეკონომიკური აქტივობის მასშტაბური ზრდის კაუზად იქცა. ეკონომიკის აღმავლობამ მუშახელის, კაპიტალისა და მოწყობილობების რაოდენობრივი ზრდა გამოიწვია, რომელიც მოითხოვდა მათი კომბინაციით მიღებული ორგანიზაციული აგრეგატის ერთი სამართლებრივი ფორმით ეფექტურ მართვას. მისაღები ფორმა კორპორაცია აღმოჩნდა.<sup>42</sup>

ორგანიზებული ეკონომიკური აგრეგატის სამართლებრივ ჩარჩოებში მოქცევის მიუხედავად, ნაციონალური კანონმდებლობები კრეატივიზმს არ კარგავდნენ და მასშტაბური მატერიალური ღოვლაით კაპიტალაზირებულ საწარმოს სამართლებრივი კონტროლის დამატებით პოსტულატებს უდგენდნენ. კონტროლის მექანიზმები დროთა თანმიმდევრობასა და ეროვნულ-სამართლებრივ სისტემათა სხვაობასთან ერთად იცვლებოდა. კაპიტალის მსხვილი კონცენტრაციების შექმნის<sup>43</sup> *ex ante* წესებით პრევენცირება კორპორაციათა ზომის, ორგანიზაციული ფორმის ხანგრძლივობისა და სამეწარმეო საქმიანობის საწესდებო შეთანხმებაში არსებული საგნობრივი დანაწესის მკაცრი სახელმწიფო კონტროლით რეალიზდებოდა.<sup>44</sup> კონტროლის გამკაცრება კორპორაციათა ეკონომიკური ძალაუფლების მკვეთრმა ზრდამ განაპირობა.<sup>45</sup> კორპორაციული ფორმა ინვესტორთა რენტაბელობის მარგი ქმედების კოეფიციენტს კაპიტალის გაერთიანებისა და მისი ცენტრალიზებული მენეჯმენტის მართვის შესაძლებლობის პრაქტიკული გამოყენებით ზრდიდა, სადაც პასუხისმგებლობა მხოლოდ შენატანებით შემოიფარგლებოდა.<sup>46</sup> ეკონომიკური მნიშვნელობიდან გამომდინარე, საუკუნეზე მეტია, რაც მისი (კორპორაციის) მაფორმირებელი სტრუქტურული ელემენტები და სტრატეგიული ნიშნები საკორპორაციო სამართლის კვლევის ობიექტივშია მოქცეული.<sup>47</sup>

<sup>40</sup> *Gervurtz, Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 1.

<sup>41</sup> *Lindahl, Carter, Corporate Concentracion and Public Police*, 1959, P. 13, 43.

<sup>42</sup> აშშ-ის სასამართლომ მე-20 საუკუნის დასაწყისში ეს დებულება ერთ-ერთ გადაწყვეტილებაში მოიხსენია და განმარტა, რომ „კორპორაციები თანამედროვე ბიზნეს აქტივობების აუცილებელი სახასიათოა და მათ მიერ აგრეგაცირებული კაპიტალი თითქმის ყველა დიდი საწარმოს შექმნის წყარო გახდა.“ იხ. *Hale v. Henkel*, 201 U.S., 1906, P. 43, 76.

<sup>43</sup> *Clark, Corporate Law*, 1986, P. 1-4.

<sup>44</sup> იხ. *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 1, 2010, P. 145-150; *Gervurtz, Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 20-25.

<sup>45</sup> *McCluskey, The Substantive Politics of Formal Corporate Power*, 53 *Buff. L. Rev.*, 2006, P. 1453.

<sup>46</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 1, 2010, P. 129-137.

<sup>47</sup> მაგ. იხ. *Stenson, Byrne, Cravath, Wickersham, Montague, Coleman, Guthrie, Some Legal Phases of Corporate Financing, Reorganization and Regulation*, 1917, P. 1-375; *Berle, Means,*



### III. სააქციო საზოგადოების ძირითადი სტრუქტურული ელემენტები და მისი მნიშვნელობა რესტრუქტურისა და პროცესისთვის



#### 1. სააქციო საზოგადოება, როგორც კონცენტრირებული კაპიტალის<sup>48</sup> ორგანიზებული მართვის სამართლებრივი კონსტრუქცია

პირთა გაერთიანება თუ „ორგანიზაციული წარმონაქმნი“ ინდივიდთა ინტერესების ერთობლივად განსახორციელებლად იქმნება.<sup>49</sup> ორგანიზაციული წარმონაქმნის საფუძვლად მიჩნეულია, ერთი მხრივ, სავაჭრო ურთიერთობების განვითარება<sup>50</sup> და მეორე მხრივ, სოციალური მოთხოვნილებები, რომელთა რეალიზაცია სოციალური წესრიგისა და ინსტიტუციური ფორმის მქონე განსაკუთრებული წარმონაქმნების ტრანსფორმაციით მიიღწევა.<sup>51</sup> ის (ორგანიზაცია) კონკრეტული სფეროს მომწესრიგებელი ინსტრუმენტია.<sup>52</sup> კორპორაცია ორგანიზაციული გაერთიანების სუბტიპს წარმოადგენს, რომელიც მართლწესრიგის კონიუნქტურულ ჩარჩოებში იურიდიული პირის საკანონმდებლო კონსტრუქციის გამოყენებით ექცევა.<sup>53</sup> კორპორაცია ყალიბდება ორი ან მეტი პირის მიერ კონკრეტული ქონებრივი სიკეთის სახელშეკრულებო ურთიერთობათა<sup>54</sup> გამოყენებით აკუმულაციის საფუძველზე

The Modern Corporation and Private Property, 1932.

<sup>48</sup> მიმდინარე თავის მიზნებისთვის „კაპიტალი“ გამოყენებულია ეკონომიკური გაგებით და ის უტოლდება საზოგადოების ქონებას.

<sup>49</sup> კერესელიძე, კერძო სამართლის უზოგადესი სისტემური ცნებები, 2009, გვ. 160.

<sup>50</sup> ბურდული, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 31-44.

<sup>51</sup> ბრეგვაძე, ორგანიზაციის თეორიის საფუძვლები: სოციოლოგიური მოძღვრება კორპორაციული სისტემების შესახებ წიგნში: თანამედროვე საკორპორაციო სამართლის თეორიული და პრაქტიკული საკითხები, 2009, გვ. 9-12.

<sup>52</sup> ბრეგვაძე, ორგანიზაციის თეორიის საფუძვლები, 2009, გვ. 13.

<sup>53</sup> იხ. *Gevurtz, Corporation Law*, 2000, P. 19; *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 1, 2010, P. 145-150. შეად. კერესელიძე, კერძო სამართლის უზოგადესი სისტემური ცნებები, 2009, გვ. 163.

<sup>54</sup> იურიდიულ დოქტრინაში არსებობს საკორპორაციო სამართლისა და კორპორაციის შესახებ სახელშეკრულებო ურთიერთობათა თეორია (*“The Contractarian Theory”*). იხ. *Klausner, The Contractarian Theory of Corporate Law: A Generation Later, The Journal of Corporate Law*, 2006, P. 782-786. ამასთან, საკორპორაციო სამართალი, დროთა განმავლობაში, უფრო და უფრო კომპლექსური ხდება, მაგრამ კორპორაციული კოლაფსი და მისგან გამოწვეული ეკონომიკური კრიზისების თავიდან აცილება, ფაქტობრივად, არ ხდება, რის გამოც ის გაკრიტიკებულია. მაგ. იხ. *Didadj, Delaying Corporate Law*, 34 *Hofstra L. Rev.*, 2005-2006, P. 469-516.

სახელმწიფოს ლეგიტიმაციის (რეგისტრაციის) შედეგად.<sup>55</sup> წარმოიშობა სპეციფიკური გაერთიანება, რომელსაც, ფაქტობრივად, ორმაგი ბუნება აქვს: ის, ერთი და იმავე დროს, არის როგორც წევრთა გაერთიანება, ისე წევრებისგან დამოუკიდებელი სამართლის სუბიექტი.<sup>56</sup>

სამართალმცოდნეთა პარალელურად, ეკონომისტები თანამედროვე კორპორაციას სოციალურ გაერთიანებად და ეკონომიკური აქტივობების კოლექტიური მართვის ბუნების მქონე სუბიექტად თვლიან.<sup>57</sup> ამ მხრივ, ფირმის ფინანსური ეკონომიკის არსის,<sup>58</sup> როგორც კორპორაციის კვალიტატური და კვანტიტური სეგმენტების დესკრიფციული ანალიზი,<sup>59</sup> სამართლებრივი კონსტრუქციის გარეშე, გამოირიცხულია.<sup>60</sup> სამართლებრივი ფორმის აუცილებლობას ეკონომიკური სტაბილურობის მოთხოვნა განაპირობებს. ეკონომიკური ურთიერთობები თვითრეგულირებად სისტემას წარმოადგენს, მაგრამ ეს არ ნიშნავს, რომ განსახორციელებელი ქმედებები ინდივიდთა მიერ წინასწარ არ იგეგმება.<sup>61</sup> ამ კუთხით, კაპიტალისტური ურთიერთობების კონკურენტუნარიანობასა და განვითარებას მარტივი მარკეტინგული ფორმულა უდევს საფუძვლად: საჭიროა ეკონომიკური აქტივობის სამართლებრივ წესრიგში მოქცევა, ანუ „კაპიტალისტური უწესრიგობისთვის“ ნორმატიული რეგულირების „მიწოდება“ - საკორპორაციო სამართლის ძირითადი ფუნქცია ხომ სამეწარმეო საქმიანობის განმახორციელებელი სუბიექტების ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმით უზრუნველყოფა.<sup>62</sup> მოკლედ, სხვა სიტყვებით რომ ითქვას, „თეორია“<sup>63</sup> უნდა ემსახურებოდეს „პრაქტიკას“<sup>64</sup>.

კორპორაცია, როგორც სამართლებრივი კატეგორია, იურიდიულ დოქტრი-

<sup>55</sup> *Hamilton, The Law of Corporations*, 2000, P. 46; *Phillips, Reappraising the Real Entity Theory of the Corporation*, 21 Fla. St. U.L. Rev., 1994, P. 1062. შეად. კერესელიძე, კერძო სამართლის უზოგადესი სისტემური ცნებები, 2009, გვ. 166-167.

<sup>56</sup> *French, Mayson, Ryan, Company Law*, 26<sup>th</sup> ed., 2009-2010, P. 152.

<sup>57</sup> *Schrader, The Corporation as Anomaly*, 1993, P. 1.

<sup>58</sup> ხარაიშვილი, ჩავლეიშვილი, ფირმის ფინანსური ეკონომიკა, 2009, გვ. 5-11.

<sup>59</sup> *Posner, The Economic Analysis of Law*, 2007, P. 429-453.

<sup>60</sup> *Posner, The Economic Analysis of Law*, 2007, P. 391-397.

<sup>61</sup> *Coase, The Nature of the Firm, Economica*, New Series, Vol. 4, No. 16. 1937, P. 387.

<sup>62</sup> *Armour, Hansmann., Kraakman, What is Corporate Law?* 2<sup>nd</sup> ed., 2009, P. 2.

<sup>63</sup> მოცემული შემთხვევისთვის იგულისხმება სამართლებრივი რეგულირება.

<sup>64</sup> ანუ, ეკონომიკური აქტივობის შედეგად მიღებულ პროცესებს. შეად. გულაშვილი, კორპორაციული საფარველის გაჭოლვა, როგორც კრედიტორთა დაცვის განსაკუთრებული ღონისძიება მშობელ-შვილობილ კომპანიათა ურთიერთობის კონტექსტში (აშშ-სა და ქართული საკორპორაციო სამართლის მიხედვით), წიგნში: საკორპორაციო სამართალი კრებული, ტომი I, რედ. ბურდული, 2011, გვ. 78-80.

<sup>65</sup> *Schrader, The Corporation as Anomaly*, 1993, P. 9.



ნაში სხვადასხვა თეორიისა<sup>66</sup> თუ სასამართლო გადაწყვეტილებების<sup>67</sup> ბაზისზე ჩამოყალიბებული, ნორმატიულად დეკლარირებული კაპიტალის მართვის ორგანიზებული ინსტრუმენტი. პირთა და ქონების გაერთიანების ორგანიზებულმა სამართლის წესრიგის მიერ არის შემოთავაზებული. ის (ორგანიზებულია), რეგულატორული დეფინიციებით, აყვანილი და განმტკიცებულია პრესკრიფციულ იერარქიაში *ex ante* და *ex post* ნორმებით. სამეწარმეო ეკონომიკური საქმიანობის ორგანიზებულ წარმართვას იმპერატიული რეგულირება უდევს საფუძვლად. შესაბამისად, „მომავალ“ მეწარმე სუბიექტთა საქმიანობის მართვის სტრუქტურულ კონსტრუქტირებას კანონი *numerus clausus* პრინციპის საშუალებით აკეთებს.<sup>68</sup> შედეგად, სამეწარმეო საქმიანობა დასაშვებია მხოლოდ მეწარმეთა შესახებ კანონით განსაზღვრული სამართლებრივი ფორმების<sup>69</sup> გამოყენებით.<sup>70</sup> მეწარმეთა შესახებ კანონი განსაზღვრავს მეწარმე სუბიექტთა ზღვრულ ოდენობას, ზოლო სამეწარმეო საქმიანობის დაწყების ინიციატორს შემოთავაზებულ სამართლებრივ ფორმებში არჩევანის საშუალებას უტოვებს. აქედან გამომდინარე, კორპორაციის ორგანიზებულობა შეიძლება განიმარტოს, როგორც კანონით განსაზღვრული სამართლებრივი ფორმით სამეწარმეო საქმიანობის განხორციელების დასაშვებობა ზოგადი უფლებაუნარიანობით,<sup>71</sup> რომლის (სამართლებრივი ფორმის) ორგანიზაციული სტრუქტურისა და მექანიზმების ცენტრალიზებული მართვის საშუალებას

<sup>66</sup> The Concession Theory, Fiction Theory, The License Theory, The Agreggate Theory, Entity Theory, Nexus-of-Contracts Theory. იხ. Coase, *The Nature of the Firm, Economica*, New Series, Vol. 4, No. 16. 1937, P. 386-405; Jensen, *Meckling*, The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, 3 J. Fin. Econ., 1976; Bainbridge, The Board Of Directors as Nexus-of-Contracts, A Critique of Gulati, Klein & Zolt's "Connected Contracts" model, School of Law, Research paper No. 02-05, 2002, P. 16-25; Hamilton, The Law of Corporations, 5<sup>th</sup> ed, 2000, P. 50-62. Eisenberg, The Conception that the Corporation is a Nexus of Contracts, and the Dual Nature of the Firm, 24 J. Corp. L., 1998-1999, P. 822-823; French, Mayson, Ryan, Company Law, 26<sup>th</sup> ed., 2009-2010, P. 153-160; Radin, The endless problem of corporate personality, 32 Colum L Rev, 1932, P. 665, მითითებულია: French, Mayson, Ryan, Company Law, 26<sup>th</sup> ed., 2009-2010; Backer, Comparative Corporate Law, 2002, P. 323; Presser, Piercing the Corporate Veil, 2011, P. 12-26; Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol.1, 2006, P. 45-47. ქართულად: კერესელიძე, კერძო სამართლის უზოგადესი სისტემური ცნებები, 2009, გვ. 160-166; ჭანტურია, შესავალი სამოქალაქო კოდექსის ზოგად ნაწილში, 2000, გვ. 206-214; მახარობლიშვილი, მეწარმე სუბიექტთა დოგმატურ-თეორიული გამოიჯენა კაპიტალურ საზოგადოებათა საწყისებზე, „სამართლის ჟურნალი“, №2, 2011, გვ. 106-116.

<sup>67</sup> *Trustees of Dartmouth College v. Woodward* (1819) 17 US (4 Wheat) 518; *Welton v. Saffery* (1897) AC 299.

<sup>68</sup> ჭანტურია, ნინიძე, მეწარმეთა შესახებ კანონის კომენტარი, მესამე გამოცემა, 2002, გვ. 13.

<sup>69</sup> მეწარმეთა შესახებ კანონი, მე-2 მუხლის პირველი პუნქტი.

<sup>70</sup> ჭანტურია, ნინიძე, მეწარმეთა შესახებ კანონის კომენტარი, 2002, გვ. 13.

<sup>71</sup> იხ. ზოიძე, ევროპული კერძო სამართლის რეცეფცია საქართველოში, 2005, გვ. 215-220; ჭანტურია, შესავალი, 2000, გვ. 224-241; ბურდული, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 116-117. ასევე იხ. Cox, Hazen, *Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 1, 2010, P. 221-243.

კანონი,<sup>72</sup> იმპლიციტური თუ ექსპლიციტური ნორმების გამოყენებით, იძლევა ან უნდა იძლეოდეს.<sup>73</sup>

ეროვნული  
ბიბლიოთეკა

## 2. სს-ის არსის განმსაზღვრელი ორგანული ნიშნები

### 2.1. სს-ის არსის სამართლებრივი მოცემულობა

სამართალი ინდივიდთა მიერ სამართლიანობის შეგრძნებით დადგენილი პრინციპები და წესებია.<sup>74</sup> ის არის ზოგადსაგულისხმო, განსაზღვრული წესების დამდგენი, რომელსაც ახასიათებს მოქმედების პრეტენზია.<sup>75</sup> სამართალი იდენტიფიცირებულ დაკონკრეტებას სხვადასხვა მიმართულებაში განიცდის. მისი ერთ-ერთი რეგულირების ობიექტი კორპორაციული ურთიერთობებია. საკორპორაციო სამართლის, როგორც ორგანიზაციული სამართლის ნაწილის, წესრიგის არეალი იწყება მეწარმე სუბიექტთა სამართლებრივი ფორმების შიდა ორგანიზაციული სეგმენტით<sup>76</sup> და სრულდება დაინტერესებულ პირთა<sup>77</sup> ფართო სპექტრით.<sup>78</sup> სუბიექტთა შიდაორგანიზაციულობა დიფერენცირდება დოგმატურად განსაზღვრულ მეწარმე სუბიექტთა სამართლებრივ ფორმებს შორის. მათგან მნიშვნელოვანი, ინტერესის სფეროდან გამომდინარე, სს-ის, როგორც სამართლის ჯვარარსული მოვლენის, სპეციფიკაციის გამოვლენა, მისთვის სახასიათო ნიშნების მინიჭება და მათი ურთიერთგამიჯნულობაა, რაც ხელს შეუწყობს სს-ის არსის დეტერმინაციას. სს კაპიტალისტურ ურთიერთობებში ერთგვარი

<sup>72</sup> მეწარმეთა შესახებ კანონის 2008 წლის ცვლილებების განხორციელების შემდგომი რედაქციის მიხედვით, ძირითადად, ნორმათა თითქმის აბსოლუტური უმრავლესობა დისპოზიციურ ხასიათს ატარებს და ფართო შესაძლებლობას ტოვებს მეწარმე სუბიექტთა კერძო ავტონომიის განხორციელების კუთხით, ხოლო, რადგან პარტნიორთათვის ნების გამოხატვის საშუალებას საზოგადოების წესდება წარმოადგენს, ლოგიკურია, რომ კანონის გვერდით, შიდა ორგანიზაციული ურთიერთობების მომწესრიგებელ „ნორმად“, საზოგადოების წესდებაც მოიაზრებოდეს. შეად. O'Neals, Thompson, Close Corporations and LLCs: Law and Practice, 3<sup>rd</sup> ed., 2011, P. 15-19.

<sup>73</sup> კაპიტალური საზოგადოება წარმონაქმნია, რომელიც საწარმოს მართვის ორგანიზაციული მეთოდია. იხ. Posner, *The Economic Analysis of Law*, 2007, P. 409. ორგანიზაციას (კორპორაციას) კი, როგორც სამართლის სუბიექტს, იმპლიციტურ და ექსპლიციტურ ნორმათა ერთობლიობა არეგულირებს. შეად. ბრეგვაძე, ორგანიზაციის თეორიის საფუძვლები, 2009, გვ. 12-17.

<sup>74</sup> იხ. *კერესელიძე*, კერძო სამართლის უზოგადესი სისტემური ცნებები, 2009, გვ. 1.

<sup>75</sup> *ხუბუა*, სამართლის თეორია, 2004, გვ. 39.

<sup>76</sup> იხ. Schneeman, *The Law of Corporations and Other Business Organizations*, 5<sup>th</sup> ed., 2008, P. 245-281, 337-393. შეად. *შენგელია*, სააქციო საზოგადოების ორგანიზაციისა და ფუნქციონირების სამართლებრივი საფუძვლები, 2002, გვ. 24- 36.

<sup>77</sup> Carney, *From Stakeholders to Stockholders: A View from Organizational Theory*, Working Paper Series, 1997, P. 1-41; Mallin, *Corporate Governance*, 2007, P. 49-58.

<sup>78</sup> Davies, *Introduction to company law*, 2010, P. 3-4.



„ეკონომიკური ფენომენია“<sup>79</sup>, რომელსაც აქვს სახასიათო შიდა ორგანიზაციული ნიშნები.<sup>80</sup> ეს ნიშნები, თავის მხრივ, ქმნიან მის (სს-ის) სუბსტანციურ ცნებას.<sup>81</sup>



## 2.2. სს-ის სუბსტანციის განმსაზღვრელი ორგანიზაციული ელემენტები

თითქმის ყველა იურიდიქციაში, კორპორაციას აქვს ფუნდამენტურად მსგავსი სამართლებრივი ნიშნები.<sup>82</sup> ეს ნიშნებია: სამართალსუბიექტობა ანუ იურიდიულ პირად აღიარება, მესამე პირთა წინაშე მეწილეთა პასუხისმგებლობის შეზღუდულობა, წილთა (თავისუფალი) გასხვისებადობა, ცენტრალიზებული მართვის სისტემა და კაპიტალის, რომელიც ინვესტორის საკუთრებას წარმოადგენს, წილებად დაყოფა.<sup>83</sup> არსებობს მეწარმე სუბიექტთა სხვა ფორმები,<sup>84</sup> რომელსაც არ აქვთ ამ ელემენტებიდან ერთი არ მეტი ნიშანი.<sup>85</sup> სს-ის ორგანულ არსს სწორედ ხუთივე ელემენტის ერთი სუბიექტის მიმართ თანადროული არსებობა განაპირობებს.<sup>86</sup> აღსანიშნავია, რომ კონცენტრირებული მსხვილი კაპიტალის მართვა ეკონომიკურ ურთიერთობებში, ძირითადად, ყველა ნიშნის მქონე ორგანიზაციული წარმონაქმნის<sup>87</sup> საფუძველზე<sup>88</sup> ხორციელდება.<sup>89</sup>

<sup>79</sup> „ეკონომიკური ფენომენის“ სახელწოდებით პროფესორი როლფ კნიპერი ახასიათებს საწარმოს, ხოლო საწარმოსა და მეწარმე სუბიექტის პრაგმატული დიფერენცირების არარსებობის პირობებში, ისინი, იურიდიულ ლიტერატურაში, ურთიერთთანაცვლებად ტერმინად გამოიყენება. შესაბამისად, შესაძლებელია სს „ეკონომიკური ფენომენის“ სახელწოდებითაც იქნეს მოხსენიებული. იხ. ცერცვაძე, საწარმოს ცნება კერძო სამართალში, უფროსი „სამართალი“, №11-12, 2002, გვ. 60; ჭანტურია, ნინიძე, მეწარმეთა შესახებ კანონის კომენტარი, 2002, გვ. 12-14. შეად. ბურდული, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 118-126.

<sup>80</sup> ბურდული, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 115-116; ჭანტურია, კორპორაციული მართვა და ხელმძღვანელთა პასუხისმგებლობა საკორპორაციო სამართალში, 2006, გვ. 77-78.

<sup>81</sup> შეად. ზოიძე, მეწარმის ცნება და მისი თეორიულ-პრაქტიკული მნიშვნელობა. საკუთრების უფლების თავისებურებანი კორპორაციულ საზოგადოებებში, წიგნში: თანამედროვე საკორპორაციო სამართლის თეორიული და პრაქტიკული საკითხები, 2009, გვ. 67.

<sup>82</sup> Armour, Hansmann., Kraakman, What is Corporate Law? 2009, P. 1.

<sup>83</sup> Hansmann, Kraakman, The End of History for Corporate Law, Working Paper No. 00-09, 2000, P. 1. ხელმისაწვდომია: [ [http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/) ]. ასევე, იხ. Armour, Hansmann., Kraakman, What is Corporate Law? 2009, P. 1, 5.

<sup>84</sup> Freer, The law of Corporations, 6<sup>th</sup> ed., 2011, P. 8-34.

<sup>85</sup> Ribstein, Why Corporations? Berkley Bus. L. J. 183, 2004, P. 3-4.

<sup>86</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 1, 2010, P. 13.

<sup>87</sup> ზემოაღნიშნულ ნიშნებში, კვლევის კონტექსტუალური მიზნებიდან გამომდინარე, შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოება არ ჯდება კაპიტალური საზოგადოების ხუთივე სახასიათო ორგანული ელემენტით, რის გამოც მისი ანალიტიკური განხილვა, განსხვავებით სს-გან, კვლევის საგნის მიღმა რჩება.

<sup>88</sup> Posner, The Economic Analysis of Law, 2007, P. 393-397.

<sup>89</sup> Shade, Business Associations, 3<sup>rd</sup> ed., 2010, P. 6. თუმცა, ეს, გარკვეულწილად, დამოკიდებულია



პირველი და მნიშვნელოვანი, სამართალსუბიექტობაა.<sup>90</sup> მას განაპირობებს ორგანიზაციული გაერთიანების იურიდიული პირის სამოსელში მოქცევა.<sup>91</sup> ორგანიზაციულ გაერთიანებას ქმნის აქციონერთა ერთობლიობა,<sup>92</sup> რომელიც იურიდიული პირის სტატუსის<sup>93</sup> ძალით დამოუკიდებელ სამართალსუბიექტობას იძენს.<sup>94</sup> ის არის გაერთიანება, რომელსაც შეუძლია ფლობდეს ქონებას, გამოვიდეს მესამე პირებთან აქტიურ და პასიურ როლში,<sup>95</sup> იყოს მისი წევრებისგან განცალკევებული და საკუთარი სახელით მოქმედებდეს<sup>96</sup> ნებისმიერ ურთიერთობაში.<sup>97</sup> კორპორაცია ჰუმანოიდურ სახეს მოკლებული,<sup>98</sup> მაგრამ ინდივიდთა სტრუქტურიზებული ერთობის შექმნის კორპუსია.<sup>99</sup> ის არის უფლებებისა და მოვალეობების მატარებელი გაერთიანება,<sup>100</sup> რომელიც ინდივიდუალიზმის პრაქტიკულ დემონსტრირებას დადგენილი ორგანოების, ძირითადად, დირექტორატის საშუალებით ახორციელებს.<sup>101</sup>

იურიდიული პირის სტატუსი მის წევრთაგან გამიჯვნის პოსტულატია.<sup>102</sup> აღნიშნული სახასიათო ელემენტები ნორმატიულად დეკლარირებულ სუბიექტს აყალიბებს.<sup>103</sup> სახელმწიფო ლეგიტიმირებას აკეთებს ორგანიზაციისთვის, რომელიც, თავის მხრივ, თანხმდება საჯარო ინტერესების განხორციელებაზე.<sup>104</sup>

სამეწარმეო საქმიანობის სახეობაზე. რიგ შემთხვევებში, სხვა სამართლებრივი ფორმის გამოყენებით „მოქმედება“ შეიძლება უფრო მიზანშეწონილი იყოს. იხ. *Pinto, Branson, Understanding Corporate Law*, 3<sup>rd</sup> edition, 2009, P. 6-9.

<sup>90</sup> „Legal personality,” „Corporate Entity,” „Personality”. იხ. *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 1, 2010, P. 3; *Shade, Business Assosiations*, 3<sup>rd</sup> ed., 2010, P. 5,6.

<sup>91</sup> ამ შემთხვევაში საუბრობენ სახელმწიფო ლეგიტიმაციაზე. იხ: ბურდული, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 117; *კერესელიძე*, კერძო სამართლის უზოგადესი სისტემური ცნებები, 2009, გვ. 166-167; *Pinto, Branson, Understanding Corporate Law*, 3<sup>rd</sup> ed., 2009, P. 13-14.

<sup>92</sup> შეად. *Eisenberg*, The Conception That the Corporation is a Nexus of Contracts, and the Dual Nature of the Firm, 24 J. Corp. L. 1998-1999, P. 819-836.

<sup>93</sup> „მეწარმეთა შესახებ“ კანონის მე-2 მუხლის მესამე პუნქტი სს-ს იურიდიული სტატუსის მატარებელ სუბიექტს უწოდებს.

<sup>94</sup> *Davies*, Introduction to company law, 2010, P. 9.

<sup>95</sup> *Hamilton, Freer*, The law of Corporations, 6<sup>th</sup> ed., 2011, P. 5.

<sup>96</sup> *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol.1, 2006, P. 2-6.

<sup>97</sup> *Shade, Business Assosiations*, 3<sup>rd</sup> ed., 2010, P. 5.

<sup>98</sup> *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol.1, 2006, P. 45-67.

<sup>99</sup> *Warren*, Corporate Advantages Without Incorporation, 1929, P. 15. შეად. *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 1, 2010, P. 7-13.

<sup>100</sup> *Dewey*, The Historic Background of Corporate Legal Personality, 35 Yale L.J., 1926, P. 655,656.

<sup>101</sup> იხ. *Marcum v. Wengert*, 40 S.W.3d., ARK. 2001, P. 230-239.

<sup>102</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 1, 2010, P. 4.

<sup>103</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 1, 2010, P. 6.

<sup>104</sup> *Backer*, Comparative Corporate Law, 2002, P. 324.



უფლებამოსილებათა რეალიზებას წესდებაზე დაყრდნობით ახორციელებს, რომელიც პარტნიორთა და საზოგადოების შორის ან კორპორაციასა და სახელმწიფოს შორის დადებულ ხელშეკრულების სახეობას წარმოადგენს.<sup>105</sup> ხელშეკრულებად, სააქციო საზოგადოების სამართლის ცალკე სუბიექტად აღიარება ორ თანმდევ შედეგს მოიცავს. პირველი, სს ემიჯნება აქციონერებს (მესაკუთრეებს)<sup>106</sup>, დაინტერესებულ პირებსა და კრედიტორებს.<sup>107, 108</sup> მეორე, კორპორაცია ხასიათდება ჰომოგენურობით, რომელიც მას განცალკევებულ „პატრიმონიად“ განიხილავს.<sup>109</sup> ეს უკანასკნელი ნიშნავს, რომ მკვეთრი დემარკაციული ხაზი გადის საზოგადოების ქონებასა და საზოგადოების დამფუძნებელ, წილთა მესაკუთრე<sup>110</sup> პირების პირად ქონებრივ სიკეთესთან<sup>111</sup> ანუ ხდება ქონებრივი უფლება-მოვალეობების (გა)დანაწილება.<sup>112</sup>

### 2.2.2. პასუხისმგებლობის შეზღუდვა

კორპორაციის სამართალსუბიექტობის კონცეფტუალური ბუნება პასუხისმგებლობის შეზღუდვაში პოვებს გამოხატულებას.<sup>113</sup> ინვესტორისთვის კაპიტალური საზოგადოების ფორმით სამეწარმეო საქმიანობის დაწყების მოტივატორს<sup>114</sup> შეზღუდულ პასუხისმგებლობასა და განცალკევებულ „იურიდიული პირის“ სტატუსს შორის არსებული კავშირი წარმოადგენს.<sup>115</sup> იურიდიული პირის სტატუსით შეძენილი სამართალსუბიექტობა შეზღუდული პასუხისმგებლობის<sup>116</sup> ფასილიტატორის როლში გამოდის.<sup>117</sup> ის არის საკორპორაციო

<sup>105</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 1, 2010, P. 211-220.

<sup>106</sup> Pinto, Branson, Understanding Corporate Law, 3<sup>rd</sup> ed., 2009, P. 7.

<sup>107</sup> Davies, Introduction to company law, 2010, P. 9.

<sup>108</sup> Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol.1, 2006, P. 32-35, 64-75.

<sup>109</sup> Armour, Hansmann., Kraakman, What is Corporate Law? 2009, P.6.

<sup>110</sup> „პირველად“ პარტნიორსა და „შემოსულ“ პარტნიორს შორის სამართლებრივი სხვაობის შესახებ, იხ. ბურდული, ქონებრივი ურთიერთობა სააქციო საზოგადოებაში, 2008, გვ. 57-58.

<sup>111</sup> Hansmann, Kraakman, Squire, Law and Rise of the Firm, 2006, P. 1-7.

<sup>112</sup> Hansmann, Kraakman, The Essential Role of Organizational Law, Yale L. J., 2000, P. 4-14.

<sup>113</sup> Wheeler, Corporations & The Third Way, 2002, P. 73.

<sup>114</sup> Presser, Piercing the Corporate Veil, 2011, P. 7; გულაშვილი, კორპორაციული საფარვლის გაჭოლვა, როგორც კრედიტორთა დაცვის განსაკუთრებული ღონისძიება მშობელ-შვილობილ კომპანიათა ურთიერთობის კონტექსტში, 2011, გვ. 75-78.

<sup>115</sup> Broughman, Entrepreneur Wealth and the Value of Limited Liability, Maurer School of Law, 2011, P. 2.

<sup>116</sup> Gevurtz, Corporation Law, 2010, P. 26.

<sup>117</sup> Davies, Introduction to company law, 2010, P. 10.



სამართლის არა მხოლოდ „პირველ პრინციპად“<sup>118</sup> მიჩნეული ელემენტი,<sup>119</sup> რომელიც მისი არსებობის მთავარ კონცეფციას შეიცავს,<sup>120</sup> არამედ აღიარებულია კაპიტალიზმის, როგორც დისციპლინური ურთიერთობების ქვაკუთხედად.<sup>121</sup> შეზღუდული პასუხისმგებლობა ვალდებულების არარსებობას ნაცს.<sup>122</sup> პასუხისმგებლობის შეზღუდვის პრინციპის გამოყენებით<sup>123</sup> მეწარმე სუბიექტის რისკების დივერსიფიცირება, უფრო სწორედ, მისი მთლიანი ტრანსფერი საწარმოს მესაკუთრე სუბიექტიდან მესამე პირებზე ხდება.<sup>124</sup> აქციონერი კაპიტალის დივერსიფიცირებული პორტფოლიოს შექმნით, ინვესტირული ქონების დაკარგვის რისკი მინიმალურამდე დაჰყავს.<sup>125</sup> ეს შეიძლება იყოს დელიქტიდან წარმოშობილი ან/და სახელშეკრულებო ურთიერთობის შედეგად დამდგარი პასუხისმგებლობა,<sup>126</sup> რომლის შეუსრულებლობის რისკის მატარებელი, კორპორაციის მიერ ვალდებულების ან პასუხისმგებლობის შესრულებისთვის არასაკმარისი ქონების არსებობის შემთხვევაში, მესამე პირია.<sup>127</sup> პროცესის გენერირებით, შეზღუდული პასუხისმგებლობა ნიშნავს არა კორპორაციის პასუხისმგებლობის შეზღუდვას, არამედ მეწილეთა პასუხისმგებლობის შეზღუდვას<sup>128</sup> მესამე პირთა წინაშე.<sup>129</sup> კრედიტორების მოთხოვნის დაკმაყოფილების დიპაზონი შეზღუდულია კორპორაციის ქონებით<sup>130</sup> და არანაირი მოთხოვნის წაყენების უფლება საზოგადოების მესაკუთრეთა წინაშე არ აქვს.<sup>131</sup> აქციონერი პასიურ ინვესტირებას აკეთებს: ის იღებს ინვესტირებული კაპიტალიდან ნარჩენ

<sup>118</sup> შეად. *Gevurtz*, *Global Issues in Corporate Law*, 2006, P. 23.

<sup>119</sup> *Dodd*, *The Evolution of Limited Liability in American Industry: Massachusetts*, 61 *Harv. L. Rev.*, 1948, P. 1351.

<sup>120</sup> *Ribstein*, *Limited Liability and Theories of the Corporations*, 50 *Md. L. Rev.*, 1991, P. 80.

<sup>121</sup> *Blumberg*, *Limited Liability and Corporate Groups*, 11 *J. Corp. L.*, 1986, P. 572-611.

<sup>122</sup> *Pinto, Branson*, *Understanding Corporate Law*, 3<sup>rd</sup> ed., 2009, P. 35.

<sup>123</sup> პასუხისმგებლობის შეზღუდვის პრინციპის ნორმატიული მოცემულობა მეწარმეთა შესახებ კანონის მე-3 მუხლის მე-4 პუნქტშია წარმოდგენილი.

<sup>124</sup> შეად. *Palmiter, Corporations*, 2006, P. 495-498.

<sup>125</sup> *Easterbrook, Fischel*, *The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, P. 43.

<sup>126</sup> „გამჭოლი პასუხისმგებლობის პრინციპის“ მოქმედების დაწყების ერთ-ერთ ასპექტს აღნიშნული ორი შემთხვევა წარმოადგენს. იხ. *Presser*, *Piercing the Corporate Veil*, 2011, P. 86-99. შეად. *Bainbridge*, *Abolishing Veil Piercing*, 26 *J. Corp. L.*, 2001, P. 479--504.

<sup>127</sup> *Cox, Hazen*, *Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 1, 2010, P. 375.

<sup>128</sup> *Broughman*, *Entrepreneur Wealth and the Value of Limited Liability*, *Maurer School of Law*, 2011, P. 2, 6-9.

<sup>129</sup> *Armour, Hansmann., Kraakman*, *What is Corporate Law?* 2009, P. 9-10.

<sup>130</sup> *Backer*, *Comparative Corporate Law*, 2002, P. 981.

<sup>131</sup> ეს არის საზოგადოების მესაკუთრეთა პირადი ქონების დაცვის მექანიზმი, ეწ. *Owner shielding*. ამის საპირწონედ, არსებობს სს-ის ქონების პარტნიორთა პირადი კრედიტორების მოთხოვნისგან დაცულობის მექანიზმი, რომელიც ცნობილია „*Entity shielding*“-ის სახელით. იხ. *Hansmann, Kraakman, Squire*, *Law and Rise of the Firm*, 2006, P. 2-19. ასევე, იხ. *Tröger*, *Asset Partitioning, Debt-Equity Agency Conflicts, and Choice of Organizational Form*, 2007, P. 12-20; *Thompson*, *Agency Law and Asset Partitioning*, 71 *U. Cin. L. Rev.* 2003, P. 1327-1330.



სარგებელს მენეჯმენტის მიერ შესრულებული საქმიანობისთვის წარმოშობილი ყოველგვარი პასუხისმგებლობისგან თავისუფალ რეჟიმში.<sup>132</sup> სხვანაირად, სს-ის პასუხისმგებლობა შეუზღუდავია.<sup>133</sup> ის, მესამე პირთა წინაშე, პასუხისმგებლობას მთელი თავისი ქონებით, შეუზღუდავად.<sup>134, 135</sup> პასუხისმგებლობის შეზღუდვას დოქტრინალური ფუნქციონირება პირის მიერ საზოგადოებისთვის გადაცემული ქონების, შენატანის განხორციელებით და, შესაბამისად, კორპორაციის მიერ ამ ქონების მიღების მომენტიდან იწყება.<sup>136</sup> შესატანის განხორციელება ინვესტორს „კორპორაციული საფარველით“ აღჭურვავს, რომელიც („საფარველი“) „კორპორაციული ფიქციის“, „ხელოვნური კმნილების“ არსით იქმნება.<sup>137</sup>

შეზღუდული პასუხისმგებლობის პრინციპის კორპორაციისთვის აუცილებელ სახასიათო ნიშნად კვალიფიცირება ეკონომისტთა და სამართალმცოდნეთა შორის მკაცრი კრიტიკული დებატების საგანია.<sup>138</sup> პარალელურად, წინა პლანზე სისხლისსამართლებრივი ასპექტებიც იწვევს. კერძოდ, კორპორაციის „პიროვნულობა“, რომელიც განცალკევებულია მესაკუთრეთა მართვისა თუ ქონებისგან, პასუხისმგებლობა შეზღუდულია. სისხლისსამართლებრივი პასუხისმგებლობის შერაცხვა მენტალურ ელემენტს მოიცავს, რაც ნიშნავს, რომ სუბიექტი უნდა

<sup>132</sup> *Hamilton, Freer, The law of Corporations*, 6<sup>th</sup> ed., 2011, P. 6.

<sup>133</sup> იხ. *Easterbrook, Fischel, The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, P. 40. თუ, რა თქმა უნდა, სახეზე არ არის გამჭოლი პასუხისმგებლობის დოქტრინის გამოყენების წინაპირობები. იხ. *Presser, Piercing the Corporate Veil*, 2011, P. 6-109; *Backer, Comparative Corporate Law*, 2002, P. 982-995; იხ: ბურდული, საწესდებო კაპიტალი და მისი ფუნქციები, წიგნში: თანამედროვე საკორპორაციო სამართლის თეორიული და პრაქტიკული საკითხები, 2009, გვ. 236-261; გულაშვილი, კორპორაციული საფარველის გაჭოლვა, როგორც კრედიტორთა დაცვის განსაკუთრებული ღონისძიება მშობელ-შვილობილ კომპანიათა ურთიერთობის კონტექსტში, წიგნში: საკორპორაციო სამართლის კრებული, I, (რედ. ირაკლი ბურდული), 2011, გვ. 69-109. შეად. *French, Mayson, Ryan, Company Law*, 26<sup>th</sup> ed., 2009-2010, P. 128-142.

<sup>134</sup> იხ. მეწარმეთა შესახებ კანონი, 51-ე მუხლის პირველი პუნქტი.

<sup>135</sup> აქვე აღსანიშნავია, რომ შერწყმის და შეძენის შედეგად სს-ის შეზღუდულ პასუხისმგებლობაში ცვლილებების განხორციელება ფაქტობრივად შეუძლებელია ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმის შეცვლის გარეშე. შეზღუდული პასუხისმგებლობის შეცვლის სხვა გზაა გამჭოლი პასუხისმგებლობა (*piercing the corporate veil*). იხ. *Schwarez, Collapsing Corporate Structure: Resolving the Tension Between Form and Substance*, 2004, P. 4-5; *Pinto, Branson, Understanding Corporate Law*, 3<sup>rd</sup> ed., 2009, P. 37-44; *Presser, Piercing the Corporate Veil*, 2011, P. 34-99.

<sup>136</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 1, 2010, P. 367-371.

<sup>137</sup> *Bainbrige, Abolishing Veil Pircing*, 26 Iowa J. Corp. L., 2001, P. 479-482. ასევე: გულაშვილი, კორპორაციული საფარველის გაჭოლვა, როგორც კრედიტორთა დაცვის განსაკუთრებული ღონისძიება მშობელ-შვილობილ კომპანიათა ურთიერთობის კონტექსტში (აშშ-სა და ქართული საკორპორაციო სამართლის მიხედვით), 2011, გვ. 98-101.

<sup>138</sup> *Posner, The Economic Analysis of Law*, 2007, §14.3; *Bainbrige, Abolishing Veil Pircing*, 26 Iowa J. Corp. L., 2001, P. 479 et seq; *Easterbrook, Fischel, Limited Liability and Corporations*, 52 U.Chi. L. Rev., 1985, P. 89 et seq; *Gevurtz, Global Issues in Corporate Law*, 2006, P. 24-57 და ა.შ.

იყოს *mens rea* (დანაშაულებრივი განზრახვის მქონე (*guilty mind*)).<sup>139</sup> ლოგიკურია, რომ ის მიმართულია ნატურალურ ინდივიდთა წინაშე და მისი შერაცხვა „გონებრივი მენტალიტეტის“ არმქონე პირისთვის, სადავოა.<sup>140</sup> შესაბამისად, კორპორაციის მესაკუთრენი ჩაიდენენ სისხლისსამართლებრივ უმართლობას, ხდება საწარმოს, *mens rea* მიზნებისთვის, მისი მაფორმირებელი ჰუმანოიდური კომპონენტების აგრეგატად გადაქცევა, რის შედეგადაც, კორპორაცია, როგორც პიროვნება (პირდაპირი გაგებით) დანაშაულის ობიექტურად შერაცხვის სუბიექტია და მისი წევრები, პასუხისმგებლობის შეზღუდვის პრინციპით კორპორაციული საფარველის ქვეშ ვეღარ ისარგებლებენ. პასუხისმგებლობისა და ინდივიდუალიზმის ურთიერთმიმართებით კორპორაციის პასუხისმგებლობის ასპექტები იდენტიფიკაციის თეორიის (ე.წ. *The Identification Theory*) ინდუქციური ანალიზის შედეგია.<sup>142</sup>

### 2.2.3. მართვის ცენტრალიზება

კაპიტალური ტიპის მეწარმე სუბიექტს მესამე პირებთან სამართლებრივ ურთიერთობაში შესვლის ინდივიდუალური, ბუნებითი წარმონაქმნის ბერკეტი არ გააჩნია. მაგრამ აქვს ორგანული წარმოშობის მართვის მექანიზმები. მათზე კორპორაციის მართვის უფლებამოსილების დელეგირებით იქმნება კიდევ ერთი სუბსტანციური ელემენტი. ეს არის ცენტრალიზებული მენეჯმენტი.<sup>143</sup> კორპორაცია, ხელშეკრულებათა ერთობლიობის თეორიიდან<sup>144</sup> გამომდინარე, მრავალმხრივი გარიგების საფუძველზე წარმოქნილი საზოგადოებაა, რომელიც, ერთნებიანობის შემთხვევაში, აწესრიგებს ხელშემკვრელ მხარეთა (პარტნიორთა) შიდაორგანიზაციულ ურთიერთობებს, თუმცა მას როგორც იურიდიულ პირს ესაჭიროება მესამე პირებთან სამართლებრივ ურთიერთობებში შესვლა ე.ი. უნდა გააჩნდეს ქმედუნარიანობა.<sup>145</sup> ქმედუნარიანობის აქტიური გამოყენების

<sup>139</sup> *Smith, Hogan, Criminal Law*, 8<sup>th</sup> ed., London, 1996, P. 56. მითითებულია: *Wheeler, Corporations & The Third Way*, 2002, P. 74.

<sup>140</sup> შეად. *Gevurtz, Global Issues in Corporate Law*, 2006, P. 86-88.

<sup>141</sup> კომპანიათა სამართლის დოქტრინაში არსებობს მოსაზრება, რომ პასუხისმგებლობის შეზღუდვის პრივილეგიით არა მხოლოდ აქციონერებმა, არამედ დირექტორებმაც უნდა ისარგებლონ. იხ. *Grantham, The Limited Liability of Company Directors*, Research Paper # 07-03, 2007, P. 1-47. ხელმისაწვდომია: [ <http://ssrn.com/abstract=991248> ].

<sup>142</sup> იხ. *Wheeler, Corporations & The Third Way*, 2002, P. 74.

<sup>143</sup> Centralized management ან Delegated management with a board structure. იხ. *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 1, 2010, P. 15, 458.

<sup>144</sup> Nexus of contract. იხ. *Pinto, Branson, Understanding Corporate Law*, 3<sup>rd</sup> ed., 2009, P. 109.

<sup>145</sup> ბურდული, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 114.



შესაძლებლობა წარმომადგენლის დანიშვნაშია,<sup>146</sup> რომელსაც გაწერილი ან დაუწერიელი უფლებამოსილებათა ფარგლები, რომელშიც კორპორაცია უნდა წარადგინოს მესამე პირთა წინაშე, საკონონდებლო/სახელმშეკრულებო დონეზე განესაზღვრებათ.<sup>147</sup> უკანასკნელ შემთხვევაში საზოგადოება გამოდის როგორც ხელშემკვრელი მხარე მესამე პირებთან ურთიერთობაში,<sup>148</sup> რომელიც საზოგადოების მესაკუთრეებისა და მენეჯერებისგან განცალკევებულია.<sup>149</sup> საზოგადოების *Nexus for contract* მოქმედების წინაპირობა საზოგადოების სახელით გამოსვლაზე უფლებამოსილ პირთა კანონით დადგენაა.<sup>150</sup> საკორპორაციო სამართალი, კორპორაციებთან დაკავშირებით, საზოგადოების წარმომდგენ ორგანოდ ბორდს მიიჩნევს, რომელსაც დელეგირებული აქვს სს-ის კაპიტალის მართვის უფლებამოსილება.<sup>151</sup> მართვის უფლებამოსილების დელეგირება აქციონერების კომპეტენციურ არეალშია.<sup>152</sup> ისინი ინვესტირებული კაპიტალის მენეჯერული უნარებისა და გამოცდილების მქონე პირების საშუალებით მართვის ცენტრალიზებულ მოდელზე გადადიან, რომელიც დაბანდებული კაპიტალის მაქსიმალური ოპტიმიზირებისკენ იქნება მიმართული,<sup>153</sup> მიუხედავად იმისა, რომ საზოგადოების მართვის უფლებამოსილებათა დელეგირება ძალაუფლების ბოროტად გამოყენების შესაძლებლობას ქმნის.<sup>154</sup> შესაბამისად, კორპორაცია მოქმედებს დირექტორთა (საბჭოს) მეშვეობით.<sup>155</sup> ბორდი, თავის მხრივ, აღმასრულებელ მენეჯერს ირჩევს, რომელიც ანგარიშვალდებული ხდება ბორდის წინაშე. აღსანიშნავია, რომ აშშ-ის ბორდში შემავალი დირექტორი საზოგადოების მესამე პირებთან წარმომდგენ *default* სუბიექტად არ მოიაზრება. ის არის სამეწარმეო საქმიანობის „კოორდინატორი“,<sup>156</sup> რომელიც მხოლოდ მაშინ არის უფლებამოსილი კონკრეტულ ურთიერთობაში გამოვიდეს კორპორაციის სახელით, თუ ამ უფლებამოსილების დელეგირება ბორდის მიერ მოხდება.<sup>157</sup> ამ მხრივ, ქართულ რეალობაში, უფლებამოსილების დელეგირება და დელეგანტის ეტიმოლოგია<sup>158</sup>

<sup>146</sup> *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol.1, 2006, P. 76.

<sup>147</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 1, 2010, P. 458-468.

<sup>148</sup> ამ შემთხვევაში სახეზეა „*Nexus for contract*“.

<sup>149</sup> *Armour, Hansmann., Kraakman, What is Corporate Law?* 2009, P. 6.

<sup>150</sup> *ზოძე*, ევროპული კერძო სამართლის რეცეფცია საქართველოში, 2005, გვ. 218.

<sup>151</sup> *Davies, Introduction to company law*, 2010, P. 12- 14.

<sup>152</sup> *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol.5, 2011, P.489-503.

<sup>153</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 1, 2010, P. 16.

<sup>154</sup> *Bratton, Wachter, Shareholder Primacy's Corporatist Origins: Adolf Berle and The Modern Corporation*, *The Journal of Corporation Law*, 2008, P. 99.

<sup>155</sup> *Schneeman, The Law of Corporations and Other Business Organizations*, 5<sup>th</sup> ed., 2008, P. 338.

<sup>156</sup> *Hamilton, Freer, The law of Corporations*, 6<sup>th</sup> ed., 2011, P. 5.

<sup>157</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 1, 2010, P. 469,470.

<sup>158</sup> საქართველოში საწარმოს აღმასრულებელ/წარმომადგენლობაზე უფლებამოსილ პირს განსხვავებული სახელწოდებები აქვს: გენერალური დირექტორი, აღმასრულებელი დირექტორი, მენეჯერი, პრეზიდენტი და ა.შ.

ნების კერძო ავტონომიის ფარგლებშია მოქცეული და მხარეთა მიერ განისაზღვრება ყოველ კონკრეტულ შემთხვევაში.<sup>159</sup>

სს-ში მენეჯმენტს, ხშირად, უცხო ორგანოს უწოდებენ. ყალიბდება „არინ-ციპალ-აგენტის“ ურთიერთობა,<sup>160</sup> რამდენადაც საზოგადოების მდგომარეობის უფლება მესამე პირებს გადაეცემა, განსხვავებით ამხანაგობისგან, სადაც საწარმოს მართვის ფუნქცია თითოეულ წევრს აქვს და, საკუთარი ორგანოს კონცეფციიდან გამომდინარე, მათ ეს ფუნქცია, როგორც წესი, არ შეიძლება სრულად ჩამოერთვათ.<sup>161</sup> მოკლედ, ამ ელემენტის ფუნდამენტური არსი სს-ის კაპიტალდამბანდობლის მიერ მისივე ინვესტირებული ქონების მართვის უფლების მესამე ორგანოსთვის დელეგირებაში მდგომარეობს.<sup>162</sup>

## 2.2.4. წილთა გასხვისების სამართლებრივი რეჟიმი

„ლია“ კორპორაციებში წილთა თავისუფალი მიმოქცევა<sup>163</sup> მას ბიზნესის კეთების სასურველ სამართლებრივ ფორმად აქცევს.<sup>164</sup> წილთა გასხვისების შესაძლებლობა და აქციის განკარგვის მეთოდოლოგიურ-პროცედურული სპეციფიკა საზოგადოების კიდევ ერთი ფუნდამენტური ნიშანია, რაც სს-ს სხვა სამეწარმეო საქმიანობის განმახორციელებელი სუბიექტებისგან განასხვავებს.<sup>165</sup> კორპორაციული სისტემის, როგორც კაპიტალის მოზიდვის მექანიზმის, უპირველესი ფუნქციონალური კონცეფცია ინვესტიციის ლიკვიდურობის ხარისხობრივი მაჩვენებელია. პასუხისმგებლობის შეზღუდვის არსებობის მიუხედავად, ინვესტორის მარკეტინგული ხედვა და კორპორაციის სტაგნაციური ეკონომიკური მდგომარეობის შეცნობა დეინვესტირებისა და სხვა კომპანიაში კაპიტალის რეინვესტირების ბასიზს წარმოადგენს.<sup>166</sup> მისი თავიდან აცილების ბერკეტი აქციის, როგორც ფასიანი ქაღალდის კაპიტალის ბაზარზე ბრუნეაუნარიან

<sup>159</sup> იხ. მეწარმეთა შესახებ კანონი, მე-9 მუხლის პირველი პუნქტი.

<sup>160</sup> Cox, Hazen, Business Organizations Law, 2011, P. 48.

<sup>161</sup> იხ. ბურდული, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 112-113.

<sup>162</sup> Jensen, Meckling, The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, October, 1976, Vol. 3, No. 4, P. 305-360. კორპორაციაში საკუთრებისა და კონტროლის გამიჯვნის საფუძვლად აღიარებულია ბერლისა და მინსის ნაშრომი. იხ. Berle, Means, The Modern Corporation and Private Property, 1932; Armour, Gordon, The Berle-Means Corporation in the 21st Century, 2008, P. 1-35; Pinto, Branson, Understanding Corporate Law, 3<sup>rd</sup> ed., 2009, P. 97-99.

<sup>163</sup> Transferability of shares. იხ. Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol.11, 2011, P. 34,35.

<sup>164</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 1, 2010, P. 16.

<sup>165</sup> Armour, Hansmann., Kraakman, What is Corporate Law? 2009, P.11.

<sup>166</sup> Manne, Our Two Corporation Systems: Law and Economics, 53 Va. L. Rev., 1967, P. 257-264.



სამართლებრივ ბუნებაში, მდგომარეობს.<sup>167</sup>

წილთა სამართლებრივი რეჟიმი ირიბ კავშირშია კორპორაციის მოქნილ ფინანსურ ინსტრუმენტებთან. წილი გამოიხატება აქციით, რომელიც ფასიანი ქაღალდია.<sup>168</sup> კორპორაციულად მოწყობილი ორგანიზაცია უფლებამოსილია (power)<sup>169</sup> სხვადასხვა სახისა და კლასის ფასიანი ქაღალდის გამოშვებაზე.<sup>170</sup> ფასიანი ქაღალდის სახის განსაზღვრის უნარი, კორპორაციის ეკონომიკურ აქტიურობას მოქნილს ხდის. მას შეუძლია საბაზრო მდგომარეობის ანალიზის, კონკრეტული ინვესტორის მოთხოვნილებისა და საწარმოს კაპიტალიზაციის ურთიერთმიმართებითი თანაფარდობის გამოთვლის შედეგად მიიღოს გადაწყვეტილება ოპტიმალური შინაარსობრივი პოსტულატების შემცველი ფასიანი ქაღალდის გამოშვების შესახებ, ანუ ფასიანი ქაღალდი საჭიროებისამებრ „მომარგოს“ არსებულ მდგომარეობას.<sup>171</sup>

თუ კორპორაციის უფლებამოსილება, აწარმოოს განსხვავებული სახისა და კლასის აქცია, ზრდის მის ფინანსურ მოქნილობას, თავის მხრივ, აქციონერისთვის მინიჭებული წილთა გასხვისების შესაძლებლობა გადამწყვეტი სტრატეგიული მნიშვნელობისაა, რომელიც ინვესტორს საინვესტიციო პორტფოლიოს ცვალებად საბაზრო პირობებთან მორგების საშუალებას აძლევს.<sup>172</sup>

წილთა თავისუფალი გასხვისების სამართლებრივი რეჟიმი<sup>173</sup> პირდაპირპროპორციულად აისახება კორპორაციის ფუნქციონირების ხანგძლივობაზე.<sup>174</sup> წილთა გასხვისება კორპორაციის, როგორც იურიდიული კატეგორიის კონსტრუქციაზე გავლენას არ ახდენს.<sup>175</sup> წილის გასხვისება აქციონერის შეცვლას გულისხმობს. სს-ის არსებობა კი არ არის დამოკიდებული წევრთა ცვლილებაზე. შესაბამისად, აქციონერის მიერ აქციათა (წილთა) ნაწილობრივი თუ სრული გასხვისება არ ახდენს გავლენას საზოგადოების არსებობაზე,<sup>176</sup> მაგრამ

<sup>167</sup> Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol.11, 2011, P. 37,38.

<sup>168</sup> Hazen, The Law of Securities Regulation, 6<sup>th</sup> ed., 2009, P. 55,56.

<sup>169</sup> იხ. Parkinson, Corporate Power and Responsibility, 1993, P. 3-50; Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 1, 2010, P. 221-227.

<sup>170</sup> მაგალითად, “scotch whiskey”, “cosmetics”, “earthworms”, “beavers”, “muskrats”, “rabbits”, “chinchillas”, “cattle embryos”, “fishing boats”, “vacuum cleaners”, “cemetery lots”, “coin operated telephones”, “master recording contracts”, “pooled litigation funds”, “fruit trees” და სხვა. იხ. Hazen, The Law of Securities Regulation, 6<sup>th</sup> ed., 2009, P. 38-40.

<sup>171</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 1, 2010, P. 16.

<sup>172</sup> Armour, Hansmann., Kraakman, What is Corporate Law? 2009, P.11.

<sup>173</sup> იხ. Palmiter, Corporations, 2006, P. 345-346.

<sup>174</sup> წილთა თავისუფალი გასხვისება და უწყვეტი არსებობა კორპორაციის სახასიათო ელემენტებია. იხ. Cox, Hazen, Business Organizations Law, 3<sup>rd</sup> ed., 2011, P. 7-9. მათი ერთმანეთისგან გამიჯნულად განხილვა მეცნიერთა „გემოვნებაზე“ დამოკიდებული. ისინი, გარკვეულ პირობებში ერთ კონტექსტში, ზოგჯერ კი, განცალკევებით განიხილებიან. მოცემულ შემთხვევაში უპირატესობა წილთა თავისუფალ გასხვისებადობის რეჟიმს მიენიჭა.

<sup>175</sup> Hamilton, Freer, The law of Corporations, 6<sup>th</sup> ed., 2011, P. 6,7.

<sup>176</sup> იხ. ბურდული, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 116.

განაპირობებს კაპიტალის ან აქციონერთა სტრუქტურის ცვლილებას.<sup>177</sup> სს-ის წილთა გასხვისება, რომელიც საზოგადოების შეძენა-შერწყმის დროს ხდება, არის ის ერთ-ერთი ელემენტი, რომელიც არსებით გავლენას ახდენს კორპორაციის სტრუქტურაზე, უპირატესად კი, კაპიტალისა და აქციონერთა სტრუქტურაზე. ამიტომ, სს-ში წილთა გადაცემა უნარიანობა კვლევის კონკრეტულ სამიზნე სემინტს წარმოადგენს. ამასთან, წილთა გასხვისება სს-ის მართვის კუთხითაც მომგებიანია.<sup>178</sup> კორპორაციული მართვის სინერგიული ეფექტისა<sup>179</sup> და „აქციონერთა სიკეთის“ (*“shareholders value”*) ზრდის ხელშემწყობი ფაქტორია არასასურველი თუ მენეჯმენტის გადაწყვეტილებით უკმაყოფილო აქციონერის მიერ საზოგადოების დატოვების შესაძლებლობა.<sup>180</sup> მოკლედ, კორპორაციის აქციათა გასხვისების სამართლებრივი რეჟიმი, როგორც წესი, განსაზღვრულია საკანონმდებლო დონეზე,<sup>181</sup> ხოლო მისი განკარგვა ხორციელდება სახასიათო პროცედურის დაცვით და თვისებრივი სპეციფიკურობით<sup>182</sup> გამოირჩევა.<sup>183</sup>

## 2.2.5. კაპიტალის აქციებად დაყოფა

დაბოლოს, კაპიტალის წილებად (აქციებად) დაყოფა კორპორაციულად მოწყობილი სამეწარმეო საზოგადოების ენდოგენური წარმონაქმნია.<sup>184</sup> კაპი-

<sup>177</sup> *Parsnos, Titman, Capital Structure and Corporate Strategy*, 2007, P. 2-50; *Ferran, Principles of Corporate Finance Law*, 2008, P. 24.

<sup>178</sup> *Davies, Introduction to company law*, 2010, P. 19.

<sup>179</sup> იხ. *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 387-400; *Frensch, The Social Side of Mergers and Acquisitions*, 2007, P. 32-42.

<sup>180</sup> *Appraisal Remedy*. იხ. *Palmiter, Corporations*, 2006, P. 623-637. მეწარმეთა შესახებ კანონის 531 მუხლის პირველი პუნქტი აქციონერის აღნიშნულ უფლებას პირდაპირ ითვალისწინებს.

<sup>181</sup> *French, Mayson, Ryan, Company Law*, 26<sup>th</sup> ed., 2009-2010, P. 222. მეწარმეთა შესახებ კანონის 52-ე მუხლის მეორე პუნქტი.

<sup>182</sup> არსებობს აქციათა გასხვისების პირველადი და მეორადი ბაზარი, რომელთაც ფუნქციონირების თავისებურებანი გააჩნიათ. იხ. *სვანაძე, სანაძე, ზიზანიშვილი, მძინარიშვილი, ლორთქიფანიძე, ახობაძე, გოგიშვილი*, საბირჟო საქმე და ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, 1998, გვ. 180-252; *French, Mayson, Ryan, Company Law*, 26<sup>th</sup> ed., 2009-2010, P. 225-232. შეად. *Hazen, The Law of Securities Regulation*, 6<sup>th</sup> ed., 2009, P. 67,68.

<sup>183</sup> აქციის (წილის) გადაცემა ჯერ კიდევ არ ნიშნავს მის თავისუფალ განკარგვას. საზოგადოების წესდება შესაძლებელია საზოგადოების აქციათა გასხვისების მიმართ კონკრეტულ წინაპირობებს ადგენდეს. კორპორაციის ტიპოლოგიური ფუნქცია კიდევ ერთი ნიუანსია, რომელიც აქციათა განკარგვის პროცედურას, სს-ის ტიპის მიხედვით, განსხვავებული სამართლებრივი რეგულირების არეალში აქცევს. წილის თავისუფალი განკარგვის შეზღუდვა „დახურული“ კორპორაციის სახასიათო ელემენტია, რამდენადაც აქტიური მეწილის თავისუფალი გასვლა არასასურველი შედეგების გამოძწევი შეიძლება გახდეს. იხ. *O'Neals, Thompson, Close Corporations and LLCs: Law and Practice*, 3<sup>rd</sup> ed., 2006, ch.7, P. 4-43.

<sup>184</sup> ქართული კანონმდებლობა სს-ის აღნიშნულ ორგანულ შემადგენელ ელემენტს პირდაპირ



ტალის, იქნება ის სააქციო თუ სასესხო ფასიანი ქაღალდებით მოზიდული,<sup>185</sup> შესატანების შეტანის<sup>186</sup> ან კონტრიბუციის გადახდის გზით ფორმირების<sup>187</sup> შემდგომ მდგომარეობას მისი წილებად, კერძოდ, ნომინალური ღირებულების მქონე აქციებად<sup>188</sup> დაყოფა წარმოადგენს. შენატანის ხელშეკრულება კორპორაციულსამართლებრივი გარიგებაა, რომელიც საზოგადოების წევრობასა და პირის კორპორაციული „მოსასხამით“ შემოსვას<sup>189</sup> განაპირობებს.<sup>190</sup> საზოგადოების წევრის სტატუსი კი პარტნიორს უფლებას<sup>191</sup> ანიჭებს საზოგადოებისგან მიიღოს საწარმოს მოგებიდან კუთვნილი აქციების პროპორციული წილი.<sup>192</sup> ზოგადად, წილზე უფლებამოსილება, რომელიც ინვესტორის მიერ განხორციელებული ინვესტიციის შედეგს წარმოადგენს, შეიძლება ორი მიმართულებით განიმარტოს. პირველი, პარტნიორს შეიძლება მიენიჭოს კორპორაციის კონტროლის უფლება, რაც დამოკიდებული იქნება აქციათა მოცულობაზე<sup>193</sup> და მეორე, მიიღოს მოგება დივიდენდის სახით.<sup>194</sup> გამოიკვეთა შედეგი: კაპიტალის წილებად დაყოფა სუბსტანციური დეტერმინანტია კორპორაციულად მოწყობილი მეწარმე სუბიექტის შინაარსობრივ-ფუნქციური ნიშნების განმარტებისა და საზოგადოებასთან პარტნიორის სტატუსით დაკავშირებული პირის უფლებამოვალეობათა ფარგლების დადგენისთვის.

სს-ის, როგორც სამართლებრივი ფორმის ორგანული ნიშნების განხილვა რესტრუქტურისაციის არსის, მისი განხორციელებისა და შედეგების ანალ-

---

იტვალისწინებს მეწარმეთა შესახებ კანონის 51-ე მუხლის პირველი პუნქტის პირველ წინადადებაში.

<sup>185</sup> *Hamilton, Freer, The law of Corporations*, 6<sup>th</sup> ed., 2011, P. 7.

<sup>186</sup> შესატანის ხელშეკრულებისა და მისი განუხორციელებლობის შედეგებთან დაკავშირებით, იხ. ბურდული, შენატანის განუხორციელებლობის სამართლებრივი შედეგი: უტოპიური შეხედულება სს-დან პარტნიორის გარიცხვის შესახებ, სამართლის ჟურნალი, №1-2, 2010, გვ. 18-53.

<sup>187</sup> *Ferran, Principles of Corporate Finance Law*, 2008, P. 85-116.

<sup>188</sup> ჯუღელი, კაპიტალის დაცვა სააქციო საზოგადოებაში, 2010, გვ. 21-24.

<sup>189</sup> ბურდული, შენატანის განუხორციელებლობის სამართლებრივი შედეგი, 2010, გვ. 23.

<sup>190</sup> ბურდული, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 180-185.

<sup>191</sup> *French, Mayson, Ryan, Company Law*, 26<sup>th</sup> ed., 2009-2010, P. 166-171.

<sup>192</sup> *Davies, Introduction to company law*, 2010, P. 79-80.

<sup>193</sup> იმის მიხედვით, ეს აქცია იქნება ხმის უფლების მქონე თუ ასეთი უფლების გარეშე. აქციის, როგორც ფასიანი ქაღალდის სახესთან დაკავშირებით, იხ. სვანაძე, სანაძე, ზიზანიშვილი, მძინარიშვილი, ლორთქიფანიძე, ახობაძე, გოგიშვილი, საბირჟო საქმე და ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, 1998, გვ. 59-62; ასევე, იხ. *Hazen, The Law of Securities Regulation*, 6<sup>th</sup> ed., 2009, P. 55, 56. აქციის სამართლებრივ ბუნებასთან დაკავშირებით, იხ. *Ferran, Principles of Corporate Finance Law*, 2008, P. 147-179;

<sup>194</sup> *Armour, Hansmann, Kraakman, What is Corporate Law?* 2009, P. 14. საკითხი ეხება დივიდენდის გაცემის შესახებ მენეჯმენტის მიერ მიღებულ გადაწყვეტილებას, რადგან წმინდა მოგების არსებობის შემთხვევაშიც კი მისი პარტნიორთა შორის განაწილება მენეჯმენტის გადაწყვეტილებაზეა დამოკიდებული (მეწარმეთა შესახებ კანონის მე-8 მუხლი). ამასთან, მეწარმეთა შესახებ კანონის 52-ე მუხლის პირველი პუნქტის ბოლო წინადადების მიხედვით, დივიდენდის უცილობლად გაცემის შეპირება ბათილია.

იზისტვის პროცედურული ჯაჭვის შემადგენელ აუცილებელ რგოლს წარმოადგენს. თუმცა, კორპორაციათა სტრუქტურული ცვლილების ადრესატი რბივ-ტურ დაკონკრეტებას მოითხოვს, რათა ნათელი გახდეს თუ როგორი ტიპის კაპიტალური საზოგადოების სტრუქტურაში განხორციელებული ცვლილებების განხილვას ისახავს ნაშრომი მიზნად. ლოგიკური გაგრძელება სს-ის ტიპოლოგიათა ფუნქციური ნიშნით კლასიფიკაციაში მდგომარეობს.

### 3. სააქციო საზოგადოებათა ტიპოლოგიური გამიჯვნა

#### 3.1. სს-ის ტიპოლოგიური კლასიფიცირების საფუძველი

მსხვილი ეკონომიკური ღირებულებისა და მაღალი ლიკვიდურობის შემცველი კაპიტალის ორგანიზებული მართვის ყველაზე ხელსაყრელ სამართლებრივ ფორმად, თანამედროვე მსოფლიოში, სს (კორპორაცია) მიიჩნევა. ეკონომიკური სტაბილურობა და კაპიტალის მართვის სტრატეგია მოითხოვს სს-ის, როგორც ერთი ორგანიზაციული ფორმის შიდა სუბტიპებად „დაშლას“. მათ ტიპოლოგიურ სხვაობას ორი ურთიერთგანსხვავებული საფუძველი აქვს,<sup>195</sup> რომელიც, სისტემათა პრაგმატული დიფერენცირების პირობებში, ასევე, განსხვავებულია.<sup>196</sup>

პირველ საფუძველად აღიარებულია აქციათა განსხვისების სამართლებრივი რეჟიმი, რომელიც კონკრეტდება წილის (აქციის) თავისუფალი<sup>197</sup> თუ შეზღუდული გასხვისების შესაძლებლობამდე.<sup>198</sup> აქციათა თავისუფალი განკარგვა, ერთ-ერთ შემთხვევაში, გასხვისების ორგანიზებული მართვის რეგულირებადი

<sup>195</sup> Pinto, Branson, Understanding Corporate Law, 3<sup>rd</sup> ed., 2009, P. 105-106.

<sup>196</sup> მაგალითად, აშშ-ში კორპორაციების დიფერენცირებას კაპიტალის და პარტნიორთა რაოდენობრივი მაჩვენებელი უდევს საფუძვლად. იხ. ჭანტურია, კორპორაციული მართვა, 2006, გვ. 77-81; Pinto, Branson, Understanding Corporate Law, 3<sup>rd</sup> edition, 2009, P. 105-106; O'Neals, Thompson, O'Neals Close Corporations, 1998, ch.1, P. 4-6; O'Neals, Thompson, Close Corporations and LLCs, 3<sup>rd</sup> ed., 2004, ch.1, P. 5,6. აშშ-სგან გასხვავებით, გერმანული სააქციო სამართალი პირდაპირ განსაზღვრავს სს-ის დაზურულ და ღია სააქციო საზოგადოებად კლასიფიკაციის ნიშნებს. იხ. Hommelhoff, AG 1995, 529 ff; Claussen, AG 1995, 163 ff, მითითებულია: ქირია, საკორპორაციო სამართლის სისტემა საქართველოში, წიგნში: საკორპორაციო სამართლის კრებული, 2011.

<sup>197</sup> Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol.11, 2011, P. 34,35.

<sup>198</sup> იხ. O'Neals, Thompson, Close Corporations and LLCs, 3<sup>rd</sup> ed., 2004, ch.1, P. 5; Conard, Corporation in Perspective, 1976, P. 161,162. შეად. Ribstein, Why Corporations? Berkley Bus. L. J. 183, 2004, P. 1 et seq.



პროცედურული მოთხოვნების დაცვით, საფონდო ბირჟის<sup>199</sup> საშუალებით<sup>200</sup> ხორციელდება.<sup>201</sup> ამასთან, აქციათა გასხვისებადობა<sup>202</sup> საზოგადოების მენეჯ-მენტის ნებისგან ან/და საზოგადოების შიდა დოკუმენტების (წესდების, შინაგან-ნაწესის) დანაწესისგან<sup>203</sup> თავისუფალ ან მათზე დამოკიდებულ განკარგვაშიც მოიაზრება.<sup>204</sup> როგორც წესი, როდესაც საქმე საფონდო ბირჟაზე რეგისტრირებულ ანუ ლისტინგში გატარებულ სს-ის ფასიან ქაღალდს ეხება, კოტირებული საზოგადოების<sup>205</sup> აქციების გასხვისება არანაირ შეზღუდვას არ მოიცავს,<sup>206</sup> გარდა კაპიტალის ბაზარზე წილების ორგანიზებული ბრუნვისთვის სახასიათო პროცედურული შეზღუდვებისა.<sup>207</sup> პროცედურული საკითხები კი ფასიანი ქაღალდების სამართლის რეგულირების ობიექტია, რომელიც ცნობილია „ლურჯი ცის“ („Blue Sky“ Law) სამართლის სახელით.<sup>208</sup> პარალელურად, აქციათა

<sup>199</sup> საფონდო ბირჟა სტანდარტული ფინანსური ინსტრუმენტებით სავაჭრო რეგულირებად ფუნქციონირებადი ორგანიზებული ბაზარია, რომელიც შექმნილია ფასიანი ქაღალდების ბაზრის პროფესიონალი მონაწილეების მიერ. იხ. სენაძე, სანაძე, ზიზანიშვილი, მძინარიშვილი, ლორთქიფანიძე, ახოძაძე, გოგიშვილი, საბირჟო საქმე და ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, 1998, გვ. 198. ასევე, იხ. Hazen, Broker-Dealer Regulation, 2<sup>nd</sup> ed., 2011, P. 1-63; Steinberg, Understanding Security Law, 5<sup>th</sup> ed., 2009, P. 115-173, 389-405.

<sup>200</sup> საქართველოში საფონდო ბირჟის რეგულირებას „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ კანონი მოიცავს.

<sup>201</sup> თუმცა, შესაძლოა საზოგადოება არ იყოს საფონდო ბირჟაზე რეგისტრირებული და აქციათა *bona fide* განკარგვის შემზღუდველი ნორმები, პარტნიორთა შეთანხმებით, წესდებით ან შინაგანაწესით არ იქნეს დადგენილი. იხ. Cox, Hazen, O'Neal, Corporations, 1998, ch.14, P. 30-33; Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 3, 2010, P. 30-34.

<sup>202</sup> Armour, Hansmann., Kraakman, What is Corporate Law? 2009, P. 11.

<sup>203</sup> მაგალითად, აქციების გასხვისებაზე საზოგადოების თანხმობის დაწესება ან/და უპირატესი შესყიდვის უფლების განსაზღვა. იხ. Ferran, Principles of Corporate Finance Law, 2008, P. 24, 157; Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 3, 2010, P. 34-36. პარალელურად, არსებობს სამოსამართლო პრაქტიკაში თავისუფალი გასხვისების როგორც შეზღუდვის, ისე გახვისების ნამდვილობის შემთხვევებიც. შეზღუდვის შემთხვევისთვის, იხ. Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 3, 2010, P. 36-46. გასხვისების ნამდვილობის სასამართლო დადასტურების შემთხვევისთვის, იხ. O'Neals, Thompson, Close Corporations and LLCs, 3<sup>rd</sup> ed., 2004, ch.7, P. 31-40.

<sup>204</sup> იხ. O'Neals, Thompson, O'Neals Close Corporations, 1998, ch.7, P. 18-52. შეად. Davies, Introduction to company law, 2010, P. 19-21.

<sup>205</sup> შეად. French, Mayson, Ryan, Company Law, 26<sup>th</sup> ed., 2009-2010, P. 201-202.

<sup>206</sup> მეწარმეთა შესახებ კანონის 52-ე მუხლის მე-2 პუნქტი საფონდო ბირჟაზე დარეგისტრირებულ ყოველ კონკრეტულ აქციათა კლასზე, რომელიც ითვლება საჯარო ფასიან ქაღალდად და მისი გასხვისების თავისუფლების შეზღუდვის შეუძლებლობაზე იმპერატიულად მიუთითებს.

<sup>207</sup> იხ. სენაძე, სანაძე, ზიზანიშვილი, მძინარიშვილი, ლორთქიფანიძე, ახოძაძე, გოგიშვილი, საბირჟო საქმე და ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, 1998, გვ. 46-56, 180 და მომდევნო. ასევე, იხ. Hazen, The Law of Securities Regulation, 6<sup>th</sup> ed., 2009, P. 66-107, 309-343.

<sup>208</sup> იხ. Palmiter, Corporations, 2006, P. 81-82. „ლურჯი ცის“ რეგულირება 1911 წელს აშშ-ში, კანზასის შტატში საკანონმდებლო დონეზე იქნა შემოღებული, რომელიც ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობისა დარეგულირებას ისახავდა მიზნად. ტერმინოლოგიური გენეზისი აქციონერთა ეკონომიკურ-სამართლებრივი მდგომარეობიდან მომდინარეობს, რომელიც საფონდო ბირჟაზე



ხელმისაწვდომობა, უფრო სწორედ, აქციაზე წვდომის სამართლებრივი მექანიზმი, რომელიც საფონდო ბირჟასა და არასაფონდო ბრუნვის სფეროს შორის ლავირებს, აქციათა განკარგვის თავისუფლების ხარისხთან ერთად, კაპიტალურ საზოგადოებებს ტიპოლოგიურად მიჯნავს ერთმანეთისგან.<sup>209</sup> ამიტომ, კაპიტალის პრინციპის სუბსტანციური ელემენტი ნორმატიულ აბსტრაქციაში უნდა აისახოს.

მეორე საფუძვლად აღიარებული სს-ის რაოდენობრივი მაჩვენებელი. რაოდენობრიობა კი ორ კატეგორიას მოიცავს: პარტნიორთა რიცხობრივ და კაპიტალის ეკონომიკურ მაჩვენებელს.<sup>210</sup> ქართულ სინამდვილეში, კანონისმიერი მინიმალური საწესდებო კაპიტალის გაუქმებამ არალიცენზირებადი<sup>211</sup> სამეწარმეო საქმიანობის სამართლებრივ ფორმას კაპიტალის სავალდებულოდ არსებობის კრიტერიუმში საფუძველთა კატალოგიდან „გამოაცალა“. შესაბამისად, სს-ის ტიპოლოგიურ კლასიფიცირებას კაპიტალის მოცულობის სტიგმა, საქართველოს მაგალითზე, ვერ დაედება საფუძვლად.<sup>212</sup> განსხვავებით კაპიტალის რაოდენობრივი მაჩვენებლისა, პარტნიორთა რიცხვი (რაოდენობა), საქართველოში დარეგისტრირებული სს-ის ორგანიზაციულობის და, შესაბამისად, ტიპოლოგიურ ქვესახეებად დაყოფის სუბსტანციური ფუნქციის მატარებელია. კერძოდ, მეწარმეთა შესახებ კანონი სს-ის მართვის მონისტურ და დუალისტურ სისტემათა შორის არჩევანის გაკეთების საშუალებას იძლევა.<sup>213</sup> ამასთან, იმპერატიულად განსაზღვრავს დუალისტური მოდელის სავალდებულო „არჩევის“ წინაპირობებს, რომელთაგან ერთ-ერთი სწორედ პარტნიორთა რაოდენობაა: თუ პარტნიორთა რაოდენობა აღემატება 100-ს, მაშინ სამეთვალყურეო საბჭოს შექმნა სავალდებულოა.<sup>214</sup> აქციონერთა რაოდენობა არა მარტო სს-ის მართვის

---

სპეკულაციური გარიგებებით დაზარებული აქციონერების დაცვის მექანიზმების გაძლიერებას ისახავდა მიზნად, რამდენაც, მეწილეებს თავიანთი ფასიანი ქაღალდების გარდა, არაფერი გააჩნდათ: მათ უკან იყო მხოლოდ „წყალი“ და „ლურჯი ცა“. იხ. *Cox, Hazen, Business Organizations Law*, 3<sup>rd</sup> ed., 2011, P. 732; *Hazen, The Law of Securities Regulation*, 6<sup>th</sup> ed., 2009, P. 305-308; *Fletcher, Fletcher Cyclopedic of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 11, 2011, P. 168-172.

<sup>209</sup> იხ. *Easterbrook, Fischel, The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, P. 55, 56.

<sup>210</sup> იხ. *O'Neals, Thompson, Close Corporations and LLCs*, 3<sup>rd</sup> ed., 2004, ch. 1, P. 4, 5. ასევე, იხ. *ჭანტურია, კორპორაციული მართვა*, 2006, გვ. 77 და მომდევნო.

<sup>211</sup> საზგასმა განაპირობა საქართველოში არსებული ლიცენზირებადი სამეწარმეო საქმიანობის განმახორციელებელ სუბიექტთა, ძირითადად, საბანკო სექტორის წარმომადგენელთათვის მინიმალური საწესდებო კაპიტალის მოთხოვნის არსებობამ.

<sup>212</sup> განსხვავებით აშშ-ის სამართლებრივი სისტემისგან. მაგალითად, დელავერის საკორპორაციო სამართლის მიხედვით, პარტნიორთა ზღვრული ოდენობა, აქციათა თავისუფალი განკარგვის შეზღუდვა და საფონდო ფირმაზე საჯარო ვაჭრობისგან თავის არიდების დებულებებს წესდება უნდა შეიცავდეს. ეს პირდაპირ საკანონმდებლო დონეზე განსაზღვრული, როგორც კორპორაციათა დიფერენცირების საფუძველი. იხ. *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., vol. 3, 2010, P. 3-5.

<sup>213</sup> მეწარმეთა შესახებ კანონის 55-ე მუხლის პირველი პუნქტი.

<sup>214</sup> სს-ის ტიპოლოგიური ანალიზი კრიტიკულ ჭრილში, იხ. *ჭირია, საკორპორაციო სამართლის*



მოდელის შერჩევის „თავისუფლების“ დიაპაზონს განსაზღვრავს,<sup>215</sup> არამედ სს-ის ტიპოლოგიაში კონკრეტულ სუბტიპს გამოყოფს, აქცევს რა ასეთ საზოგადოებას „ანგარიშვალდებული საწარმოს“ ლოგოტიპურ ცნებაში. ანგარიშვალდებული საწარმოს ცნებაში პარტნიორთა რაოდენობრივი მაჩვენებლები სს-ის დეტერმინაცია მხოლოდ ერთ პირობაზეა დამოკიდებული – სს-ს აქციათა განთავსება, მინიმუმ, საჯარო შეთავაზების<sup>216</sup> გზით<sup>217</sup> უნდა ჰქონდეს განხორციელებული, რომლის შესაძლებლობასაც განამტკიცებს „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ კანონი.<sup>218</sup> მეწარმეთა და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონების კომბინირებული განმარტება სს-ის ტიპოლოგიური კლასიფიკაციის საფუძველად აქციონერთა რაოდენობრივ მაჩვენებელსაც მოიცავს.<sup>219</sup> მოკლედ, პარტნიორთა რაოდენობა განსაზღვრავს სს-ის მართვის სისტემურ მოდელს, სისტემური მიდგომა – მართვის სტრუქტურას, მართვის სტრუქტურა (ამ შემთხვევაში) – ტიპოლოგიურ დიფერენცირებას, ტიპოლოგიური კლასიფიკაცია – მის ფუნქციონალურ დატვირთვას, რომელიც სს-ის პარტნიორთათვის კაპიტალის მოზიდვის მეთოდებსა და ღირებულებებზე (ფასზე) აისახება.

ზემოაღნიშნული ორი ელემენტი<sup>220</sup> სს-ის ტიპოლოგიური სხვაობის ძირითად საფუძველად მოიაზრება, რომლის მიხედვით განასხვავებენ „დაზურულ“<sup>221</sup> და „ღია“ (საჯარო) სააქციო საზოგადოებებს.<sup>222</sup> ტიპოლოგიური ზღვრის დამ-

სისტემა საქართველოში, 2011, გვ. 50-51.

<sup>215</sup> შეად. O'Neals, Thompson, O'Neals Close Corporations, 1998, ch. 1, P. 12.

<sup>216</sup> საჯარო შეთავაზების განმარტება, იხ. ჯიბუტი, ყორანაშვილი, „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის კომენტარი, 2004, გვ. 76.

<sup>217</sup> საჯარო შეთავაზების განხორციელების დასაშვებობის საკანონმდებლო რეგულირება მეწარმეთა შესახებ კანონის 52-ე მუხლის 11 და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონის მე-9 მუხლის პირველ პუნქტშია მოცემული.

<sup>218</sup> „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ კანონის მე-9 მუხლის პირველი პუნქტი.

<sup>219</sup> შეად. ქირია, საკორპორაციო სამართლის სისტემა საქართველოში, 2011, გვ. 43, 50, 51.

<sup>220</sup> აღსანიშნავია, რომ ქართული რეალობის გათვალისწინებით, შესაძლებელია მესამე ტიპოლოგიური ელემენტის გამოყოფა, რომელიც კომერციული საქმიანობის სახეში გამოიხატება, ანუ კომერციული ბანკების საქმიანობა, რაც ფინანსური რესურსების მოზიდვის სპეციფიკასა და მის მართვაში რეალიზდება.

<sup>221</sup> აშშ-ში განასხვავებენ „closed“ და „closely held“ კორპორაციებს. პირველის შინაარსობრივი დეტერმინაცია მოიცავს იმ შესაცნობ ელემენტებს, რომლის მიხედვითაც, საზოგადოება „დაზურულია“ მესამე პირთათვის წილობრივი შეძენის ან სამეწარმეო საქმიანობის ბიზნეს მიმართულების დაუფლებისთვის, ხოლო „შესასვლელი კარის ჩაკეტვა“ აქციონერთა შეთანხმებით ან დაფუძნების დოკუმენტშია გათვალისწინებული. რაც შეეხება „closely held“ კორპორაციას, ეტიმოლოგიური დეფინიცია მესამე პირთა მიმართ იმის მაუწყებელია, რომ კორპორაცია მოცემულ პერიოდში აქციონერთა კონკრეტულ რაოდენობაზეა ფოკუსირებული და განსაზღვრავს, რომ რაოდენობრივად მცირე აქციონერები ჰყავს. იხ. O'Neals, Thompson, Close Corporations and LLCs, 3<sup>rd</sup> ed., 2004, ch.1, P. 14.

<sup>222</sup> სს-ის ისტორიული გენეზისის შესახებ, იხ. ბურდული, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 31-109. ასევე, იხ. Conard, Corporation in Perspective, 1976, P. 132-152; Cox, Hazen, O'Neal, Corporations, 1998, ch. 2, P. 1-33.

დგენი კრიტერიუმების დეტალური ანალიზი სს-ის ორი სხვადასხვა ეკონომიკურ-ფუნქციური დატვირთვის მატარებელ სახეობათა განხილვისას დასრულდება.



### 3.2. „დახურული“ სს

სააქციო საზოგადოებათა ორ ძირითად სუბტიპად კლასიფიკაციის პირველ და უმნიშვნელოვანეს საფუძვლად აქციათა გასხვისების პროცედურული მექანიზმი გვევლინება. აქციათა გადაცემის (განკარგვის) უნარი ჯერ კიდევ არ ნიშნავს მისი თავისუფალი გასხვისების შესაძლებლობას.<sup>223</sup> ის შეიძლება დამოკიდებული იყოს საზოგადოების თანხმობაზე (ე.წ. ვინკულირება),<sup>224</sup> თუმცა, შეზღუდვა გონივრული და საფუძვლიანი უნდა იყოს.<sup>225</sup> აქციონერის ლიკვიდური უფლება სს-ის აქციების შესყიდვასა და მის შემდგომ, ასევე, თავისუფალ განკარგვაში, მდგომარეობს, ხოლო გასხვისების შემზღუდველი ნორმების<sup>226</sup> არარსებობა აქციონერის ლიკვიდური უფლების მაქსიმალიზების ინდიკატორია,<sup>227</sup> რაც, თავის მხრივ, საზოგადოების კაპიტალის მოზიდვის სიმარტივეს უწყობს ხელს, რადგან აქცია საწარმოს დაფინანსების ინსტრუმენტად ფუნქციის მატერებელიცაა.<sup>228</sup> „დახურულ“ სს-ში, კაპიტალის ბაზრის წვდომის შეზღუდვის გამო,<sup>229</sup> აქციონერი ინვესტირებული პორტფოლიოს შეცვლის უნარს, ფაქტობრივად, მოკლებულია.<sup>230</sup> მეორე მხრივ, სენსიტიურია პარტნიორობა რაოდენობა. „დახურული“ სააქციო საზოგადოება აქციონერთა მცირე რიცხოვნობით გამოირჩევა.<sup>231</sup> მას გააჩნია აქციონერთა მიერ მენეჯმენტის კონტროლის ძლიერი სტრუქტურა,<sup>232</sup> განსხვავებით ღია სს-ის „ცენტრალიზებული მენეჯმენტისგან“.<sup>233</sup> აშშ-ის საკანონმდებლო სივრცეში „დახურულ“ სააქციო საზოგადოებას ამხანაგური ტიპის საზოგადოებას უთანაბრებენ

<sup>223</sup> Armour, Hansmann., Kraakman, What is Corporate Law? 2009, P. 11.

<sup>224</sup> Davies, Introduction to company law, 2010, P. 21; Ferran, Principles of Corporate Finance Law, 2008, P. 157-158.

<sup>225</sup> Shade, Business Associations, 3<sup>rd</sup> ed., 2010, P. 148.

<sup>226</sup> Pinto, Branson., Understanding Corporate Law, 3<sup>rd</sup> edition, 2009, P. 233-234. შეად. Palmiter, Corporations, 2006, P. 346.

<sup>227</sup> Palmiter, Corporations, 2006, P. 345-346.

<sup>228</sup> ბურდული, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 265.

<sup>229</sup> იხ. Posner, The Economic Analysis of Law, 2007, P. 423-425.

<sup>230</sup> იხ. Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, 1986, P. 354.

<sup>231</sup> Hamilton, The Law of Corporations, 2000, P. 2, 343.

<sup>232</sup> შეად. Moll, Shareholder Oppression & Dividend Policy in the Close Corporation, 60 WASH. & LEE L. REV. 2003, P. 841-924.

<sup>233</sup> Moll, Ragazzo, The Law of Closely Held Corporation, 2009, P. 1-2.



პარტნიორთა სიმცირის<sup>234</sup> გამო.<sup>235</sup> თუმცა მისი ძირითადი სახასიათო ნიშანი აქციონერთა სურვილსა (აკონტროლონ საზოგადოების პარტნიორთა იდენტობა საზოგადოებაში შემოსვლა-გასვლის მექანიზმის საშუალებით) და საკუთრების უცხო „ხელისგან“ განცალკევებით „შენახვაში“ მდგომარეობს.<sup>236</sup> ამ დროს სახეზეა *agency problem*, თუმცა მისი გადაჭრის სამართლებრივი სტრატეგია, პარტნიორის *exit right*-ის<sup>237</sup> *ex post*<sup>238</sup> რეგულირებით, შეზღუდულია.<sup>239</sup>

„დახურული“ სს-ის სახასიათო ატრიბუტებს შორის,<sup>240</sup> აღსანიშნავია კორპორაციული მართვის საკითხები.<sup>241</sup> აქციონერთა სიმცირესა და წილთა თავისუფალი განკარგვის შემზღუდველ ნორმებთან ერთად, კომპანიის მენეჯმენტის შემადგენლობითი ფორმირება სუბსტანციურ როლს თამაშობს. „დახურულ“ კორპორაციაში მენეჯმენტში მონაწილეობას აქციონერებიც ღებულობენ. ისინი ღირექტორატის ძირითად პერსონალს წარმოადგენენ.<sup>242</sup> აქციონერთა/მესაკუთრეთა და ღირექტორ-მენეჯერთა შორის გამყოფი ზღვარი, ფაქტობრივად არ არსებობს.<sup>243</sup> კორპორაციის მენეჯმენტი და მესაკუთრენი სუბსტანციურად იდენტურნი არიან.<sup>244</sup> აქციონერები ან თავად არიან ღირექტორები ან/და კომპანიის მენეჯმენტს ისეთი ხარისხით აკონტროლებენ, რომ ისინი უფრო მეტი უფლებამოსილებითა და ღირექტივების მიცემით გამოირჩევიან, ვიდრე აღმას-

<sup>234</sup> მაგალითად, დელავერის საკორპორაციო სამართალი „დახურულ“ კორპორაციად თვლის საზოგადოებას, რომელსაც 30 აქციონერზე ნაკლები მეწილე ჰყავს. იხ. Del. Code §342(a)(1) (3).

<sup>235</sup> იხ. *Pinto, Branson, Understanding Corporate Law*, 3<sup>rd</sup> ed., 2009, P. 313-315. დახურული სს-ის ამხანაგობასთან გათანაბრების კრიტერიუმად საზოგადოებაში პარტნიორის შესვლაზე საზოგადოების თანხმობაზე დამოკიდებულებას მიიჩნევენ სს-გან ერთი განსხვავებით: დახურულ სს-ში აქციათა გასხვისება ანუ საზოგადოების დატოვების სტრატეგიის გამოყენებით უფლების ლიკვიდურობა შეუზღუდავია (თავისუფალი) *Default Rule*-ის (იგივე *Back-up Rule*) მიხედვით, თუ საზოგადოების „კონტისტიტუციაში“ სხვა რამ არ არის განსაზღვრული. მას, ხშირად, „დარეგისტრირებულ ამხანაგობას“ უწოდებენ (*incorporated partnership*). იხ. *Pinto, Branson, Understanding Corporate Law*, 3<sup>rd</sup> ed., 2009, P. 313; *Easterbrook, Fischel, The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, P. 249-252; *Clark, Corporate law*, 1986, P. 25; *Balotti, Finkelstein, The Delaware Law of Corporations & Business Organizations*, 3<sup>rd</sup> ed., 1997 (2007), ch. 14, P. 7. შეად. *Moll, Ragazzo, The Law of Closely Held Corporation*, 2009, P. 2-4.

<sup>236</sup> *Pinto, Branson, Understanding Corporate Law*, 3<sup>rd</sup> edition, 2009, P. 313.

<sup>237</sup> *Hamilton, The Law of Corporations*, 2000, P. 343-344.

<sup>238</sup> *Armour, Hansmann, Kraakman, Agency Problems and Legal Strategies*, in: *The Anatomy of Corporate Law*, 2<sup>nd</sup> edition, 2009, P. 44-45.

<sup>239</sup> *Armour, Hansmann, Kraakman, Agency Problems and Legal Strategies*, 2009, P. 44-45.

<sup>240</sup> იხ. *Clark, Corporate law*, 1986, P. 24-30.

<sup>241</sup> იხ. *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 353.

<sup>242</sup> *Balotti, Finkelstein, The Delaware Law of Corporations & Business Organizations*, 3<sup>rd</sup> ed., 1997 (2007), ch. 14, P. 6.

<sup>243</sup> *Easterbrook, Fischel, The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, P. 228.

<sup>244</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., vol. 1, 2010, P. 112.



რულებელი მენეჯერები ან დირექტორები.<sup>245</sup> ხშირად აქციონერები კონტროლის მაქსიმალური მაჩვენებლის უტილიზირებას თანამდებობათა კომბინირებული ვარიანტით აღწევენ: ისინი დირექტორად ყოფნის პარალელურად, აღმასრულებელი მენეჯერის თანამდებობასაც ითავსებენ.<sup>246</sup>

„დახურული“ კორპორაციისთვის დადებითი ასპექტია ის, რომ წევრთა ცვალებადობა მაქსიმალურად კონტროლდება. „ჩაკეტილი“ ტიპოლოგიური ხასიათი „მეტრული“ სატენდერო შეთავაზების განხორციელებას შეუძლებელს ხდის.<sup>247</sup> თუმცა, დადებითი პოსტულატები უარყოფით შედეგებსაც წარმოშობს.<sup>248</sup>

კაპიტალის მოზიდვა საფონდო ბირჟიდან ან კაპიტალის მეორადი ბაზრის სხვა სეგმენტიდან „დახურულ“ საზოგადოებაში არ ხდება. ეს, გარკვეულწილად, დადებითია. მაგრამ ინვესტორის განზრახვის, ინვესტირებული ფულადი სახსრების დივერსიფიცირების შესახებ, სისრულეში მოყვანა ძალიან გართულებულია ორი მიზეზით.<sup>249</sup> პირველი, კორპორაციის აქციათა რეალური ღირებულება და მისი გადაფასებაა. კაპიტალის ბაზარი აქციის ღირებულების დადგენის საუკეთესო საშუალებაა, რომლის არარსებობა პოტენციური ტრანზაქციის დადების ღირებულებას ზრდის. ინვესტორის დივერსიფიცირების განზრახვაზე საზოგადოების თანხმობის არსებობის შემთხვევაში, მას ძვირად ღირებული მოლაპარაკების (ვაჭრობის) წარმოება უწევს, რამაც, შესაძლოა, წილის ღირებულების ფლუქტუაცია გამოიწვიოს. კაპიტალის ბაზარზე წვდომის არქონის დიქტომიის მეორე ნაწილი, დივიდენდის განკარგვისა და ანაზღაურების საკითხთა კონფლიქტის წარმოქმნაში მდგომარეობს. მაგალითად, თუ ინვესტორს მოცემულ მომენტში ნაღდი ფულის მიღება სურს და მენეჯმენტი შეაყოვნებს დივიდენდის გაცემის გადაწყვეტილების მიღებას, ამან, შესაძლოა, ინვესტორის ინტერესს მნიშვნელოვანი ზარალი მიაყენოს, წარმოიშობა „პრინციპალ-აგენტის“ კონფლიქტი, რაც, საბოლოო ჯამში, საზოგადოების კეთილდღეობაზე საუარესოდ აისახება.<sup>250</sup>

საქართველოს კანონმდებლობა<sup>251</sup> სს-ის ტიპოლოგიური სხვაობის განმსაზღვრელ ცალკეულ ელემენტებს რამდენიმე ადგილას იძლევა.<sup>252</sup> საკანონმდებლო დონეზე მისი პირდაპირი რეგულირება, განსხვავებით აშშ-ის საკანონმდებლო სივრცისა,<sup>253</sup> არ არსებობს. თუმცა მეწარმეთა შესახებ კანონში არსებული სს-ის

<sup>245</sup> იხ. Cox, Hazen, O'Neals, Corporations, 1999, ch. 14, P. 17-23.

<sup>246</sup> იხ. O'Neals, Thompson, Close Corporations and LLCs, 3<sup>rd</sup> ed., 2004, ch.1, P. 35-42.

<sup>247</sup> Easterbrook, Fischel, The Economic Structure of Corporate Law, 1991, P. 56.

<sup>248</sup> „დახურული“ კორპორაციის პრობლემური საკითხების შესახებ, იხ. Gevurtz, Corporate Law, 2010, P. 471-551.

<sup>249</sup> Gevurtz, Corporation Law, 2010, P. 541.

<sup>250</sup> იხ. Easterbrook, Fischel, The Economic Structure of Corporate Law, 1991, P.230-234.

<sup>251</sup> იგულისხმება მეწარმეთა და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონები.

<sup>252</sup> მეწარმეთა შესახებ კანონის 51-ე მუხლის მე-2, მე-3, მე-4, 52-ე მუხლის მე-2 და 55-ე მუხლის პირველი პუნქტები.

<sup>253</sup> იხ. Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 3, 2010, P. 5-11.



მომწესრიგებელი ნორმების *default* მიზნობრივ-ტელეოლოგიური განმარტება სწორედ რომ „დახურული“ ტიპის სს-ს შეესაბამება.<sup>254</sup> საკანონმდებლო რეალიზში თეორიულ ანალიზს ართულებს, რომ აღარაფერი ითქვას მის პრაქტიკულ შედეგებზე. 2008 წლის ცვლილებების<sup>255</sup> „ამერიკული სულისკვეთების“ ფონზე, სადაც კაპიტალურ საზოგადოებათა, ძირითადად, ორი გამოვლინება არსებობს,<sup>256</sup> ქართველმა კანონმდებელმა შეინარჩუნა გერმანულ საკორპორაციო სივრცეში არსებული შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოება. ამასთან, წინა პლანზე წამოსწია „დახურული“ ტიპის სს-ის სტრუქტურული ელემენტები.<sup>257</sup> შეიქმნა ერთი ფუნქციურ-ეკონომიკური სუბსტანციის მატარებელი კაპიტალის ორგანიზებული მართვის ორი არსობრივად განსხვავებული სამართლებრივი ფორმა.<sup>258</sup> კანონმდებლის დუალისტური დამოკიდებულება კაპიტალური ტიპის საზოგადოების ორ ძირითად ფორმასა და მათ შორის სუბტიპებად ჩაშლაში გამოიხატება, რაც, როგორც დოგმატურ-თეორიულ, ისე პრაქტიკულ დანიშნულებით არსს, ბუნდოვანს ხდის. ეს უკანასკნელი კი კაპიტალურ საზოგადოებათა სტრუქტურაში ცვლილებების განხორციელების მიზნობრივი ობიექტის დაკონკრეტების ვალდებულებას წარმოშობს.

<sup>254</sup> შეად. ქირია, საკორპორაციო სამართლის სისტემა საქართველოში, 2011, გვ. 52.

<sup>255</sup> მეწარმეთა შესახებ კანონში 2008 წლის 14 მარტის ცვლილებები და დამატებები.

<sup>256</sup> „*Closely Held*“ და „*Publicly Held*“ Corporation. თუმცა განასხვავებენ „დახურულ“ ბიზნეს საქმიანობას, რომლის განხორციელება LLC-ის ფორმითაც არის შესაძლებელი. იხ. *O'Neals, Thompson, Close Corporations and LLCs*, 3<sup>rd</sup> ed., 2004, ch.1, P. 15-34. დახურული ბიზნეს საქმიანობის არსი „საჯაროდ მოვაჭრე“ ფირმისგან გამოიჯვანით უნდა განისაზღვროს. მისი გამოიჯვანა, უპირველესად, საგადასახადო პოლიტიკას უკავშირდება. მაგალითად, აშშ-ის ALI-ის ერთ-ერთ მოხსენებაში აქცენტი გაკეთებულია დახურულ (კერძო) სამეწარმეო საქმიანობასა და საჯარო მეწარმეობას შორის გამოიჯვანის კრიტერიუმებზე. დემარკაციულ ხაზს რამდენიმე კრიტერიუმი ქმნიდა. მათ შორის აღსანიშნავია პასუხისმგებლობის შეზღუდვის სახასიათო ელემენტი და კორპორაციული მართვის სპეციფიკა: სამეწარმეო საქმიანობის საჯაროობის ხასიათს საწარმოს მესაკუთრეთა და მენეჯმენტის განცალკევების ხარისხობრივი მაჩვენებელი უდევს საფუძვლად. იხ. *Yin, Publicly Traded Partnerships, Closely Held Corporations and Entity Classification for Tax Purposes*, Public Law and Legal Theory Research Paper Series No. 2010-05, 2010, P. 3-5.

<sup>257</sup> შეად. *Palmiter, Corporations*, 2006, P. 441 et seq.

<sup>258</sup> აშშ-ის საკანონმდებლო რეალიზებაში არსებული „*Closely Held*“ კორპორაცია ქართული შპს მიმართ დიდ მსგავსებას იჩენს. იხ. ჭანტურია, კორპორაციული მართვა, 2006, გვ. 78. თუმცა, შპს სამართლებრივ ბუნებას, რომელიც კაპიტალის წილებად და არა აქციებად დაყოფაში მდგომარეობს, გვერდი ვერ აეკლება. მათ შორის ფუნდამენტური მიჯნა სწორედ საფონდო ბირჟაზე შპს წილისა და სს-ის აქციის ბრუნვაუნარიანობაში მდგომარეობს (მიუხედავად იმისა, რომ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონის მე-9 მუხლის პირველი პუნქტი შპს-ს, როგორც იურიდიულ პირს საფონდო ბირჟაზე წილებით ვაჭრობის თეორიულ შესაძლებლობას აძლევს, ეს შპს-ის, როგორც კანონმდებლის ხელოვნური ქმნილების (შინა) არსობრივ დატვირთვას მაინც ვერ შეცვლის). იხ. ბურდული, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 266-268; ასევე, იხ. *O'Neals, Thompson, Close Corporations and LLCs*, 3<sup>rd</sup> ed., 2004, ch.1, P. 35; *Posner, The Economic Analysis of Law*, 2007, P. 423.



პარალელურად, სტრუქტურული ცვლილებების განხორციელებას, ძირითადად, საზოგადოების კაპიტალის ბაზრით დაფინანსება<sup>259</sup> განაპირობებს, რომელიც აქციონერთა ინვესტიციის განხორციელების მარტივი და სწრაფი საშუალებაა. ასეთ შემთხვევაში ხდება აქციონერთა პიროვნული თუ კორპორატიული ცვალებადობა განუსაზღვრელი ხარისხით, რაც პირდაპირ აისახება, როგორც საზოგადოების სტრუქტურაზე, ისე კაპიტალის სტრუქტურასა და მენეჯმენტზე. შედეგად, ნაშრომის მიზანი კაპიტალურ საზოგადოებათა სამწვეროვანი მიზნობრივი ჯგუფიდან (შპს, „დახურული“ სს და „ღია“ სს) მხოლოდ ერთ, „ღია“ (საჯარო) სს-ზე კონკრეტდება.

### 3.3. „საჯარო“ (ანგარიშგაღებული) სს

სააქციო საზოგადოების მეორე ქვესახეობა, როგორც კაპიტალის მოზიდვის ყველაზე გავრცელებული კლასიკური ტიპი ე.წ. „საჯარო“<sup>260</sup> საა-

<sup>259</sup> არ გამოირიცხება კერძო მოლაპარაკების გზით დადებული ტრანზაქციები, როდესაც შემსყიდველი მოლაპარაკებას უშუალოდ აქციონერთან (ძირითადად საკონტროლო პაკეტის მქონესთან) აწარმოებს და თანხმდება შესყიდვის ფასზე. იხ. *Schuster, Efficiency in Private Control Sales – The Case of Mandatory Bids*, 2010, P. 2.

<sup>260</sup> აშშ-ში დამკვიდრებული კაპიტალის ბაზრის დომინანტია საჯარო კორპორაციის განმარტავს, როგორც საწარმოს, რომელსაც აქციები განთავსებული აქვს ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ან რომელიც რეგულარულად ვაჭრობს ნაციონალური ფასიანი ქაღალდების ასოციაციის მიერ დადგენილ ბაზარზე (იგულისხმება არასაფონდო ბირჟა). იხ. *Schneeman, The Law of Corporations and Other Business Organizations*, 5<sup>th</sup> ed., 2008, P. 480. სს-ის „ღია“ (საჯარო) და „დახურულის“ განმარტებას საქართველოს კანონმდებლობა პირდაპირ არ მოიცავს. თუმცა მისი ჯერადი სუბტიპოლოგიური მოცემულობა სამეწარმეო ნორმატიული ბაზის დომინანტური ინტერპრეტირებით აისახება. ეს არის ანგლო-ამერიკული და, ნაწილობრივ, კონტინენტური ევროპის საკანონმდებლო და დოქტრინალურ დონეზე განსაზღვრული გამოვლინება, სადაც სს კლასიფიცირდება ზემოაღნიშნულ ორ სუბტიპად. იხ. *Balotti, Finkelstein, The Delaware Law of Corporations & Business Organizations*, 3<sup>rd</sup> ed., 1997 (2007), ch. 14, P. 2-4; *Conald, Corporations in Perspective*, 1976, P. 161-165; *Cox, Hazen, O'Neals, Corporations*, 1999, vol. I. ch.1, P. 50-52. ამის საპირწონედ, ქართული კანონმდებლობა, მეწარმეთა შესახებ კანონის მე-13 მუხლის მე-2 და 55-ე მუხლის პირველ პუნქტებში „ღია“ საზოგადოებას, პოტენციურად, ანგარიშგაღებულ საზოგადოებასთან ათანაბრებს, ხოლო ანგარიშგაღებული საწარმოს განმარტებას ფასიანი ქაღალდების შესახებ კანონის მე-9 მუხლის პირველ პუნქტზე გადამსამართლებით იძლევა. ნაშრომის მიზნებისთვის, ძირითადად, გამოყენებულ იქნება ანგარიშგაღებული საზოგადოება, როგორც „საჯარო“ საზოგადოების ქართული შესატყვისი. ამასთან, გასათვალისწინებელია, რომ მეწარმეთა შესახებ კანონით დარეგისტრირებული იურიდიული პირი შესაძლოა არ იყოს დარეგისტრირებული საფონდო ბირჟაზე, მაგრამ ექცეოდეს ფასიანი ქაღალდების სამართლის რეგულირების ქვეშ. აღნიშნული გენერირდება „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ კანონის მე-2 მუხლის 36 და 37 პუნქტების, მე-10 მუხლის მე-7 პუნქტის, მე-11 მუხლის მე-6 პუნქტის, მე-12 მუხლი მე-2 პუნქტისა და საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის 2010 წლის 22 თებერვლის №21/01 ბრძანების მე-5 და მე-6 მუხლის მე-3 პუნქტების ინტერპრეტაციათა დედუქციური ანალიზის შედეგებიდან. აგრეთვე, საფონდო ბირჟა მეორადი ბაზრის ერთ



ქციო საზოგადოებაა. ზოგადი, შესაბამისად, მარტივი განმარტების თანახმად, საჯარო სს, რომლის აქციებიც, კაპიტალის ბაზარზე განთავსების<sup>261</sup> (IPO)<sup>262</sup> მეთოდით,<sup>263</sup> პირთა განუსაზღვრელი წრის მიმართ საჯარო ვაჭრობისთვის არის შეთავაზებული,<sup>264</sup> რაც ნებისმიერ დაინტერესებულ პირს<sup>265</sup> საშუალებას აძლევს აქციების ღია ბაზარზე შეძენის გზით მიაღწიოს ინვესტირებადი კაპიტალის დივერსიფიცირებას და გახდეს საზოგადოების აქციონერი.<sup>266</sup> სს-ის „დახურულ“ და „საჯარო“ საზოგადოებად დაყოფის უმნიშვნელოვანეს ელემენტს აქციათა განკარგვის „თავისუფლება“<sup>267</sup> და რეგულირებად ბაზარზე ორგანიზებული მიმოქცევა განსაზღვრავს. თუ სს-ს აქციები საფონდო ბირჟაზე საჯარო ვაჭრობისთვის აქვს გატანილი, ან *listed* კომპანიად ან „საჯარო“ კომპანიად

სეგმენტს წარმოადგენს, რამდენადაც მეორადი საფონდო ბაზარი ორ – საფონდო ბირჟა (*stock exchange*) და არასაბირჟო ბაზრად (*over-the-counter market*) იყოფა. შესაბამისად, ის უნდა აკმაყოფილებდეს რეგულატორულ მოთხოვნებს, რაც მის „ანგარიშვალდებულებას“ განაპირობებს. შეად. იხ. *ჯიბუტი, ყორანაშვილი*, „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის კომენტარი, 2004, გვ. 115. ე.ი. „საჯარო“ საზოგადოება, ნებისმიერ კომპანიაციაში, არის ანგარიშვალდებული, რომლის ფასიანი ქაღალდების ღია (საჯარო) განთავსება ხდება შეუზღუდავი წრის პოტენციურ ინვესტორთა შორის საჯარო განცხადებით, სარეკლამო კამპანიის გაწვევით და ემისიის პროსპექტის რეგისტრაციით. იხ. *სვანაძე, სანაძე, ზიზანიშვილი, მძინარიშვილი, ლორთქიფანიძე, ახობაძე, გოგიშვილი*, საბირჟო საქმე და ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, 1998, გვ. 180-182; *Pinto, Branson.*, *Understanding Corporate Law*, 3<sup>rd</sup> edition, 2009, P. 92-95; *Palmiter*, *Corporations*, 2006, P. 346-348; *Ferran*, *Principles of Corporate Finance Law*, 2008, P. 432-443.

<sup>261</sup> იხ. *ჯიბუტი, ყორანაშვილი*, „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის კომენტარი, 2004, გვ. 112.

<sup>262</sup> *Schneeman*, *The Law of the Corporations and Other Business Organizations*, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 474-

<sup>263</sup> იხ. *Booth*, *Financing the Corporation*, 2010, P. 708-796; *Macey*, *Corporate Governance*, 2008, P. 127-130. ასევე, იხ. *ჯიბუტი, ყორანაშვილი*, „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის კომენტარი, 2004, გვ. 76.

<sup>264</sup> ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონი, მე-3 მუხლის პირველი პუნქტი.

<sup>265</sup> როგორც წესი, ეს პირები საფონდო ბირჟაზე რეგისტრირებული ლიცენზირებული საბროკერო კომპანები არიან, რომლებიც გარიგების მონაწილის (ანუ დილერის) ინტერესებისთვის მოქმედებენ. იხ. *Hazen*, *Securities Regulation*, 6<sup>th</sup> ed., 2009, P. 103-107, 553-638. საქართველოში საბროკერო კომპანიათა ლიცენზირებას ახორციელებს ეროვნული ბანკი. იხ. „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ კანონის მე-20 მუხლის პირველი პუნქტის ა) ქვეპუნქტი.

<sup>266</sup> *Pinto, Branson.*, *Understanding Corporate Law*, 3<sup>rd</sup> edition, 2009, P. 92; *Armour, Hansmann.*, *Kraakman*, *What is Corporate Law?* 2009, P. 12; *Bevans*, *Business Organizations and Corporate Law*, 2007, P. 249-250; *French, Mayson, Ryan*, *Company Law*, 26<sup>th</sup> ed., 2009-2010, P. 195 et seq. იხ. *ბურდული*, *სააქციო სამართლის საფუძვლები*, 2010, გვ. 126-127.

<sup>267</sup> „თავისუფლად განკარგვაში“ მოიაზრება მეწარმე სუბიექტის შიდა ორგანიზაციული შეზღუდვებისგან (მაგალითად, აქციათა ვინკულირება) „გათავისუფლება“, რამდენადაც ყველა „ღია“ სს უნდა ემორჩილებოდეს ფასიანი ქაღალდების კანონმდებლობისა და საფონდო ბირჟის მიერ დადგენილ წესებს (თუ დაშვებულია საფონდო ბირჟის სავაჭრო სისტემაში). მაგ. იხ. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონი, მე-18 და 34<sup>1</sup> მუხლები.



იწოდება,<sup>268</sup> ხოლო საზოგადოება, რომლის საკუთარი კაპიტალი აქციების სახით საფონდო ბირჟის სავაჭრო სისტემაში სავაჭროდ გატანილ ფასიან ქაღალდთა კატეგორიაშია<sup>269</sup> შეტანილი (*listed securities*)<sup>270, 271</sup> – კოტირებულ კომპანიად. პირობითად, მესამე კატეგორიის გამოყოფაც არის შესაძლებელი: ეს შეეხება სს-ს, რომლის აქციებიც თავისუფლად ხელმისაწვდომია ყველა ინვესტორისთვის, მაგრამ არ არის საფონდო ბირჟაზე დარეგისტრირებული, თუმცა მეორადი ბაზრის ისეთ სეგმენტში ფუნქციონირებს, როგორიც არასაბირჟო ბაზარია (*OTC market*).<sup>273</sup> მას, შეიძლება, „საჯარო“ სს-თან ფუნქციონალური იდენტობის პირობებში, „ღია“ სს ეწოდოს.<sup>274</sup> ამიტომ, „ღია“ და „საჯარო“, ფაქტობრივად, ურთიერთჩანაცვლებად ტერმინად გამოიყენება. ეს არის თანამედროვე საკორპორაციო<sup>275</sup> და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სამართლის<sup>276</sup> დოგმატური

<sup>268</sup> *Armour, Hansmann., Kraakman, What is Corporate Law?* 2009, P. 12.

<sup>269</sup> ფასიანი ქაღალდების კლასებსა და კატეგორიებთან დაკავშირებით, იხ. ბურდული, საქეციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 332-355; ჯანჯალია, აქციათა კლასები, კორპორაციული მართვა, ყოველკვარტალური ბოულეტენი, (IFC), №14, 2008, გვ. 22-25. ასევე, იხ. *Hazen, The Law of Securities Regulation*, 6<sup>th</sup> ed., 2009, P. 38-40.

<sup>270</sup> მაგ. შეად. ფინანსთა მინისტრის №74, 09.02.2010 ბრძანებას, რომელიც საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ ნებადართულ ფასიან ქაღალდთა სიას ლისტინგს უწოდებდა (აღნიშნული ბრძანება, ამჟამად, გაუქმებულია). მითითებულია: ნადარაია, როგავა, რუხაძე, ბოლქვაძე, საქართველოს საგადასახადო კოდექსის კომენტარი, §§1-155, გვ. 73-74.

<sup>271</sup> ამას განაპირობებს პრეამბულა, რომ საფონდო ბირჟის სავაჭრო სისტემაში დაშვებული ფასიანი ქაღალდები არასაღისტინგო და საღისტინგო ფასიან ქაღალდებად იყოფა. იხ. საქართველოს საფონდო ბირჟის დებულება „საქართველოს საფონდო ბირჟაზე“ ფასიანი ქაღალდების სავაჭრო სისტემასა და ლისტინგში დაშვების შესახებ, მე-2 მუხლის მე-4, მე-5 და მე-6 პუნქტები.

<sup>272</sup> *French, Mayson, Ryan, Company Law*, 26<sup>th</sup> ed., 2009-2010, P. 201-202. შეად. სვანაძე, სანაძე, ზიზანიშვილი, მძინარიშვილი, ლორთქიფანიძე, აზობაძე, გოგიშვილი, საბირჟო საქმე და ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, 1998, გვ. 209, 213-214. უფრო კონკრეტულად, *listed* კომპანიის შემთხვევაში თავად ფირმა, როგორც იურიდიული პირი, რეგისტრირებულია საფონდო ბირჟაზე, განსხვავებით მეორე, ანუ კოტირების შემთხვევისგან, როდესაც, როგორც წესი, კორპორაციას ფასიანი ქაღალდები (ძირითადად, აქციები) შუამავლის, მაგალითად, საბროკერო კომპანიის მეშვეობით კაპიტალის ბაზარზე საჯარო ვაჭრობისთვის გატანილ ფასიან ქაღალდთა კატეგორიაში აქვს „განთავსებული“. მიუხედავად ამისა, ზემოაღნიშნული განსხვავება პირობითია და ის სს-ის კიდევ ერთ ტიპოლოგიურ ქვესახეობად „ჩაშლას“ არ იწვევს. ამ დროს, საუბარი შეიძლება, მაქსიმუმ, ფირმის ფინანსების კაპიტალის ბაზარზე გატანისა და მართვის მექანიზმებს შორის სხვაობაზე იყოს.

<sup>273</sup> *Schneeman, The Law of the Corporations and Other Business Organizations*, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 437.

<sup>274</sup> ყველაზე ცნობილი არასაბირჟო ბაზრის მაგალითია NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations) – ფასიან ქაღალდთა დილერების ავტომატური კოტირების ეროვნული ასოციაცია. იხ. *Pinto, Branson., Understanding Corporate Law*, 3<sup>rd</sup> edition, 2009, P. 93.

<sup>275</sup> იხ. M.B.C.A. §1.40(18A).

<sup>276</sup> თუმცა, ფასიანი ქაღალდების სამართალში, საფონდო ბირჟაზე თავისუფლად მიმოქცევადი ფასიანი ქაღალდის „კოტირება“ მისი ღირებულების დადგენას გულისხმობს. კერძოდ, ეს არის



„ლია“ კორპორაცია აქციონერთა სიმრავლით გამოირჩევა, რის გამოც, დაწვევებული აქციონერები თავიანთ ხმის უფლებას წარმომადგენლის (ქვეყნის proxy)<sup>278</sup> საშუალებით ახორციელებენ.<sup>279</sup> მისი ინვესტიცია ფასიანია, რადგან, რომელიც ინვესტორის ან მესამე პირის საკუთრებაშია.<sup>280</sup> მათი საჯარო ვაჭრობა კაპიტალის ორგანიზებული ბაზრის გავლით ხორციელდება.<sup>281</sup> კორპორაციის „ლიაობა“ ხომ კაპიტალის ბაზარზე დარეგისტრირებული კომპანიის აქციითა ბროკერის/დილერის საშუალებით შეძენას ნიშნავს.<sup>282</sup> „საჯარო“ კორპორაციის ჰომოგენურობის ხაზგასმაა, რომ ის, ბაზრის სტაბილურობის, მონაწილეთა უსაფრთხოებისა და ეკონომიკური მდგომარეობის სიმყარისთვის, მკაცრ რეგულატორულ მოწესრიგებას ექვემდებარება.<sup>283</sup> განსაკუთრებით ახალი ათასწლეულის დასაწყისში *ენრონის*, *ადელფიას* და *უორდკომის* კოლაფსის<sup>284</sup> შემდგომ,<sup>285</sup> რომლის გამოძახილი *სარბანეს-ოქსლეს* აქტია.<sup>286</sup> სიმკაცრე ფინანსური ანგარიშგების გაყალბების (შემოსავლების მაჩვენებლის, საბალანსო მონაცემების არასწორი გადანაწილება, პასივების აქტივების ბალანსზე აღრიცხვა და ა.შ.) პრაქტიკული შედეგების ადეკვატური რეაქცია იყო.<sup>287</sup>

ფინანსური მონაცემების გაყალბება ყველა გაკოტრებული კომპანიის იდენტური სახასიათო ნიშნით გამოირჩევა: ისინი განიცდიან ე.წ. „*nova effect*“-ს (მასიურ ზრდას). ეს არის საფინანსო ანგარიშგებისა და მონაცემების *prima facie*, რომლის რეალობასთან შერწყმის შედეგად, კორპორაცია კოტრდება.<sup>288</sup>

საფონდო ბირჟის მიერ ფასიანი ქაღალდის ოფიციალური ფასის ან ფასთა ინტერვალის დადგენა გარკვეული დროისათვის, გაანგარიშებული დადებული გარიგებებისა ან/და გაკეთებული საეაჭრო განცხადების საფუძველზე ბირჟის მიერ დამტკიცებული მეთოდის შესაბამისად. იხ. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონის მე-2 მუხლის 63-ე პუნქტი.

<sup>277</sup> Fletcher, Fletcher Cyclopedica of the Law of Corporations, rev. ed., vol.5, 2011, P. 517-518.

<sup>278</sup> იხ. Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 2, 2010, P. 530-544.

<sup>279</sup> Hamilton, Freer, The Law of Corporations, 6<sup>th</sup> ed., 2011, P. 235.

<sup>280</sup> Hamilton, Freer, The Law of Corporations, 6<sup>th</sup> ed., 2011, P. 236.

<sup>281</sup> Booth, Financing the Corporation, 2010, P. 684-707.

<sup>282</sup> Conard, Corporation in Perspective, 1976, P. Conard, Corporation in Perspective, 1976, P. 163. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონის მე-18 მუხლის მე-4 პუნქტი საჯარო ფასიანი ქაღალდების გარიგებათა საბროკერო კომპანიის მონაწილეობის გარეშე დადების შესაძლებლობას იმპერატიულად ადგენს.

<sup>283</sup> Hazen, The Law of Securities Regulation, 6<sup>th</sup> ed., 2009, P. 255-271.

<sup>284</sup> Skeel, Icarus and American Corporate Regulation, in: After Enron, (edit. Armour, McCahey), 2006, P. 129-154.

<sup>285</sup> Hamilton, Freer, The Law of Corporations, 6<sup>th</sup> ed., 2011, P. 242-244.

<sup>286</sup> Moeller, Sarbanes-Oxley Internal Controls, 2008, P. 14-53; Sheppey, McGill, Sarbanes-Oxley, 2007, P. 3-19.

<sup>287</sup> Bratton, Rules, Principles, and the Accounting Crisis in the United States, in: After Enron, (edit. Armour, McCahey), 2006, P. 265-291.

<sup>288</sup> ამის კიდევ ერთი კლასიკური მაგალითი პარმალატის საქმეა, რომელმაც 2003 წლის 27 დეკემბერს მცდარი ფინანსური მონაცემების გამომჟღავნების შემდგომ ვალდებულების



მსხვილი კორპორაციის უარყოფითი მხარე, უეცარი დესტრუქციის საფრთხესთან ერთად, გამკაცრებული, კაპიტალის ბაზარზე ყველა ქმედების რუდინული, დეტალური გათვლის, გახსნილობის სავალდებულო მოთხოვნისა და მასთან დაუცველობა-დარღვევის რეპრესიული რეგულაციებია,<sup>289</sup> რასაც ვერ გავითვალისწინებთ ქართული ფასიანი ქაღალდების რეგულაციებთან მიმართებით. ეს უკანასკნელი, ლიბერალიზმის კონცეპტუალური პრინციპიდან გამომდინარე, მწირ და „შემწვანებლურ“ სანქციებს აწესებს ფასიანი ქაღალდების კანონმდებლობის დარღვევისთვის.<sup>290</sup>

ქართულ საკორპორაციო სამართალში „საჯარო“ სს მნიშვნელოვან ადგილს ჯერჯერობით ვერ იკავებს.<sup>291</sup> ეკონომიკური ფუნქციის რეალიზების შკალის მაჩვენებელს განსაზღვრავს კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონირებადი ევოლუცია და არა – სტაგნაცია. თანამედროვე ბირჟებზე დამკვიდრებული თეორიული თუ პრაქტიკული ცოდნა, ორგანიზებული ბაზრის მრავალსაუკუნოვანი განვითარების შედეგია.<sup>292</sup> განვითარება თანამედროვე სამეწარმეო სამართალში საკანონმდებლო რეგულაციებსა თუ რეგულირებად ნორმატივებში პოვებს ასახვას. კაპიტალის ბაზარზე „ქცევის წესების“ რეგულირების ფუნდამენტი „წესების“ შემსრულებელ სუბიექტთა<sup>293</sup> უფლება-მოვალეობათა დეტერმინაციაა. ეს უკანასკნელი საკორპორაციო სამართლისა და კაპიტალის ბაზრის სამართლის კომბინირებული რეგულირების სფეროს განეკუთვნება.

ქართულ სამართლებრივ სივრცეში „ანგარიშვალდებული საწარმოს“ ცნება საკანონმდებლო დონეზეა განმარტებული.<sup>294</sup> ანგარიშვალდებული საწარმო, ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონის თანახმად, ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზების სავალდებულო პროცედურების შესრულებისა და განხორციელებულ ქმედებათა შესახებ მარეგულირებლისთვის (ეროვნული ბანკი, საფონდო ბირჟა) *ad hoc* შეტყობინების ვალდებულებით,<sup>295</sup> უტოლდება „ღია“,

---

შესრულების შეუძლებლობის შედეგად, ბანკოტად გამოაცხადა კორპორაცია. იხ. *Ferrarini, Giudici, Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case*, in: *After Enron*, (edit. *Armour, McCahey*), 2006, P. 162-174.

<sup>289</sup> *Hazen, The Law of Securities Regulation*, 6<sup>th</sup> ed., 2009, P. 271-303.

<sup>290</sup> იხ. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონი, 55-ე და 55<sup>1</sup> მუხლები.

<sup>291</sup> 2012 წლის 1 დეკემბრის მდგომარეობით, სსბ-ის სავაჭრო სისტემაში 133 კომპანიის ფასიანი ქაღალდია დაშვებული, რომელთა სრულმა საბაზრო კაპიტალიზაციამ 0.94 მილიარდს მიაღწია, ხოლო დღიურმა ბრუნვამ 1.09 ათას ლარს. აღნიშნული ინფორმაცია ხელმისაწვდომია შემდეგ ინტერნეტ მისამართზე: [ [www.gse.ge](http://www.gse.ge) ] [მოპოვების თარიღი: 12.12.2012]. შეადარე აშშ-ში არსებულ ვითარებას. *Pinto, Branson, Understanding Corporate Law*, 3<sup>rd</sup> ed., 2009, P. 92.

<sup>292</sup> *Pinto, Branson, Understanding Corporate Law*, 3<sup>rd</sup> ed., 2009, P. 92-93.

<sup>293</sup> ესენია: ინვესტორი, ემიტენტი, ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირებადი მონაწილე, აუდიტორი. იხ. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონის მეორე მუხლის მე-40 პუნქტი.

<sup>294</sup> ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონის მე-9 მუხლის პირველი პუნქტი.

<sup>295</sup> *ჭანტურია, კორპორაციული მართვა*, 2006, გვ. 287-293. ასეთ სავალდებულოდ გასაგზავნი შეტყობინების მაგალითად შეიძლება მოყვანილ იქნეს ანგარიშვალდებული საწარმოს ფასიანი ქაღალდების მნიშვნელოვანი შენადენის განსაჯაროების ვალდებულება. იხ. ფასიანი ქაღალდების





საჯარო“ სს-ს ანგლო-ამერიკული გაგებით.<sup>296</sup> საფონდო ბირჟაზე დარეგისტრირებული სს ექცევა ფასიანი ქაღალდების სამართლის რეგულირების ქვეშ.<sup>297</sup> ასეთი ტიპის სს-მ უნდა გადალახოს ორგანიზაციული, სამართლებრივი და რეგულირებად ბაზარზე არსებული მოთხოვნადი დაბრკოლება,<sup>298</sup> რათა კომპანიამ მოიპოვოს ფასიანი ქაღალდების პოტენციური ინვესტორისთვის შეთავაზების უფლება.<sup>299</sup> ის უნდა შეესაბამებოდეს ფასიანი ქაღალდების ბრუნვასთან დაკავშირებულ მარეგულირებელ წესებს. მან უნდა უზრუნველყოს გამჭვირვალობის სათანადო დონე და საჯაროობა ყველა მნიშვნელოვანი მოვლენის შესახებ ინფორმაციის დროული გამჟღავნებით.<sup>300</sup> ინფორმაციის გამჟღავნების ვალდებულება მოიცავს კომპანიის ბიზნესანგარიშს, ფინანსურ ანგარიშგებებს, აუდიტის დასკვნებს და სხვა ინფორმაციას.<sup>301</sup>

სს-ის ანგარიშვალდებული საწარმოს კატალოგის კატეგორიული კუთვნილება მისი მართვის სისტემის დისპოზიციურ რეგულირებას ემიჯნება. მეწარმეთა შესახებ კანონი საწარმოს ანგარიშვალდებულებას მონისტური სისტემის „არჩევის ალტერნატივად“ განიხილავს. მეწარმეთა შესახებ კანონი ანგარიშვალდებულებას „საჯარო“ სს-თან ტერმინოლოგიურად აახლოვებს.<sup>302</sup>

ბაზრის შესახებ კანონის მე-14 მუხლი. შეად. ჯიბუტი, ყორანაშვილი, „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის კომენტარი, 2004, გვ. 115.

<sup>296</sup> ინგლისურთან დაკავშირებით, იხ. *French, Mayson, Ryan, Company Law*, 26<sup>th</sup> ed., 2009-2010, P. 195 et seq., ხოლო ამერიკულთან მიმართებით, იხ. *Hamilton, The Law of Corporations*, 2000, P. 376 et seq.

<sup>297</sup> *Palmiter, Corporations*, 2006, P. 345-351; *Ferran, Principles of Corporate Finance Law*, 2008, P. 409 et seq.

<sup>298</sup> იხ. ჯიბუტი, ყორანაშვილი, „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის კომენტარი, 2004, გვ. 112-113.

<sup>299</sup> მოთხოვნათა კატალოგი კლასიფიცირებულია საქართველოს საფონდო ბირჟაზე „საქართველოს საფონდო ბირჟის“ ფასიანი ქაღალდების სავაჭრო სისტემასა და ლისტინგში დაშვების შესახებ“ დებულებათაში.

<sup>300</sup> ფასიანი ქაღალდების კანონმდებლობის გვერდითრომელიც უზრუნველყოფს მომხმარებლისთვის ინფორმაციის ხელმისაწვდომობასა და ხარისხს, არსებობს კორპორაციულსამართლებრივი ხასიათის რეგულატორული დათქმები, რომელიც კომპანიის საქმიანობის ღიაობას უზრუნველყოფს. მაგალითად, საზოგადოების საქმიანობის გამჭვირვალობის, საჯაროობისა და გახსნილობის ერთ-ერთი პირველი უნიფიცირებული რეგულატორი ევროპის საბჭოს პირველი საკორპორაციო სამართლებრივი დირექტივაა. იხ. *First Council Directive 68/151/EEC of 9 March 1968 on co-ordination of safeguards which, for the protection of the interests of members and others, are required by Member States of companies within the meaning of the second paragraph of Article 58 of the Treaty, with a view to making such safeguards equivalent throughout the Community*, OJ L 65, 14.3.1968. დირექტივის ქართულ ენაზე მიმოხილვისთვის, იხ. *ჭანტურია*, ევროპის საკორპორაციო სამართლებრივი დირექტივებისა და დადგენილებების მნიშვნელობა ქართული საკორპორაციო სამართლის კოდიფიკაციისთვის, წიგნში: *თანამედროვე საკორპორაციო სამართლის თეორიული და პრაქტიკული საკითხები*, 2009, გვ. 453-463.

<sup>301</sup> *Sheppey, McGill, Sarbanes-Oxley*, 2007, P. 65-93.

<sup>302</sup> მეწარმეთა შესახებ კანონის 55-ე მუხლის პირველი პუნქტი.



შედევად, თუ საზოგადოება ანგარიშვალდებულია, ის მართვის ორსაფეხურიანი სისტემის<sup>303</sup> „მიმდევარია“, რაც აქციონერთა დასაცავად შექმნილ კონკრეტულ სტანდარტებს მოიცავს.<sup>304</sup> მაგრამ შებრუნებული ვარიანტი არ მოქმედებს: შეწარმეთა შესახებ კანონით სს-ის კორპორაციული მართვის სისტემის მეორე ვის შემთხვევაში, მაგალითად, თუ აქციონერთა რაოდენობა 100-ს აღემატება,<sup>305</sup>

<sup>303</sup> ერთსაფეხურიან და ორსაფეხურიან სისტემასთან დაკავშირებით, იხ. ჭანტურია, კორპორაციული მართვა, 2006, გვ. 107 და მომდევნო. ასევე, იხ. *Hopt, Modern Company and Capital Market Problems: Improving European Corporate Governance after Enron*, 2007, P. 1-58; *Hopt, The German Two-Tier Board: Experience, Theories, Reforms*, 1998, P. 227-258; *Ghezzi, Malberti, Corporate Law Reforms in Europe: The Two-Tier Model and the One-Tier Model of Corporate Governance in the Italian Reform of Corporate Law*, 2007, P. 2-69; *Gevurtz, Global Issues in Corporate Law*, 2006, P. 58-72.

<sup>304</sup> *Rock, Shareholder Eugenics in the Public Corporation*, Res. pap. No.11-26, 2011, P. 3 et seq.

<sup>305</sup> აქციონერთა რაოდენობა კიდევ ერთ შემთხვევაშია გადამწყვეტი მნიშვნელობის მქონე: როდესაც სს-ის აქციონერთა რაოდენობა აღემატება 50-ს, სს ვალდებულია აქციათა რეესტრი აწარმოოს დამოუკიდებელი რეგისტრატორის მეშვეობით. იხ. მეწარმეთა შესახებ კანონის 51-ე მუხლის მესამე პუნქტი. ასეთ შემთხვევაშიც საუბრობენ სს-ის „საჯაროობაზე“. მაგ. იხ. ჭანტურია, კორპორაციული მართვა, 2006, გვ. 104-105. თუმცა, ისევე როგორც კორპორაციული მართვის დუალისტური მოდელის არჩევის 100 აქციონერიანი პიპოტეტური ზღვარი ვერ განსაზღვრავს სს-ის კლასიფიცირებას „დი“ სს-ად, ისე დამოუკიდებელი რეგისტრატორის სავალდებულო არსებობის 50 პარტნიორიანი წინაპირობა არ უნდა იყოს საკმარისი კორპორაციის ანგარიშვალდებულ საწარმოდ შერაცხვისათვის, რადგან დამოუკიდებელი რეგისტრატორი როგორც სეგმენტი, არ შედის ანგარიშვალდებული საწარმოს დეფინიციაში. სს-ის ანგარიშვალდებულ საწარმოდ შერაცხვისთვის აუცილებელია მის მიერ საჯარო ფასიანი ქაღალდების გამოშვება. ისმის კითხვა: რა არის საჯარო ფასიანი ქაღალდი? საჯარო ფასიანი ქაღალდის დეფინიცია ფასიანი ქაღალდების ბაზრის კანონის მე-2 მუხლის 36-ე პუნქტშია, რომელიც მას განმარტავს იმ კლასის ფასიან ქაღალდად, რომელიც განთავსდა საჯარო შეთავაზების გზით ან/და დაშვებულია სავაჭროდ საფონდო ბირჟაზე. ლოგიკურად, უნდა განიმარტოს თუ რა არის საჯარო შეთავაზება. საჯარო შეთავაზებას ამავე კანონის მესამე მუხლის პირველი პუნქტი განმარტავს – ეს არის წინადადება ემიტენტის სახელით ფასიანი ქაღალდების პირდაპირი ან არაპირდაპირი მიყიდვის შესახებ არანაკლებ 100 პირისთვის ან პირთა დაუზუსტებელი რაოდენობისთვის. მარტივად დედუქტაბელურია, რომ ანგარიშვალდებულ საწარმოდ კვალიფიცირების საფუძველი სამი კუმულაციური წინაპირობის ლოგიკური ბმაა. საჯარო შეთავაზების მოცემულობა ფორმალურად განსაზღვრავს და მისი რეალიზირებული შედეგი არ მოიცავს სს-ში 100-ზე მეტი ინვესტორის (აქციონერის) უცილობელ მოზიდვას. თავის მხრივ, შესაძლებელია დაფუძნების ეტაპზე 100-ზე მეტ დამფუძნებელ პირს შორის იქნეს შეთანხმება მიღწეული, რაც არ განაპირობებს სს-ს ანგარიშვალდებულებას ეროვნული ბანკისა თუ საფონდო ბირჟის მიმართ. შესაბამისად, შესაძლებელია სს იყოს ანგარიშვალდებული, მაგრამ მას არ ჰყავდეს 100 აქციონერი, ან ჰყავდეს 100-ზე მეტი პარტნიორი (რა შემთხვევაშიც, ბუნებრივია, ეყოლება დამოუკიდებელი რეგისტრატორიც) და არ იყოს ანგარიშვალდებული. ორივე შემთხვევაში სს მენეჯმენტი ვალდებულია დუალისტური მოდელის შექმნაზე, მაგრამ პირველ შემთხვევაში იქნება ანგარიშვალდებული საწარმო მართვის ორსაფეხურიანი სისტემით, ხოლო მეორე შემთხვევაში „დახურული“ სს, ასევე, მართვის დუალისტური მოდელით. შეად. ქირია, საკორპორაციო სამართლის სისტემა საქართველოში, 2011, გვ. 50. უფრო მეტიც: მეწარმეთა შესახებ კანონით დამოუკიდებელი რეგისტრატორის მოცემული რეგულირება აბსოლუტური არ არის. მის ალტერნატიულ მოწესრიგებას ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონი შეიცავს. კერძოდ,



სს-ის მართვა დუალისტური მოდელით უნდა გაგრძელდეს, რაც, თავის მხრივ, არ ნიშნავს მის ანგარიშვალდებულ საწარმოოდ გარდაქმნას. ამისთვის, სს-მ გარკვეული წინაპირობები უნდა დააკმაყოფილოს. სახეზეა სს-ის ფუნქციური შინაარსობრივი და კვანტიტური განმარტება: ფასიანი ქაღალდების ბაზრისა და მეწარმეთა შესახებ კანონით განმარტებული ანგარიშვალდებული სს, „საჯარო“ სს-თან მიმართებაში, მათი ფუნქციური დატვირთვიდან გამომდინარე, ურთიერთჩანაცვლებად ტერმინად შეიძლება იქნეს გამოყენებული. ქართული კანონმდებლობა არც მეწარმეთა და არც ფასიანი ქაღალდების კანონში სს-ის „ღია“ ან „საჯარო“ საზოგადოების პარადიგმას პირდაპირ არ მოიხსენიებს. სს-ის სუბტიპთა ეტიმოლოგიური სემანტიკა მისი ფუნქციური დანიშნულების ანალიზიდან გამომდინარეობს. ამიტომ, სააქციო საზოგადოების ტიპოლოგიური სხვაობის შესამჩნევი კონტრასტის შესაქმნელად, უმჯობესია, ზემოთ განვითარებული ძირითადი თეზის გათვალისწინებით, მათ შორის ეტიმოლოგიური კავშირის პირობებში, გამოყენებულ იქნეს „ანგარიშვალდებული“ სს. რაც შეეხება მართვის სისტემურ მოდელს, ის ვერ გახდება სს-ის როგორც „ღია“ სს-ის უნიტარული დეტერმინანტი. წინააღმდეგ შემთხვევაში, „დახურული“ სს დოგმატურ, ფუნქციურ და ეკონომიკურ ასპექტებში გაუტოლდებოდა „საჯარო“ სს-ს. ეს მეწარმე სუბიექტთა ორგანიზებული ფორმებისთვის სახასიათო თვისებრივ სხვაობას წაშლიდა, რაც იგივეა აბსცისა და ორდინატი ერთმანეთს რომ დაემთხვას. ეს კი ნონსენსია.

მოკლედ, სს ფასიანი ქაღალდების გამოშვების და მისი კაპიტალის ბაზარზე ბრუნვის ნორმატიულად დაშვებული სამართლებრივი ფორმაა.<sup>306</sup> ფასიანი ქა-

თუ მეწარმეთა შესახებ კანონი მინიმალურ (50 აქციონერი) რაოდენობას ადგენს, ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონს ნაკლები რაოდენობის აქციონერთა არსებობის დროსაც დამოუკიდებელი რეგისტრატორის გამწესება სავალდებულო მოთხოვნათა კატეგორიაში შეჰყავს. 50 აქციონერზე ნაკლები აქციონერი კი მხოლოდ მაშინ ხდება დამოუკიდებელ რეგისტრატორთან ხელშეკრულების დადების აუცილებელ წინაპირობად, როდესაც ემიტენტი მიიჩნევა ანგარიშვალდებულ საწარმოოდ. იხ. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონი, მე-10 მუხლის მე-3 პუნქტი. ეს კი ნიშნავს, რომ შესაძლებელია სს-ს არ ჰყავდეს 50-ზე მეტი აქციონერი, მაგრამ ჰქონდეს საჯარო ფასიანი ქაღალდები გამოშვებული, რის შემდეგაც ის ვალდებული იბოჭება აქციათა რეესტრი აწარმოოს დამოუკიდებელი რეგისტრატორის მეშვეობით. ამით ხდება მეწარმეთა შესახებ კანონით დადგენილი მინიმალური სტანდარტის ფასიანი ქაღალდების კანონმდებლობით მინიმალიზირების მიმართულებით რესტანდარტირება, რომლის შესაძლებლობასაც მეწარმეთა შესახებ კანონის 51-ე მუხლის მე-3 პუნქტიც იძლევა. ზემოაღნიშნული გამორიცხავს დამოუკიდებელი რეგისტრატორის მიერ აქციათა რეესტრის ფაქტობრივი წარმოება ან/და აქციონერთა კვოტა სს-ის „ღია“ და „დახურულ“ საწარმოოდ კლასიფიკატორის ამპლუაში გამოსვლას.

<sup>306</sup> მიუხედავად ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონის მე-9 მუხლის პირველ პუნქტში 2012 წლის 30 აპრილს შესული ცვლილებისა, სს საფონდო ბირჟაზე ვაჭრობის განმახორციელებელ მთავარ სამართლებრივ ფორმად უნდა იქნეს მიჩნეული. შეად. იხ. ჯიბუტი, *გორანაშვილი*, „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის კომენტარი, 2004, გვ. 111-112.

ღალღების გამოშვებას, ფინანსურ ბაზართან ადვილი წვდომის გარდა, მრავალი მიზეზი აქვს. მათგან აღსანიშნავია კორპორაციათა სწრაფი შერწყმა, შეძენა (შთანთქმა) კონტროლის მოპოვების მიზნით და კომპანიის ერთობლივ ტალის მოცულობაში სასესხო წილის შემცირება,<sup>307</sup> ინვესტიციები დახარჯება საწარმოო საქმიანობაში, კაპიტალის რისკების დივერსიფიცირება და ა.შ. ეს ყველაფერი კი კორპორაციის სტრუქტურული რესტრუქტურიზაციის საფუძველია. ნაშრომის კვლევის სამიზნე ობიექტი სწორედ ანგარიშვალდებული („სა-ჯარო“) სააქციო საზოგადოება, მისი სტრუქტურული ელემენტები და მასში ცვლილებების განხორციელებაა.

#### 4. სააქციო საზოგადოების სტრუქტურული ელემენტები

##### 4.1. სს-ის სტრუქტურული ელემენტები ორგანიზაციული მართვის კონტექსტში

ერთია სს-ის არსის განმსაზღვრელი სუბსტანციური ნიშნები, მისი სუბტი-პებად კლასიფიცირება, ამ კლასიფიკაციის ეკონომიკურ-ფუნქციური დატვირთვა და, მეორე, ასეთი ტიპის საზოგადოებათა შიდაორგანიზაციული საქმიანობის სტრუქტურული ელემენტების დიფერენცირება უფლებამოსილებათა ვერტიკალურ თუ ჰორიზონტალურ<sup>308</sup> ჭრილში განხილვით. სტრუქტურული ელემენტების განზომილებათა ლავირება დამოკიდებულია მისი განხილვის ორიენტირებზე. ვერტიკალურ კონტექსტში, როგორც წესი, მოიაზრება სს-ის მართვის ის ძირითადი ორგანოები, რომლებიც საწარმოს სტრატეგიული მიმართულებების უშუალო სამეწარმეო „ცხოვრებაში“ განხორციელებას უზრუნველყოფენ. სს-ის ანალიზი ჰორიზონტალურ შემხებლობას მისი, როგორც კაპიტალის კონ-

<sup>307</sup> სვანაძე, სანაძე, ზიზანიშვილი, მხინარიშვილი, ლორთქიფანიძე, ახობაძე, გოგიშვილი, საბირფო საქმე და ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, 1998, გვ. 190-195.

<sup>308</sup> ორგანიზაციული მართვის კუთხით უფლებამოსილებათა „ჰორიზონტალურ“ და „ვერტიკალურ“ კონტექსტში განხილვა პირობითი ზღვრის დამდგენი განზომილებითი სხვაობაა. ორივე მიმართულება, კონკრეტული სემენტებით, მასშტაბურ კონვერგენციაში პოულობს გამოხატულებას. განსაკუთრებით აღსანიშნავია „ვერტიკალური“ ურთიერთობა, რადგან დუალისტური სისტემის დროს ფუნქციონირებად ორგანოებს შორის არ არსებობს იერარქიული ურთიერთდაქვემდებარება, ისინი წარმოადგენენ თანასწორუფლებიან, ურთიერთდამოკიდებულ ორგანოებს. იხ. ჭანტურია, კორპორაციული მართვა, 2006, გვ. 126. ურთიერთდაქვემდებარებულ კავშირს კონტროლის მექანიზმი, მაგალითად, დირექტორატის შემადგენლობის გადარჩევა და ხელშეკრულების შეწყვეტა, არ წარმოშობს. იხ. Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 2, 2010, P. 2, 86-94.



ცენტრაციის, კაპიტალის ფორმირების წყაროსა და მისი ფორმირების სტრუქტურული ელემენტების შინაარსობრივ სეგმენტში იჩენს თავს. ორგანიზაციული გაერთიანების კორპორაციულად მოწყობის სტრატეგიული შინაარსობრივი ელემენტი საკუთრების, მისი მართვისა და კონტროლის განცალკევებაში მოიაზრება, რაც „ლია“ სს-ის უმნიშვნელოვანესი სტიგმაა.

ანგარიშვალდებული სს-ის ორგანიზაციული სტრუქტურული ელემენტების ფორმირების კუთხით, თანამედროვე საკორპორაციო სამართლებრივ სისტემებში, მართვის ორგანიზაციული უზრუნველყოფა სამი დივერგენსული მოდელით ხორციელდება.<sup>309</sup> არსებულ სისტემათაგან აქცენტი, ძირითადად, დუალისტურ სისტემაზე გაკეთდება.<sup>310</sup> დუალისტური სისტემის, ორგანიზაციული კუთხით, სტრუქტურული ელემენტების სამწევროვანი ორგანული დაყოფა<sup>311</sup> აქციონერთა საერთო კრების, სამეთვალყურეო საბჭოსა და აღმასრულებელი (დირექტორთა)

<sup>309</sup> ანგლო-ამერიკული სამართლის სისტემისთვის დამახასიათებელია ე.წ. უნიტარული ანუ მართვის ერთსაფეხურიანი მოდელი; კონტინენტური ევროპისთვის, ძირითადად, მიღებულია დუალისტური ანუ მართვის ორსაფეხურიანი მოდელი. არსებობს მართვის მესამე, ე.წ. ჰიბრიდული სისტემა, რომლის არჩევანის შესაძლებლობას ევროპის რიგი ქვეყნები იძლევიან, ასევე, ევროპის კავშირის სამართლებრივ სივრცეში არსებული ევროპის სააქციო საზოგადოების მართვის მოდელიც ითვალისწინებს არჩევანის შესაძლებლობას, ისევე როგორც საქართველოს მეწარმეთა შესახებ კანონი (გარდა მეწარმეთა შესახებ კანონის 55-ე მუხლის პირველი პუნქტის საგამონაკლისო შემთხვევისა). იხ. ჭანტურია, კორპორაციული მართვა, 2006, გვ. 109-110, 146-150; ჭანტურია, ევროპის სააქციო საზოგადოება (*Societas Europea*) – უნივერსალური მოდელი თუ საკანონმდებლო კომპილაცია, ჟურნალი „ადამიანი და კონსტიტუცია“ №4, 2004, გვ. 90-100.

<sup>310</sup> ქართული კანონმდებლობა დუალისტური მოდელის „გაყოფას“, იმპერატიულად, ყველა ანგარიშვალდებულ სს-ს სთხოვს. იხ. მეწარმეთა შესახებ კანონი, 55-ე მუხლის პირველი პუნქტი.

<sup>311</sup> იურიდიულ დოქტრინაში არსებული კორპორაციული მართვის მოდელურ მიდგომათა დიფერენცირება შეიძლება ფიქტიურად ჩაითვალოს. ამ მოსაზრებას შემდეგი საფუძვლის გამო აქვს არსებობის უფლება: უნიტარული სისტემის მქონე მართვის მოდელის დროს, აქციონერთა მიერ ფორმირებული ბორდი კიდევ იშლება სუბტიპებად: ის, თავისი კომპეტენციის ფარგლებში, ირჩევს მენეჯერს (აღმასრულებელ ოფიცერს, პრეზიდენტს), რომელიც ყოველდღიურ საქმიანობას წარმართავს მესამე პირებთან ურთიერთობაში და ანგარიშვალდებულია ბორდის წინაშე. ხოლო ბორდი ბიზნეს საქმიანობის ძირითად სტრატეგიებსა და პოლიტიკას განსაზღვრავს და ანგარიშვალდებულია აქციონერთა საერთო კრების წინაშე. მათ შორის ერთგვარი დაბალანსებული ურთიერთობა ყალიბდება. იხ. Calder, Corporate Governance, 2008, P. 70, 71. სტრუქტურულ ორგანოთა კომპეტენტური ბალანსი, ფაქტობრივად, დუალისტური მოდელის იდენტურია. შესაბამისად, უნიტარული სისტემის მართვის სამწევროვანი ორგანიზაციული სტრუქტურა, კონტინენტური ევროპის ორსაფეხურიანი მოდელის მოდელური ნიშნების განსხვავებულ პრაქტიკულ ინტერპრეტაციას წარმოადგენს. შეად. Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., vol. 2, 2010, P. 2,3; Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol.5, 2011, P. 576-637. მიუხედავად განვითარებული მსჯელობისა, მართვის მოდელთა შორის სხვაობა სამართლებრივ სისტემათა დივერგენსული ბუნების შედეგია. ამიტომ, მათ შორის პრაგმატულ სხვაობას გვერდი ვერც ამ განმარტებით აეწევა.



#### 4.1.1. „ზემდგომი“ ორგანო

ორგანიზაციული მართვის ვერტიკალურ ჭრილში, შიდა სტრუქტურული ელემენტების პირველ რგოლს, სს-ის კაპიტალით უზრუნველყოფ პირთა<sup>313</sup> გაერთიანების შედეგად ჩამოყალიბებული ორგანო წარმოადგენს. კორპორაციული მართვის სტრუქტურაში ამ საფეხურს აქციონერთა საერთო კრება იკავებს. ის კომპანიის მართვის „უმაღლესი“ ორგანოა.<sup>314</sup> მისი კომპეტენცია კანონით ზუსტად არის გაწერილი,<sup>315</sup> რომლის შევსება ან/და გადანაწილება საწესდებო შეთანხმების თავისუფლების ჩარჩოში ექცევა.

საწარმოს „კონსტიტუციის“ დებულებების ხელმოწერისას<sup>316</sup> იწყება ინდივიდისთვის აქციონერის სტატუსის მინიჭების პროცესი. მოცემულ ეტაპზე, აქციონერი კორპორაციის „უმაღლესი“ ორგანოს დამაკომპლექტებელი ფუნქციით შემოიფარგლება. საერთო კრება ფორმირდება<sup>317</sup> აქციონერის (წევრის) სტატუსის მოპოვებისთანავე.<sup>318</sup> საზოგადოების წევრად გახდომას წილთა საწესდებო

<sup>312</sup> ჭანტურია, კორპორაციული მართვა, 2006, გვ. 126-140. მმართველობის ორგანოებთან დაკავშირებით, იხ. ჯანჯალია, მმართველობის ორგანოები სააქციო საზოგადოებაში – უკანასკნელი საკანონმდებლო ცვლილებების მიმოხილვა, (IFC), №13, 2008, გვ. 16-18. ასევე იხ. Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., vol. 2, 2010, P. 2-4.

<sup>313</sup> აქციონერი ან მეწილე (stockholder ან shareholder). ისინი ურთიერთჩანაცვლებადი ტერმინებია, თუმცა მათ შორის ნიუანსირებული სხვაობა არსებობს. იხ. Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol.11, 2011, P. 40-47. შეად. Fairfax, Shareholder Democracy, 2011, P. 156-158.

<sup>314</sup> ამიტომ, მას „ზემდგომ“ ორგანოსაც უწოდებენ. იხ. Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., vol. 2, 2010, P. 2. შეად. Gevurtz, Corporate Law, 2010, P. 195.

<sup>315</sup> მეწარმეთა შესახებ კანონის 54-ე მუხლის მე-6 პუნქტი. შეად. ჭანტურია, კორპორაციული მართვა, 2006, გვ. 112.

<sup>316</sup> Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol.11, 2011, P. 166.

<sup>317</sup> შეიძლება ამ ეტაპს საერთო კრების „დე ფაქტო“ ფორმირება ეწოდოს. მის დეტერმინაციას განაპირობებს ორგანიზაციული ერთობის სამეწარმეო რეესტრში დარეგისტრირებამდე წინარე საზოგადოების ეტაპის არსებობა, როდესაც წესდებაზე ხელმომწერ პირთა ორგანიზაციულ კრებაზე ხდება წესდების ფორმირება, ხელმძღვანელობითი და წარმომადგენლობითი უფლებამოსილებით აღჭურვილ პირთა განსაზღვრა, სააქციო კაპიტალის აქციებად დაყოფა და სხვა საკითხების გადაწყვეტა. იხ. Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., vol. 1, 2010, P. 185-198; Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol.5, 2011, P. 5-8.

<sup>318</sup> სამართლებრივი (მო)ქმედება, რომლის საშუალებითაც პირი აქციონერის წევრის სრულ სტატუსს მოიპოვებს, შენატანის ხელშეკრულების შესრულება, ანუ დათქმული შესატანის შეტანა. კაპიტალურ საზოგადოებაში შესატანის შეტანას შემტანი პირისთვის ორი თანმდევი შედეგი მოსდევს: წევრის სტატუსის მოპოვება და შეზღუდული პასუხისმგებლობის შეტენა. იხ. ბურდული, შენატანის განუხორციელებლობის სამართლებრივი შედეგი, სამართლის ჟურნალი,





გადანაწილება და აქციის მიღება<sup>319</sup> (შეძენით)<sup>320</sup> განაპირობებს,<sup>321</sup> რითიც პირი საზოგადოებასთან განსაზღვრულ სამართლებრივ ურთიერთობაში ექცევა.<sup>322</sup> სამართლებრივი ურთიერთობა წარმოიშობა აქციათა განსაზღვრული წილის მიღებაზე შეთანხმების შედეგად. წილის მიღება საზოგადოებასა და აქციონერს შორის აქციის გაცემის ხელშეკრულების საფუძველზე ხდება,<sup>323</sup> რომელიც სანაცვლოდ, აქციონერის მხრიდან საზოგადოების წინაშე გარკვეულ შეტანაუნარიანი ობიექტებით კონტრიბუციას<sup>324</sup> მოითხოვს.<sup>325</sup> წილის მესაკუთრე სუბიექტს წარმოეშობა სამი კლასის უფლება, როგორც საზოგადოებასთან კორპორაციულსამართლებრივი კავშირის შედეგი.<sup>326</sup> წევრის სტატუსის მქონე პირი, აქციონერი<sup>327</sup> უფლებების განხორციელებას<sup>328</sup> მართვის უმაღლესი ორგანოს მეშვეობით ახორციელებს,<sup>329</sup> რომელიც კორპორაციულ მართვაში მნიშვნელოვან ფუნქციურ როლს ასრულებს.<sup>330</sup>

განასხვავებენ აქციონერის მმართველობით და ქონებრივ უფლებებს.<sup>331</sup> აქციონერის უფლებათა კლასის ტაქსონომია ორ ძირითად კატეგორიაში კლასიფიცირდება: ინდივიდუალური და ერთობლივი ქმედებით უფლებათა პრაქტიკულ რეალიზებად. პირველი ჯგუფის მაგალითად, შესაძლებელია, ინფორმაციის

---

№1-2, 2010, გვ. 22 და მომდევნო, 36 და მომდევნო. შეად. *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., vol. 2, 2010, P. 311-313.

<sup>319</sup> აქციის (წილის) მიღება კორპორაციასა და აქციონერს შორის დადებული სახელშეკრულებო ბუნების შემცველია, რომლის დებულებები კომპანიის წესდებაში ან შინაგანაწესშია განსაზღვრული. იხ. *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol.11, 2011, P. 35-37.

<sup>320</sup> იხ. *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol.11, 2011, P. 165.

<sup>321</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., vol. 2, 2010, P. 311,312.

<sup>322</sup> ბურდული, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 355-359.

<sup>323</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., vol. 3, 2010, P. 312.

<sup>324</sup> *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol.11, 2011, P. 321-326.

<sup>325</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., vol. 3, 2010, P. 322-327.

<sup>326</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., vol. 2, 2010, P. 452. შეად. ბურდული, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 359-369.

<sup>327</sup> იხ. *Bevans, Business Organizations and Corporate Law*, 2007, P. 210-212.

<sup>328</sup> *Gevurtz, Corporate Law*, 2000, P. 210-220; *Schneeman, The Law of Corporations and Other Business Organizations*, 5<sup>th</sup> ed., 2008, P. 364-366; *Bevans, Business Organizations and Corporate Law*, 2007, P. 214.

<sup>329</sup> ზოგადად, იხ. *Velasco, The Fundamental Rights of the Shareholder*, 40 U.C. Davis L. Rev., 2006, P. 407 et seq.

<sup>330</sup> *Montagnon, The Role of Shareholder*, in: *The Business Case of Corporate Governance*, (edit. *Rushton*), 2008, P. 85-99.

<sup>331</sup> ბურდული, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 359-369. შეად. *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., vol. 2, 2010, P. 452-454.

გამოთხოვის უფლება<sup>332</sup> და მისი გამოყენების დასახელება.<sup>333</sup> აქ სახეზეა აქციონერის ინდივიდუალიზმი. უფლებათა კლასის დემონსტრირების მეორე ჯგუფს აქციონერთა ერთობლივი, კონსესუალური გადაწყვეტილების მიღება განეკუთვნება, რომელიც ხმის უფლების აქტიური გამოყენების<sup>334</sup> შედეგად წარმოადგენს.<sup>335</sup> „უმაღლესი“ ორგანოს არსი აქციონერის უფლებამოსილებათა კოლაბორაციულ გამოყენებასა და კორპორაციის სტრუქტურული ორგანოს (საერთო კრების) სახელით გადაწყვეტილების მიღებაში გამოიხატება.<sup>336</sup>

ერთობლივი ქმედებით განსახორციელებელ კომპეტენციათა შორის<sup>337</sup> განსაკუთრებულ უფლებამოსილებას სამეთვალყურეო საბჭოს წევრთა არჩევა/დანიშვნა და დირექტორატის ფორმირება<sup>338</sup> მიეკუთვნება.<sup>339</sup> აქციონერთა საერთო კრება ამტკიცებს წლიურ ანგარიშს და ფინანსურ ანგარიშგებებს, გარე აუდიტორს, მოგებისა და ზარალის განაწილებას. თუმცა, აქციონერთა საერთო კრების უმთავრეს კომპეტენციას, როგორც ე.წ. *Shareholder democracy*-ის გამოვლინებას,<sup>340</sup> სამეთვალყურეო საბჭოს შექმნა,<sup>341</sup> მისი წევრების დანიშვნა-გამოწვევა, საზოგადოების წესდებაში ცვლილებების შეტანა და ისეთ მნიშვნელოვან საკითხებზე გადაწყვეტილების მიღება განეკუთვნება, როგორიცაა საზოგადოების ლიკვიდაცია, რეორგანიზაცია, შერწყმა და შედენა.<sup>342</sup> ყველა საკითხი აქციიდან გამომდინარე ხმის უფლების<sup>343</sup> რეალიზებას უკავშირდება<sup>344</sup> და მიმართულია (ან უნდა იყოს მიმართული) სარგებლის მაქსიმალიზებისკენ.<sup>345</sup>

<sup>332</sup> *Gevurtz*, Corporation Law, 2010, P. 212-221; *Pinto, Branson*, Understanding Corporate Law, 3<sup>rd</sup> ed., 2009, P. 127-130.

<sup>333</sup> *Cox, Hazen*, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., vol. 2, 2010, P. 454-456.

<sup>334</sup> *Fairfax*, Shareholder Democracy, 2011, P. 17-26.

<sup>335</sup> *Gevurtz*, Corporation Law, 2010, P. 200.

<sup>336</sup> *Cox, Hazen*, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., vol. 2, 2010, P. 478-482.

<sup>337</sup> იხ. *Calder*, Corporate Governance, 2008, P. 126.

<sup>338</sup> *Fairfax*, Shareholder Democracy, 2011, P. 12-15.

<sup>339</sup> მეწარმეთა შესახებ კანონის 54-ე მუხლის მე-6 პუნქტის ვ) ქვეპუნქტი. შეად. *Cox, Hazen*, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., vol. 2, 2010, P. 2.

<sup>340</sup> *Fletcher*, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol.5, 2011, P. 483.

<sup>341</sup> *Hamilton*, The law of Corporations, 2000, P. 231-232.

<sup>342</sup> იხ. ჭანტურია, კორპორაციული მართვა, 2006, გვ. 112; *Fairfax*, Shareholder Democracy, 2011, P. 15-17.

<sup>343</sup> *Fletcher*, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol.5, 2011, P. 149-168.

<sup>344</sup> *Easterbrook, Fischel*, The Economic Structure of Corporate Law, 1991, P. 63-70.

<sup>345</sup> ინვესტირებული ქონების ეკონომიკური ბრუნვიდან მაქსიმალური სარგებლის მიღების კუთხით *Shareholder democracy*-ის გამოყენების საკითხი სამეცნიერო წრეებში სკეპტიციზმს წარმოშობს. იხ. *Fairfax*, Shareholder Democracy, 2011, P. 35-45. პრობლემა მდგომარეობს აქციონერთა უფლებამოსილების ფართო განზომილებაში. მენეჯმენტში მონაწილეების ან ზეგავლენის მოხდენის პოტენციური შესაძლებლობა აქციონერს შანსს აძლევს, რომ უპირატესად პირადი სარგებლის მაქსიმიზირებისკენ მიმართოს ძალაუფლება და არ გამოიყენოს კორპორაციის საერთო შემოსავლების ზრდის კონდიციების შესაქმნელად. იხ. *Bratton, Wachter*, The Case Against Shareholder Empowerment, 158 U. Pa. L. Rev., 2010, P. 663-725.



მოკლედ, აქციონერთა საერთო კრება, როგორც უნიტარული ისე დუალ-ისტური სისტემისთვის, სახასიათო მართვის უმნიშვნელოვანესი ორგანიზაციული ელემენტია, რომლის ფორმირება, გარკვეულწილად, კაპიტალის სტრუქტურაზე<sup>346</sup> დამოკიდებული. კაპიტალის სტრუქტურას კაპიტალიზმის წყარო განსაზღვრავს,<sup>347</sup> რომელიც პირდაპირ ასახვას პოვნებს მესაკუთრეთა სტრუქტურაზე. კომპანიასთან დაკავშირებულ პირთა<sup>348</sup> დიფერენცირებული პანორამა უფლებრივ კატეგორიათა ცვალებადობას იწვევს, რაც, „ღია“ სს-ში – აქციონერთა და კაპიტალის სტრუქტურის ცვლილებას განაპირობებს.<sup>349</sup> უკანასკნელის ერთ-ერთ საფუძველს მესამე პირის (მომავალი აქციონერის) საზოგადოებაში კორპორაციულსამართლებრივი ქმედების – შეძენა-შერწყმის გზით შესვლა წარმოადგენს.<sup>350</sup> შეძენის ტრანზაქციის თითქმის ყველა სტრატეგია აქციონერთა ნების ავტონომიის ფარგლებში რეალიზდება.<sup>351</sup> შესაბამისად, თითოეულის ცალ-ცალკე და მთლიანად, ყველა აქციონერის ერთობლივი ნება<sup>352</sup> და კორპორაციული გადაწყვეტილების მიღება შეძენა/შერწყმის სუბსტანციურ ელემენტს და საწარმოში ფუნდამენტური ცვლილების განხორციელების ბაზისურ ქმედებას წარმოადგენს.<sup>353</sup> სტრუქტურული ცვლილება, რომელსაც შეძენის ტრანზაქცია იწვევს, აქციონერთა მმართველბითი უფლებამოსილებისა და საზოგადოების კონტროლის კორპორაციული უფლების პრაქტიკული უტილიზირებიდან გამომდინარეობს.

#### 4.1.2. „ნების აღმსრულებელი“ ორგანო

„ზემდგომ ორგანოს“ ინვესტირებული კაპიტალის მაქსიმალიზების მიღწევა კვალიფიციური მარკეტინგული და სამართლებრივი თვალსაწიერის მქონე ინდივიდებით დაკომპლექტებული ორგანო სჭირდება. მისი არჩევა/დანიშნვა „უმაღლესი“ ორგანოს დაუწერელ კომპეტენციას განეკუთვნება.<sup>354</sup> „ზემდგომი“ ორგანოს წევრთა ხმის უმრავლესობის მხარდაჭერით, როგორც წესი, ფორმირდება სამეწარმეო საქმიანობის მართვის განმახორციელებელი საგაღდებულო

<sup>346</sup> French, Mayson, Ryan, Company Law, 26<sup>th</sup> ed., 2009-2010, P. 414.

<sup>347</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., vol. 3, 2010, P. 385-388.

<sup>348</sup> Fairfax, Shareholder Democracy, 2011, P. 156-158.

<sup>349</sup> შეად. ბურდული, ქონებრივი ურთიერთობა სააქციო საზოგადოებაში, 2007, გვ. 186-192.

<sup>350</sup> მაზაროზლიშვილი, საკორპორაციო-სამართლებრივ კომბინაციათა თავისებურებანი საწარმოთა შერწყმის პროცესში, წიგნში: საკორპორაციო სამართლის კრებული, (რედ. ბურდული), 2011, გვ. 287-319.

<sup>351</sup> Gevurtz, Corporation Law, 2010, P. 195.

<sup>352</sup> Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol.5, 2011, P. 483-511.

<sup>353</sup> Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol.5, 2011, P. 9-11.

<sup>354</sup> იხ. Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol.2, 2006, P. 58.

ორგანო დირექტორატის სახით.<sup>355</sup>

დირექტორთა საბჭო კორპორაციული მართვის სისტემაში ცენტრალურ როლს ასრულებს.<sup>356</sup> ის არის კორპორაციის მაკონტროლებელი ორგანო.<sup>357</sup> იქიდან გამომდინარე, რომ დუალისტური მოდელისთვის დამახასიათებელია ზედამხედველობითი და მენეჯმენტის განმახორციელებელი ორგანოების განცალკევებულობა, დირექტორთა საბჭო განსაკუთრებული კომპეტენციით<sup>358</sup> არის აღჭურვილი.<sup>359</sup> უფლებამოსილებათა სახეობათა დეკლარირება რამდენიმე საშუალებით არის შესაძლებელი. პირველი, დირექტორატის გამოხატული (გაწერილი) კომპეტენციის წყარო საკანონმდებლო რეგულაცია ან საწესდებო ჩანაწერია.<sup>360</sup> გაწერილი კომპეტენციის მეორე სახის დეკლარირების წყარო კონკრეტულ დირექტორთან დადებული ხელშეკრულებაა, რომლის კომპეტენცია „ზემდგომ“ ორგანოსთან ერთად, საზედამხედველო ორგანოსაც გააჩნია.<sup>361</sup> კომპეტენციის მესამე კატეგორიაში ისეთ უფლებამოსილებათა კატალოგი მოიაზრება, რომელიც ავტორიზირებული კომპეტენციის თანხმლებ უფლებათა მთელ რიგ წყებას შეიცავს.<sup>362</sup> რაც შეეხება მეოთხე კატეგორიას, მისი ფორმირება შესაძლებელია ისეთი უფლებამოსილებათა კასკადით, რომელიც ხელმძღვანელი პირის საზოგადოებასთან კორპორაციულსამართლებრივი კა-

<sup>355</sup> ჭანტურია, ნინიძე, მეწარმეთა შესახებ კანონის კომენტარი, 2002, გვ. 423-424. ქართული რეალობისგან განსხვავებით, აშშ-ში, კორპორაციის ნების აღმსრულებელ ორგანოდ (აღმასრულებელი) მენეჯერები (CEO) არიან. იხ. *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol.2, 2006, P. 302-313.

<sup>356</sup> *Pinto, Branson, Understanding Corporate Law*, 3<sup>rd</sup> ed., 2009, P. 131-136.

<sup>357</sup> *Macey, Corporate Governance*, 2008, P. 51; *Tirole, The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press, 2006, P. 29-30.

<sup>358</sup> კომპეტენციის სწორედ ასეთი მასშტაბი შეიქმნა ე.წ. *Principal-Agent*-ის პრობლემის საფუძველი. იხ. *Fama, Jensen, Agency Problems and Residual claims*, *Journal of Law & Economics*, Vol. XXVI, 1983, P. 2-27; *Armour, Hansmann, Kraakman, Agency Problems and Legal Strategies*, 2009, P. 35-55; *Bhuiyan, Biswas, Agency Problem and the Role of Corporate Governance Revisited*, *The Bangladesh Accountant*, Vol. 52, No. 25, 2008, P. 1-19; *Thompson, Agency Law and Asset Partitioning*, 71 *U. Cin. L. Rev.*, 2003, P. 1324-1349.

<sup>359</sup> თუმცა, მეწარმეთა შესახებ კანონი დირექტორის უფლებამოსილებათა კატალოგს არ განსაზღვრავს. შესაბამისად, ინდუქციის პრინციპით, რაც სამეთვალყურეო საბჭოს და აქციონერთა საერთო კრების ექსკლუზიურ კომპეტენციაში არ შედის, მისი ერთპიროვნული გადაწყვეტის უფლებამოსილება დირექტორთა საბჭოს აქვს, თუმცა 2008 წლის 14 მარტის ცვლილებების შემდეგ, დირექტორთა უფლებამოსილებათა ფარგლების განსაზღვრა სამეთვალყურეო საბჭოს დისკრეტულ კომპეტენციაში შევიდა. მეწარმეთა შესახებ კანონის 56-ე მუხლის მე-2 პუნქტი. იხ. „მეწარმეთა შესახებ“ კანონის თაობაზე მოსამართლეთა სამუშაო შეხვედრის შედეგად მიღებული რეკომენდაციები და მასალები, საქართველოს უზენაესი სასამართლო, IFC, თბილისი, 2009, გვ. 60-68. შეად. *Davies, Introduction to company law*, 2010, P. 108-110.

<sup>360</sup> *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol.2, 2011, P. 360-362.

<sup>361</sup> მეწარმეთა შესახებ კანონი, 55-ე მუხლის მე-7 პუნქტის ვ) ქვეპუნქტი.

<sup>362</sup> *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol.2, 2011, P. 362-366.





ვშირიდან უცილობლად გამომდინარეობს (*apperent power*).<sup>363</sup> მას შეიძლება ნაგულისხმები/დაუწერელი (*implied*) კომპეტენცია ეწოდოს.<sup>364</sup> ნამდვილი კომპეტენცია (*actual*) პრინციპალის მიერ გაცემული ავტორიზირებული მანდატია. გამოსატული უფლებამოსილება ნამდვილი, ავტორიზირებული კომპეტენციის სახეა, რომელიც სამართლებრივი ძალის მატარებელ ნორმატიულ თუ სახელშეკრულებო დოკუმენტებშია გაწერილი. საერთო ჯამში, ნამდვილი კომპეტენცია აერთიანებს როგორც გაწერილ კომპეტენციას, ისე ნაგულისხმევ უფლებამოსილებას. დაწერილი კომპეტენცია პრინციპალის მიერ გაცემული ინსტრუქცია/დირექტივიდან პირდაპირ მომდინარეობს. იმპლიციტური კომპეტენცია ავტორიზირებული უფლებამოსილების სამართლებრივი გარემოებებით გამყარებული (დადასტურებული) უფლებამოსილებაა, რომელიც პრინციპალმა ხელმძღვანელ პირს სამეწარმეო საქმიანობასთან პირდაპირ დაკავშირებულ სუბსტანციური საკითხების გადასაწყვეტად იმპლიციტურად განუსაზღვრა.<sup>365</sup>

ეს უფლებამოსილება, როგორც წესი, სხვა ორგანოთა კომპეტენციათაგან მკვეთრად გამიჯნულია.<sup>366</sup> მიუხედავად დირექტორთა საბჭოს უშუალო მმართველობითი ფუნქციური დატვირთვისა, ის მაინც არ არის მართვის სხვა ორგანოთა მითითებების<sup>367</sup> შემსრულებელი თუ მათი აღმასრულებელი.<sup>368, 369</sup> ხელმძღვანელი ორგანო უფლებამოსილებას დამოუკიდებლად და საკუთარი პასუხისმგებლობით ახორციელებს. შესაბამისად, აღმასრულებელი საბჭო არის არა „ნების აღმასრულებელი“ ორგანო, არამედ „ნების აღმსრულებელი“ ორგანო,<sup>370</sup> როგორც ეს

<sup>363</sup> Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol.2, 2011, P. 368,369.

<sup>364</sup> ანალოგიური შინაარსის ნიშანსვეტის მატარებელია შემდეგი სასამართლო გადაწყვეტილება: Max v. Allright Corp., 930 P2d 1010 (Azir App 1997).

<sup>365</sup> Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol.2, 2011, P. 357-359.

<sup>366</sup> თუმცა, მეწარმეთა შესახებ კანონის 55-ე მუხლის 7<sup>2</sup> საპირისპიროს შესაძლებლობასაც იძლევა. უფლებამოსილებათა აღრევასთან ე.წ. „კომპეტენციის კომპეტენციასთან“ და მის კრიტიკულ ანალიზთან დაკავშირებით, იხ. ჯანჯალია, მმართველობის ორგანოები სააქციო საზოგადოებაში – უკანასკნელი საკანონმდებლო ცვლილებების მიმოხილვა, ყოველკვარტალური ბიულეტენი „კორპორაციული მართვა, (IFC), №13, 2008, გვ. 16-18.

<sup>367</sup> ჭანტურია, კორპორაციული მართვა, 2006, გვ. 113.

<sup>368</sup> ეს დირექტორთან დადებული სასამსახურე ხელშეკრულების სამართლებრივი ბუნებიდანაც გამომდინარეობს. იხ. ლაზარაშვილი, სასამსახურე ხელშეკრულება საწარმოს დირექტორთან, წიგნში: თანამედროვე საკორპორაციო სამართლის თეორიული და პრაქტიკული საკითხები, 2009, გვ. 309-328.

<sup>369</sup> აშშ-ის კორპორაციათა ბორდი ორ მნიშვნელოვანი ფუნქციით გამოირჩევა. პირველი - ეს არის მენეჯერთა მონიტორინგის ფუნქცია. მეორე კატეგორიაში კორპორაციის საქმიანობის ძირითადი ტენდენციებისა და მიმართულების განსაზღვრა და დაგეგმარება შედის. იხ. Macey, Corporate Governance, 2008, P. 53-68.

<sup>370</sup> შეად. Hamilton, The law of Corporations, 2000, P.232-235; Gevurtz, Corporate Law, 2000, P. 186-195.



ქართულ იურიდიულ ლიტერატურაშია გაანალიზებული.<sup>371, 372</sup>

კორპორაციათა შეძენა (შერწყმა) დირექტორს თუ დირექტორთა საბჭოს განსაკუთრებულ მნიშვნელობას სძენს. ისეთი შეძენის ტრანზაქციის დასადასტურებლად რომელიც აქციონერთა ხმის უფლების სუსტი კონცენტრაციების შედეგად განაპირობებს, როგორც პოსტ-ტრანზაქციულ შედეგს და შერწყმა აქციების გაცვლით, არ მოითხოვს აქციონერთა კრების გადაწყვეტილების არსებობას. ის დირექტორთა საბჭოს ე.წ. *default* (უფლებამოსილებაში დისპოზიციური უპირატესობა, თუ შეთანხმებით, წესდებით სხვა რამ არ არის გათვალისწინებული) კომპეტენციას მიეკუთვნება.<sup>373</sup> ასეთი ტიპის შეძენა/შერწყმის ტრანზაქციის ფინანსური უზრუნველყოფა დირექტორატის კომპეტენციას განეკუთვნება.<sup>374</sup> სხვა შემთხვევაში, აქციონერთა კრების თანხმობის გარეშე კორპორაციის ქონებრივი განსხვავება ან აქციების შესახებ დადებული ტრანზაქცია, უფლებამოსილების გადამეტებით დადებულ გარიგებად ჩაითვლება.<sup>375</sup> ასეთი გარიგების რატიფიცირება, თუ ის კომპანიის ინტერესებში ჯდება და კანონიერია, როგორც წესი, აქციონერთა საერთო კრების კომპეტენციაში შედის.<sup>376</sup>

ნებისმიერ შემთხვევაში, ექსპლიციტურ თუ იმპლიციტურ კომპეტენციათა ერთობლივი მასშტაბი იმდენად დიდია,<sup>377</sup> რომ კორპორაციის სტრუქტურულ ელემენტთა მოდიფიცირების მიმართულების განმსაზღვრელ ერთ-ერთ მნიშვნელოვან სტრუქტურულ ელემენტს დირექტორატი წარმოადგენს. დირექტორატს, *M&A*-ის ტრანზაქციული მიზნებისთვის, შეუძლია ავტორიზირებული (ნებადართული) აქციების გაცემა.<sup>378</sup> ეს მას კომპანიის ფუნდამენტურ სტრუქტურულ ელემენტებში ცვლილების შეტანის ირიბ კომპეტენციას განეკუთვნება.<sup>379</sup> შესაბამისად, ის სს-ის ორგანიზაციული მართვის ფუნდამენტურ სუბიექტს წარმოადგენს. ერთი საწარმოს მიერ მეორეს მიერთებამ ან შეძენამ, ალბათობის მაღალი ხარისხით, შესაძლოა, თავად დირექტორთა საბჭოს სტრუქტურული ცვლილება გამოიწვიოს.

დასასრულ, კორპორაციულ კომბინაციაში დირექტორატის ჩართულობა

<sup>371</sup> იხ. ბურდული, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 138; ჭანტურია, კორპორაციული მართვა, 2006, გვ. 170.

<sup>372</sup> შეად. Dravis, Independent Director's Guidebook, 2007, P. 8,9.

<sup>373</sup> Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol.2, 2006, P. 642.

<sup>374</sup> M.B.C.A. §11.04, Official Comment, 2009. მაგრამ, ის კორპორაციის ქონებრივი გასხვავების კომპეტენციაში შეზღუდულია. იხ. Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol.2, 2006, P. 643,644.

<sup>375</sup> Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 3A, 2011, P.161-166.

<sup>376</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., vol. 1, 2010, P. 499-501.

<sup>377</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., vol. 2, 2010, P. 43-48.

<sup>378</sup> Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol.2, 2011, P. 620-623.

შეად. Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., vol. 3, 2010, P. 406-408.

<sup>379</sup> შეად. Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol.2, 2006, P. 638-642.



გარდაუვალია. ტრანზაქციაში მონაწილეობა კორპორაციული ქმედებების განხორციელების გარეშე გამოირიცხულია. დაგეგმილ ან განსახორციელებელ ქმედებათა შესახებ მართვის ორგანოთა შორის ასიმეტრული ინფორმაციის დირექტორის ტორატის კოგნიტურ გავლენაზე მიუთითებს.<sup>380</sup> ქმედებისა და ინფორმაციის დისბალანსის პრევენცირებას პრინციპალ-აგენტის ურთიერთობის კლასობრიობა ახდენს: ეს ურთიერთობა ფიდუციურია. შესაბამისად, სტრუქტურულ ცვლილებათა დაგეგმარება-განხორციელების დროს, წინა პლანზე, დირექტორთა ფიდუციური მოვალეობები<sup>381</sup> და მათი ქცევის მასშტაბი წამოიწევს.<sup>382</sup> ფიდუციური მოვალეობის დარღვევა ინტერესთა კონფლიქტის წარმოშობის ბაზისია, გარდა იმ შემთხვევისა, როდესაც ე.წ. *arm's length* (მოლაპარაკებადაქვემდებარებული ტრანზაქცია) შეძენას აქვს ადგილი, როდესაც დირექტორი კორპორაციის საუკეთესო ინტერესებიდან გამომდინარე მოქმედებს.<sup>383</sup>

თავის მხრივ, ფართო უფლებამოსილებით აღჭურვილ დირექტორთა საბჭოს მიზანმიმართულად ზომიერი კონტროლი სჭირდება დისბალანსის *ex ante* რეგულირებისა და კომპეტენციათა ბალანსის შესანარჩუნებლად. ამ მხრივ, „ხელისუფლების დანაწილების“ პრინციპიდან გამომდინარე, „ნების აღმსრულებელი“ ორგანოს მაკონტროლებელი ფუნქცია *de lege ferenda*, დუალისტური სისტემის მონისტური სისტემისგან გამომიჯნავი ზედამხედველობის ორგანოს, ანუ სამეთვალყურეო საბჭოს კომპეტენციას მიეკუთვნება.<sup>384</sup>

#### 4.1.3. საზედამხედველო ორგანო

თუ აქციონერთა საერთო კრების „უმთავრეს“ ფუნქციას სამეთვალყურეო საბჭოს წევრების ფორმირება შეადგენს, ზედამხედველობის ორგანოს ძირითად მიზანს დირექტორთა საბჭოს წევრთა არჩევა,<sup>385</sup> მათთან ხელშეკრულების

<sup>380</sup> იხ. Macey, Corporate Governance, 2008, P. 69-89.

<sup>381</sup> მაგალითად, საწარმოს, ე.წ. მტრული შეძენის დროს დირექტორთა მიერ თავდაცვითი ღონისძიებების გატარების მოვალეობა. იხ. ჭანტურია, კორპორაციული მართვა, 2006, გვ. 231-233.

<sup>382</sup> French, Mayson, Ryan, Company Law, 26<sup>th</sup> ed., 2009-2010, P. 467 et seq.

<sup>383</sup> Steinberg, Enhancing Corporate Governance In The Mergers and Acquisitions Context, in: Corporate Governance Post-Enron, (edit. Norton, Rickford), 2006, P. 152-154.

<sup>384</sup> საუბარია საწარმოს ხელმძღვანელი ორგანოს საქმიანობის კონტროლზე და არა საზოგადოების საქმიანობის კონტროლზე. იხ. ჭანტურია, კორპორაციული მართვა, 2006, გვ. 130.

<sup>385</sup> ამასთან, საბჭოს წევრები, ორსაფეხურიანი მართვის სისტემის შინაარსიდან გამომდინარე, არ შეიძლება იყვნენ დირექტორები, განსხვავებით აშშ-ს საკანონმდებლო რეალობისა, სადაც ბორდი აღმასრულებელი მენეჯერებითა და დირექტორებით არის დაკომპლექტებული. ქართული რეალობა საპირისპირო შესაძლებლობასაც ითვალისწინებს. მეწარმეთა შესახებ კანონის 55-ე მუხლის მე-2 პუნქტი. შეად. ჭანტურია, კორპორაციული მართვა, 2006, გვ. 131.

ერთმანეთს აბალანსებენ.<sup>395</sup> მისი ფუნქციური დატვირთვა განსაკუთრებით იზრდება ანგარიშვალდებული სს-ის მიმართ, რადგან ის ასეთი საწარმოს საცდელ დეზულო ორგანოდ იმპერატიულად არის დადგენილი.

მიუხედავად ნორმატიულად დადგენილი განცალკევებული სტრუქტურული ერთეულობისა, ზედამხედველობის ორგანოს კომპეტენციის დელეგირება საწესდებო დონეზე ხდება. წესდების შედგენა ან მასში ცვლილებების შეტანა აქციონერთა საერთო კრების უფლებამოსილებაა. შესაბამისად, ნებისმიერი სტრუქტურული ცვლილების *ex ante* განსაზღვრა და მოწესრიგება „ზედგომი“ ორგანოს ექსკლუზიურ უფლებამოსილებად რჩება. სს-ის სტრუქტურული ცვლილება სამეთვალყურეო საბჭოზე გარკვეულ პირობებში ახდენს გავლენას. სს-ის ტიპოლოგიური მოდიფიცირება (ანგარიშვალდებული სს-ის დელისტინგი) პირველი საფუძველია. მის პარალელურად, კორპორაციული კონტროლის შეცვლა<sup>396</sup> სამეთვალყურეო საბჭოს სუბიექტთა და, შესაძლებელია, კომპეტენციათა რესტრუქტურინაციას დაედოს საფუძველად. ის სს-ის ორგანიზაციული სტრუქტურული ერთეულია, რომელიც ქართული ანგარიშვალდებული საწარმოს სავალდებულო ორგანოს წარმოადგენს. ლოგიკურია, კომპანიაში განხორციელებული ნებისმიერი ცვლილება, ცვლილების ხარისხობრივი და ტიპოლოგიური მაჩვენებლის მიხედვით, სათანადო ასახვას პოვნებს საზედამხედველო ორგანოზე.

#### 4.1.4. აუდიტი – ინსტიტუციონალური ორგანო?

მეწარმე სუბიექტის ორგანიზაციული მართვა და მმართველობითი საქმიანობის კონტროლი (როგორც ფართო, ისე ვიწრო გაგებით) და მისი განხორციელების მექანიზმები ორგანიზაციული სამართლის რეგულირების ერთ-ერთი ობიექტია. ზედამხედველობის ორგანოს, კომპლექსური კორპორაციული მართვის მექანიზმის სრულფასოვანი განხორციელების, პერსპექტიული რჩევებისა და სამეწარმეო საქმიანობასთან დაკავშირებული პრობლემური საკითხების გადაწყვეტისთვის, ქვესტრუქტურული ორგანოები ესაჭიროება.<sup>397</sup> კორპორაციული მართვის გაუმჯობესების, ფინანსური მონიტორინგისა და რისკების მენეჯმენტის ერთგვარი „ანალიტიკური“ სტრუქტურული ელემენტი, მმართველი

<sup>395</sup> მეწარმეთა შესახებ კანონში არსებული ჩანაწერი პირდაპირ მიუთითებს, რომ სამეთვალყურეო საბჭოში შესაძლებელია იყვნენ დირექტორები, მაგრამ არა უმრავლესობაში. იხ. მეწარმეთა შესახებ კანონის, 55-ე მუხლის მე-2 პუნქტი.

<sup>396</sup> კონტროლს განმარტავს ქართული კანონმდებლობა მნიშვნელოვან წილად, შენაძენად, როდესაც პირი ან ურთიერთდაკავშირებულ პირთა წრე საწარმოში ფლობს ხმების 10%-ზე მეტს ან სხვაგვარად შეუძლია გააკონტროლოს საწარმო. იხ. საქართველოს კანონი „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“, მე-2 მუხლის მე-20 პუნქტი.

<sup>397</sup> Hamilton, Freer, The law of Corporations, 6<sup>th</sup> ed., 2011, P. 133-136.



ორგანოს კომიტეტებია.<sup>398</sup>

სს-ს სტრუქტურის სისტემური ანალიზი საზოგადოების საფინანსო და ეკონომიკური საქმიანობის ზედამხედველობა-კონტროლსაც მოიცავს.<sup>399</sup> საფინანსო კონტროლი ტექნიკურად ორი მიმართულებით შეიძლება განხორციელდეს. პირველი, შიდა აუდიტორის<sup>400</sup> და მეორე, გარე აუდიტორის დანიშვნა-მოწვევით.<sup>401</sup> მათი შესრულება რთულ და ხანგრძლივ პროცედურულ ჯაჭვს მოიცავს.<sup>402</sup> ამასთან, აუდიტის სახე და სუბიექტები ერთმანეთისგან განსხვავებულია.

შიდა აუდიტი ამოწმებს კორპორაციის მენეჯმენტის ფინანსურ საკითხებს, კონტროლის გადანაწილებას და ბალანსს. მის საპირწონედ, გარე აუდიტორი, აანალიზებს და განიხილავს შიდა აუდიტის მიერ ჩატარებულ შემოწმებას და ადგენს მის შესაბამისობას კორპორაციის მიმდინარე და არსებულ რეალურ მდგომარეობასთან.<sup>403</sup> შიდა აუდიტის ჩატარების ხელშეწყობა საზოგადოების აუდიტის კომიტეტის კომპეტენციაა.<sup>404</sup> რაც შეეხება გარე აუდიტორს, ის დამოუკიდებელი იურიდიული პირის სტატუსის მატარებელი კომპანიაა. კორპორაციის ფინანსური მოხსენების/ანგარიშის შესრულების პროცესის, შიდა კონტროლისა და გარე აუდიტორთა დამოუკიდებლობის საზედამხედველო ფუნქციის მატარებელი, კორპორაციის ინსტიტუციონალური ელემენტი, აუდიტის კომიტეტია.<sup>405</sup>

აუდიტის კომიტეტი, კაპიტალის ბაზრის სტანდარტებით, კორპორაციის სავალდებულო სტრუქტურული ერთეულია.<sup>406</sup> ის ახორციელებს საზოგადოე-

<sup>398</sup> Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 2A, 2009, P. 7-22.

<sup>399</sup> მიუხედავად იმისა, რომ კორპორაციული მართვის საუკეთესო პრაქტიკა „ლია“ სს-ში საბჭოს კომიტეტებისა და კორპორაციული მდივნის (corporate secretary) არსებობას მოიცავს, ის, ძირითადად, საბანკო სექტორში ფუნქციონირებდა სს-ს ეხება (მაგრამ არამხოლოდ). საბანკო საქმიანობა კი ნაშრომის შინაარსობრივ კონტექსტთან კონვერგენციას არ განიცდის. შესაბამისად, საბანკო საქმიანობის განმავლობაში მუშაობის სუბიექტთათვის მართვის დამხმარე ინსტიტუციონალური ორგანოებისა და მათი (ქართული) კორპორაციული მართვის კოდექსის ანალიტიკური მიდგომა არ იქნება შემოთავაზებული. დღესდღეობით, არასაბანკო სექტორში მოქმედ სს-ს არ გააჩნიათ კორპორაციული მართვის კოდექსი. კომიტეტების არსებობასთან მიმართებით, შეად. ჭანტურია, კორპორაციული მართვა, 2006, გვ. 116-117.

<sup>400</sup> შიდა კონტროლის სისტემის შესახებ დებულებების მოძიება საბანკო სექტორის მარეგულირებელ კანონქვემდებარე აქტებსა და კორპორაციული მართვის კოდექსშია შესაძლებელია. მაგალითად, კორპორაციული მართვის კოდექსი კომერციული ბანკებისათვის, §ნ., საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის 2001 წლის 28 დეკემბრის 318 ბრძანება „კომერციულ ბანკებში შიდა აუდიტის მოთხოვნების შესახებ წესის დამტკიცების თაობაზე“.

<sup>401</sup> გარე აუდიტორი, როგორც წესი, ფინანსური ანგარიშგებისა და საბუღალტრო აღრიცხვის აუდიტორული კომპანიაა. იხ. Sheppey, McGill, Sarbanes-Oxley, 2007, P.127.

<sup>402</sup> Hamilton, Rasmussen, Guide To Internal Controls, 2007, P. 75-87.

<sup>403</sup> Sheppey, McGill, Sarbanes-Oxley, 2007, P. 114-145.

<sup>404</sup> „კომერციული ბანკების საქმიანობის შესახებ“ კანონის მე-14 მუხლის მე-3 პუნქტი.

<sup>405</sup> Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 2A, 2009, P. 12.

<sup>406</sup> იხ. NYSE Listed Co. Manuals §303.01., SEC Rule 10A-3. ქართულ რეალობაში კაპიტალის





ბის შიდა კონტროლს,<sup>407</sup> მიმოიხილავს ფინანსური და ოპერაციული ინფორმაციის ინტეგრირებულობის მაჩვენებელს, რომელიც რისკის მენეჯმენტის ინსტიტუციონალურ ბერკეტად არის ჩამოყალიბებული.<sup>408</sup> აუდიტის სავალდებულო შესრულება საკანონმდებლო დონეზეა დაწესებული აშშ-ში ფუნქციონირებადი „ლია“ კორპორაციებისთვის.<sup>409, 410</sup>

საკანონმდებლო რეგულაციების პარალელურად, აუდიტის კომიტეტი კორპორაციული მართვის საუკეთესო პრაქტიკასა და კორპორაციული მართვის კოდექსების სამართლებრივი მოწესრიგების არეალშია მოქცეული,<sup>411</sup> რომელიც დამოუკიდებლობის მაღალი ხარისხის მქონე კომიტეტი უნდა იყოს.<sup>412</sup> კორპორაციული მართვის კოდექსები ანგარიშვალდებული საზოგადოებისთვის აუდიტის კომიტეტის ნებაყოფლობით შექმნას სასურველ ქმედებად აკვალიფიცირებენ.<sup>413</sup>

აუდიტის კომიტეტის ძირითადი ფუნქციები, როგორც საკანონმდებლო დონეზე, ისე კორპორაციული მართვის კოდექსითა და საზოგადოების წესდებით (შინაგანაწესით)<sup>414</sup> არის გაწერილი.<sup>415</sup> აუდიტის კომიტეტი უნდა (ა) უწევდეს სს-ს გარე აუდიტის ჩატარების შესახებ რეკომენდაციას; (ბ) ზედამხედველობდეს გარე აუდიტორული კომპანიის ანაზღაურების, აუდიტის ჩატარების/მოწვევის ხელშეკრულების დებულებებსა და მის (გარე აუდიტის) დამოუკიდებლობის საკითხებს; (გ) თვალყურს ადევნებდეს და ამოწმებდეს კორპორაციის მართვის სისტემის აღმასრულებელ პირთა დანიშვნა/გათავისუფლებას; (დ) ას-

ბაზრის მნიშვნელოვან მონაწილე სუბიექტებს კომერციული ბანკები წარმოადგენენ. შესაბამისად, „ლია“ სს-ის სტრუქტურული ერთეულის პრაქტიკული დემონსტრირების პარადიგმა კომერციულ ბანკებზე გადის. საქართველოს კანონი „კომერციული ბანკების საქმიანობის შესახებ“ კანონის მე-14 მუხლის პირველი პუნქტი აუდიტის კომიტეტის შექმნის ვალდებულებას განსაზღვრავს, რომელსაც ქმნის სამეთვალყურეო საბჭო.

<sup>407</sup> Hamilton, Rasmussen, Guide To Internal Controls, 2007, P. 15.

<sup>408</sup> Sheppey, McGill, Sarbanes-Oxley, 2007, P. 114.

<sup>409</sup> იხ. Moeller, Sarbanes-Oxley Internal Controls, 2008, P. 152-154; Hamilton, Freer, The law of Corporations, 6<sup>th</sup> ed., 2011, P. 243.

<sup>410</sup> მსგავსად ქართული კანონმდებლობისა, სადაც ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონი (მუხლი 4.2 ბ.გ), 11.2, 24.1 დ), 27.1. დ1), 28.2 დ1)) აუდიტის დასკვნის არსებობას ითხოვს, ხოლო „კომერციული ბანკების საქმიანობის შესახებ“ კანონის 27-ე მუხლი გარე აუდიტის ჩატარების მოთხოვნას აწესებს და განსხვავებით ინგლისური *Company Act*-გან. იხ. Calder, Corporate Governance, 2008, P. 122.

<sup>411</sup> საქართველოს კორპორაციული მართვის კოდექსი კომერციული ბანკებისათვის, §6. The American Law Institute's Principles of Corporate Governance (ALI Principles), §3.05.

<sup>412</sup> Fletcher, Fletcher Cyclopedic of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 2A, 2009, P. 13.

<sup>413</sup> მაგ. იხ. ALI Principles of Corporate Governance, §3A.02.

<sup>414</sup> მაგალითად, კომერციული ბანკის შინაგანაწესით, რომელიც წესდებასთან შესაბამისობაში უნდა იყოს, ისაზღვრება აუდიტის კომიტეტის ფუნქციები. იხ. კომერციული ბანკების საქმიანობის შესახებ“ კანონის მე-12 მუხლის მეორე პუნქტის გ) ქვეპუნქტი.

<sup>415</sup> აშშ-ის ALI Principles ანალოგიურ მოწესრიგებას შეიცავს ინგლისური კომპანიათა სამართალი. იხ. Calder, Corporate Governance, 2008, P. 123-125.



რულებდეს აუდიტორსა და დირექტორატს შორის დამაკავშირებელ ფუნქციას; (ე) ამოწმებდეს ყველა აუდიტის შედეგებს და მენეჯმენტის რეაგირებას განხორციელებული აუდიტის შედეგებზე; (ვ) ამოწმებდეს გარე აუდიტორის მიერ შესრულებულ ნებისმიერ ფინანსურ დოკუმენტაციასა და მის თანხმლებ მასალას და (ზ) შიდა და გარე აუდიტორებთან ერთად დეტალურად მიმოიხილავდეს კორპორაციის შიდა კონტროლის ბალანსისა და ადეკვატურობის საკითხებს.<sup>416 417</sup>

აშშ-ის მსგავსად და ინგლისისგან განსხვავებით,<sup>418</sup> ქართულ სამართლებრივ სივრცეში, ანგარიშვალდებულ სს-ს აუდიტის განხორციელება, საკანონმდებლო დონეზე, იმპერატიულ მოთხოვნათა სიაშია შეტანილი.<sup>419</sup> სს-ში, რომელსაც 100-ზე მეტი აქციონერი ჰყავს, გარე აუდიტის ჩატარება აუცილებელია.<sup>420</sup> ქართველი კანონმდებელი აუდიტის დამოუკიდებლობის პოსტულატებსაც აწესებს. მეწარმეთა შესახებ კანონის თანახმად, საფინანსო და ეკონომიკური საქმიანობის კონტროლი მხოლოდ საზოგადოებისა და მისი პარტნიორებისგან სამართლებრივად და ეკონომიკურად დამოუკიდებელ აუდიტორს შეიძლება მიენდოს.<sup>421</sup>

რაც შეეხება აუდიტორის მოწვევას, ამის შესახებ მეწარმეთა შესახებ კანონში ორი ბუნდოვანი დათქმა არსებობს. კერძოდ, ზოგად ნაწილში კანონმდებელი აუდიტორის მოწვევას სამეთვალყურეო საბჭოს კომპეტენციას მიაკუთვნებს, თუმცა სს-ის მარეგულირებელ კერძო ნაწილში მის, აუდიტორის არჩევის უფლებამოსილებას აქციონერთა საერთო კრებას ანიჭებს.<sup>422</sup> შექმნილი კოლიზიური სამართლებრივი მდგომარეობა კერძო ნაწილში მოცემული რეგუ-

<sup>416</sup> ALI Principles of Corporate Governance, §3A.03.

<sup>417</sup> Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 2A, 2009, P. 14.

<sup>418</sup> Calder, Corporate Governance, 2008, P. 122.

<sup>419</sup> სამწუხაროდ, ეს მხოლოდ გარე აუდიტის ჩატარებას ეხება. სს-ის არც ერთი ტიპოლოგიისთვის (თუ არ ჩავთვლით კომერციულ ბანკებს) მეწარმეთა შესახებ კანონით აუდიტის კომიტეტის სავალდებულობა არ არის დაწესებული. ალბათ ეს სწორიც არის, რადგან აუდიტის კომიტეტი კარგი კორპორაციული მართვისთვის აუცილებელი ერთ-ერთი კომიტეტია, რომელიც კორპორაციული მართვის კოდექსის სარეგულაციო არეალს განეკუთვნება. საქართველოში კორპორაციული მართვის კოდექსი მხოლოდ საბანკო, ანუ სპეციალიზირებულ მეწარმე სუბიექტთა სექტორისთვის არის მიღებული. კორპორაციული მართვის კოდექსის გარდა, აუდიტის კომიტეტი, როგორც ზემოთ აღინიშნა, უნდა შექმნას კომერციულმა ბანკმა. რაც შეეხება გარე აუდიტს, მის მიერ ფინანსური ანგარიშგების ან კონსოლიდირებული ანგარიშგების შესახებ აუდიტის საფუძველზე გამოთქმული დამოწმებული მოსაზრებების საჭიროება ფასიანი ქაღალდების სამართლის რეგულაციებშია მიმოფანტული, რასაც, გარკვეული დოზით, მისი ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილე სუბიექტად ყოფნა განაპირობებს. იხ. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონი, მე-2 მუხლის მე-40 პუნქტი, მე-4 მუხლის მე-2 პუნქტის ბ.გ) და მე-12 პუნქტის გ) ქვეპუნქტები, მე-11 მუხლის მე-2 პუნქტი და „კომერციული ბანკების საქმიანობის შესახებ“ კანონის 27-ე მუხლი.

<sup>420</sup> იხ. მეწარმეთა შესახებ კანონის მე-13 მუხლის მე-2 პუნქტი.

<sup>421</sup> მეწარმეთა შესახებ კანონის მე-13 მუხლის მე-2 პუნქტის მეორე წინადადება.

<sup>422</sup> მეწარმეთა შესახებ კანონის 54-ე მუხლის მე-6 პუნქტის ი) ქვეპუნქტი.



ლირების სასარგებლოდ უნდა გადაწყდეს. შედეგად, აუდიტორის დანიშვნის ექსკლუზიური და ე.წ. *default* უფლებამოსილება აქციონერთა კრებას გააჩნია.<sup>423</sup> ეს კი გარე აუდიტორის, როგორც კომპანიის ორგანიზაციულ მართვაში მონაწილე ერთ-ერთ შემადგენელ ორგანოდ<sup>424</sup> განხილვის მყარ საფუძველს წარმოადგენს.<sup>425</sup> მას ნიშნავს/იწვევს აქციონერთა საერთო კრება.<sup>426</sup> ანალიზს სრულყოფს კომერციულ ბანკებში აუდიტის მარეგულირებელი წესების მიმოხილვა.<sup>427</sup> როგორც უკვე აღინიშნა, კომერციულ ბანკებში აუდიტის კომიტეტის შექმნა სავალდებულოა. მისი კომპეტენციის ძირითადი სეგმენტი შიდა და გარე აუდიტის ფუნქციონირების ხელშეწყობაში მდგომარეობს. ე.ი. თუ სს-ში აუდიტის შექმნა სავალდებულოა, აუდიტის მოწვევა და ჩატარება, აუდიტის კომიტეტის უფლებამოსილებათა კატალოგიდან თუ ამოვალთ, ამ კომიტეტის ქმედუნარიანობაში შედის. ვინაიდან კომერციული ბანკების საქმიანობა სპეციფიკური სფეროა, „ღია“ სს-ის არსებობის შემთხვევაში აუდიტის კომიტეტის ფორმირებასთან და აუდიტორული შემოწმების უზრუნველყოფ ორგანოსთან დაკავშირებული საკითხები აღნიშნული სპეციალიზირებულ ნორმატივებზე დაყრდნობით უნდა განხორციელდეს.

ზემოაღნიშნულიდან გამომდინარე, აუდიტორული ორგანო, როგორც ანგარიშვალდებული სს-ის ორგანიზაციული სტრუქტურის შემადგენელი სუბიექტური ელემენტის ცვლილება, შესაძლოა, სს-ის შეძენის ან შერწყმის კორპორაციული ქმედების განხორციელებაზე, როგორც შედეგზე, იყოს დამოკიდებული. აუდიტის კომიტეტის, როგორც ორგანოს დანიშნავსავალდებულო და კომპეტენციათა ფუნქციური მხარე, მის ინსტიტუციონალურ ორგანოდ ფორმირებას განპირობებს.

შეძენა-შერწყმის პოსტტრანზაქციულ ეფექტსა და სინერგიზმის წარმოშობას „ღია“ სს-ის აუდიტი მნიშვნელოვანწილად უწყობს ხელს. უფრო მეტიც, აუდიტი (როგორც გარე, ისე შიდა) კორპორაციული კომბინაციის შესრულების უმნიშვნელოვანესი რგოლია. ის ტრანზაქციის წარმატების, რისკის შეფასებისა

<sup>423</sup> განსხვავებით აშშ-გან, სადაც აუდიტის კომიტეტის შექმნა ბორდის კომპეტენციას განეკუთვნება, თუ წესდებით სხვა რამ არ არის გათვალისწინებული. M.B.C.A. §8.25(a), Official Comment, 2009.

<sup>424</sup> ის (გარე აუდიტორი) შესაძლებელია, ფინანსური მონიტორინგის კონტექსტში, განხილულ იქნეს გარიგებითსამართლებრივი საფუძველით წარმოშობილ (შემდგარ) „უცხო ორგანოდ“. შეად. *Tirole, The Theory of Corporate Finance*, 2006, P. 27-28.

<sup>425</sup> სამეთვალყურეო საბჭოსგან განსხვავებით, რომელიც ხელმძღვანელი ორგანოს საქმიანობის მაკონტროლებელი ფუნქციის მატარებელია, გარე აუდიტორი მთლიანად საზოგადოების საფინანსო და ეკონომიკური საქმიანობის „ზედამხედველობითი ფუნქციით“ აღჭურვილი პირია.

<sup>426</sup> აუდიტორის არჩევასთან მიმართებით დეტალურ რეგულირებას შეიცავდა მეწარმეთა შესახებ კანონის 2005-2008 წლამდე რედაქცია. შეად. *ჭანტურია, ნინიძე, მეწარმეთა შესახებ კანონის კომენტარი*, 2002, გვ. 227, 384-387, 441-444.

<sup>427</sup> მასზე გადამისამართება მეწარმეთა შესახებ კანონის მე-13 მუხლის პირველი პუნქტი ახდენს.



და პერსპექტივის კომპეტენტურ ანალიტიკურ ხედვას წარუდგენს საზოგადოების მენეჯმენტს. წარდგენილი დასკვნა დირექტორატსა და აქციონერთა საერთო კრებას ინფორმირებული გადაწყვეტილების მიღების ერთ-ერთ პრეკონდიციას წარმოადგენს. ეს კი ნიშნავს, რომ საფინანსო კონტროლის განმახორციელებელი აუდიტორის საქმიანობა სს-ის სტრუქტურულ ორგანიზაციულ კონტექსტში ჯდება და ის ინსტიტუციონალურად მნიშვნელოვანი ფუნქციის მატარებელი ერთეულია.

#### 4.2.. სს-ის სტრუქტურული ელემენტები შინაარსობრივი გენეზისის სტრატეგიულ კონტექსტში

სს-ის ორგანიზაციულობის მაფორმირებელი სუბსტანციური ნიშნების, რომლებიც სს-ის ორგანოების სახით ყალიბდება, სტრატეგიული განვითარება მისი შინაარსობრივი სტრუქტურული ელემენტების დესკრიფციული ანალიზით მიიღწევა. მმართველობის ორგანოთა ჩამოყალიბების დეტერმინანტად სს-ის არსის განმსაზღვრელ ნიშნებს შორის კავშირების კორპორაციულსამართლებრივ ურთიერთობებად შერაცხვა უნდა იქნეს მიჩნეული. ერთი შეხედვით, ასეთი ურთიერთგამიჯნულობა პირობითი ჩანს, თუმცა, ჩამოყალიბების, საკუთრებისა და კონტროლის გამიჯვნის სპეციფიკა მის ცალკე განხილვას არგუმენტირებულ სახეს სძენს. საკითხი ეხება საკუთრების სტრუქტურას, მის სტრატეგიულ ჩამოყალიბებას, შექმნის ეკონომიკურ საფუძვლებს; კომპეტენციათა დანაწილებასა და კონტროლს; კონტროლის მექანიზმებსა და სუბიექტებს.

კორპორაციის რესტრუქტურიზაციის დროს განასხვავებენ პორტფოლიოს რესტრუქტურიზაციას<sup>428</sup> და ფინანსურ რესტრუქტურიზაციას,<sup>429</sup> რომელთაგან უკანასკნელი კაპიტალის სტრუქტურის ცვლილებას ეხება. მიმდინარე თავში, სწორედ კაპიტალის სტრუქტურული ელემენტების შემადგენლობა და მათი კორელაცია განიხილება. კაპიტალის სტრუქტურის კლასიფიცირება ფინანსურ საშუალებათა დივერგენსულ ბუნებასა და მათ (ამ საშუალებათა) საფუძველზე

<sup>428</sup> პორტფოლიოს რესტრუქტურიზაცია ცვლის აქციონერებსა და კრედიტორებს შორის არსებულ სახელშეკრულებო ურთიერთობას ფირმის ძირითადი ფარდობითი და სალიკვიდაციო ღირებულების შეცვლის საშუალებით. იხ. *Renneboog, Szilagyi, Corporate Restructuring and Bondholder Wealth*, 2006, P. 7.

<sup>429</sup> განსხვავებით პორტფოლიოს ცვლილებისგან, ფინანსური რესტრუქტურიზაცია პირდაპირ აისახება კაპიტალის სტრუქტურაზე. ამ დროს საუბრობენ, კორპორაციის საკონტროლო პაკეტის შეძენის უმეტესი ნაწილის სესხით დაფინანსებაზე ე.წ. *Leveraged Buy out (LBO)* და მსგავს მეთოდებზე. იხ. *Renneboog, Szilagyi, Corporate Restructuring and Bondholder Wealth*, 2006, P. 11. ასევე: *Vigari, Conflict of Interest of Target Company's Directors and Shareholders in Leveraged Buy-outs*, ECFR, Vol. 4 No. 3, 2007, P. 347-369.



ფორმირებული კაპიტალიდან წარმოშობილ სამართლებრივ სტატუსს ქვემდებარე უფლება-მოვალეობათა კატალოგიდან მომდინარეობს. ფინანსურ საშუალებათა კუთხით გამოიყოფა კაპიტალის სტრუქტურის ფორმირების საკუთარი და „უცხო“ (ნასესხები)<sup>430</sup> საშუალებები, ხოლო მათგან გამომდინარე უფლებამოსილებათა კუთხით – ვალდებულების შესრულების<sup>431</sup> მოთხოვნის (რიგითობის) „უბირატესი“ და „ჩვეულებრივი“ უფლება.<sup>432</sup> გაერთიანებული მატერიალური სიკეთის მართვისა და კონტროლის ფუნქციური გამიჯვნა, კაპიტალის სახეობათა და არსის წვდომის გარეშე, ატიპურ შედეგს გამოიღებდა. კაპიტალის, როგორც კორპორაციის სტრატეგიული ნიშნის განხილვა, კონტროლის მექანიზმისა და საშუალების სამართლებრივ საფუძველთა ეპილოგიით დასრულდება.

## 4.2.1. კაპიტალი

### 4.2.1.1. კაპიტალის კლასობრივი დეტერმინაცია<sup>433</sup>

სს-ის ფინანსური წარმატების მაგნიტულა კაპიტალის ბაზრის ხელსაყრელი კონიუნქტურის პირობებში ფირმის რესტროსპექტული<sup>434</sup> და პერსპექტიული (პროგნოზირებადი) ანალიზის საფუძველზე წარმოჩინდება. კაპიტალის სტრუქტურული ელემენტებისა და მისი განსაზღვრის სამართლებრივ-ეკონომიკური ასპექტების განხილვამდე, მიზანშეწონილია, კაპიტალის სახეობათა სამართლებრივი მიმოხილვა, რომელიც სს-ის კაპიტალის არსის სრულფასოვანი წვდომის სიღრმეს განსაზღვრავს.

ზოგადი განმარტებით, კაპიტალი კორპორაციის მიერ მოგების მისაღებად ქონების ეკონომიკური მართვაა.<sup>435</sup> „კაპიტალი“ კორპორაციულად მოწყობილი

<sup>430</sup> ქართულ იურიდიულ ლიტერატურაში დამკვიდრებულია „უცხო“ კაპიტალის ცნება, რომელიც ნასესხები კაპიტალის იდენტური სრულად არ არის: უცხო კაპიტალი უფრო ფართო ცნებითი კატეგორიაა, რომელიც არა მარტო ნასესხებ კაპიტალს, არამედ მესამე პირის საკუთრებაში არსებულ წილობრივ (არა სასესხო) საკუთრებასაც მოიცავს. იხ. *Jensen, Meckling, The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, 3 J. Fin. Econ., 1976, P. 53. შეად. ბურდული, სააქციო სამართლის საფუძველები, 2010, გვ. 243-244. ნაშრომის მიზნებისთვის, ისინი შეიძლება ურთიერთანაცვლებად ტერმინებად იქნეს გამოყენებული.

<sup>431</sup> იქნება ეს ჩვეულებრივი სამოქალაქო-სახელშეკრულებო ურთიერთობიდან გამომდინარე თუ კორპორაციული, ლიკვიდაციის ეტაპზე არსებული მოთხოვნა.

<sup>432</sup> *Hamilton, The Law of Corporations*, 2000, P. 211.

<sup>433</sup> რამდენადაც ნაშრომის მიზანს კაპიტალის კლასიფიცირებულ სახეობათა დეტალური კვლევა და ანალიზი არ წარმოადგენს, მიმდინარე პარაგრაფში მოცემულია საკორპორაციო სამართალში დამკვიდრებული კაპიტალის სახეობათა ზოგადი მიმოხილვა, რაც, თავის მხრივ, ნაშრომის მიზნის მიღწევის დამხმარე საშუალებაა.

<sup>434</sup> განვიხილავთ პერიოდში სამეურნეო საქმიანობის შედეგების ანალიზი.

<sup>435</sup> *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 11, 2011, P. 10. შეად.



ორგანიზაციული გაერთიანების მიმართ გამოყენებადი ტერმინია, რომელიც აქციონერთა მხრიდან გაღებული ფულის, ქონებისა და მატერიალური დოვლათის აკუმულირებას გამოხატავს და სამეწარმეო საქმიანობის განხორციელების ამ მიზნობრივ ფონდს წარმოადგენს, რისთვისაც კორპორაცია იქნა ფორმირებული.<sup>436</sup> კაპიტალის კონტრიბუციის იმპლიციტური საპასუხო ქმედება საზოგადოების მიერ აქციათა გაცემაა.<sup>437</sup>

მიუხედავად იმისა, რომ ეკონომისტები კაპიტალს ბიზნესის ქონებას უთანაბრებენ, „კაპიტალის“ სამართლებრივი დედაარსი<sup>438</sup> სამეწარმეო საქმიანობის მესაკუთრეთა ერთსულოვანი თანხმობით გაერთიანებული ინვესტიციის მაჩვენებელშია (რაოდენობაშია).<sup>439</sup>

კაპიტალის შესახებ არსებულ კონცეფციათა რანგირება მყარ და „თვითრეგულირებად“ კონცეფციად შეიძლება განხორციელდეს. პირველი შემთხვევის მოცემულობა საკანონმდებლო დონეზე<sup>440</sup> განსაზღვრულ მინიმალურ საწესდებო კაპიტალის<sup>441</sup> კონცეფციას ეხება, ხოლო მეორე შემთხვევა – საზოგადოების კაპიტალის განსაზღვრის შემზღუდავი ნორმების<sup>442</sup> არარსებობას.<sup>443, 444</sup> საწესდებო კაპიტალის არსი, როგორც წესი, წილის ნომინალური ღირებულების მქონე აქციებად დაყოფაში მდგომარეობს. ნომინალის დადგენას ორი ძირითადი ფუნქციური მხარე აქვს. პირველი, ის აუცილებელია აქციონერთა მიერ კორპორაციისთვის გადასახდელი მინიმალური თანხის განსაზღვრისთვის.<sup>445</sup> გარდა ამისა, აქციის მინიმალური ნომინალური ღირებულების განსაზღვრა, რომლითაც ფორმირებულია საწესდებო კაპიტალი, კორპორაციის დივიდენდის პოლიტიკის ერთგვარი ღირეპტივის მიმცემია.<sup>446</sup> დივიდენდის განაწილების<sup>447</sup> წყაროს კო-

---

Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., vol. 3, 2010, P. 354.

<sup>436</sup> Booth, Financing the Corporation, 2010, P. 6-7.

<sup>437</sup> იხ. United Grocers, Ltd. v. United States, 186 F Supp 724.

<sup>438</sup> კაპიტალი მრავალი სასამართლოს განმარტების საგნად იქცა. იხ. მაგ. Randall v. Bailey, 23 N.Y.S.2d. 173, 179 (Sup. Ct. 1940).

<sup>439</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., vol. 3, 2010, P. 351.

<sup>440</sup> Booth, Financing the Corporation, 2010, P. 288-294.

<sup>441</sup> ჭანტურია, ნინიძე, მეწარმეთა შესახებ კანონის კომენტარი, 2002, გვ. 59-60.

<sup>442</sup> Pinto, Branson., Understanding Corporate Law, 3<sup>rd</sup> ed., 2009, P. 74.

<sup>443</sup> ბურდული, საწესდებო კაპიტალი და მისი ფუნქციები, 2009, გვ. 209 და მომდევნონი.

<sup>444</sup> საქართველოში საწესდებო კაპიტალის ევოლუციის შესახებ, იხ. ბურდული, სააქციო სამართლი საფუძვლები, 2010, გვ. 93 და მომდევნონი.

<sup>445</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., vol. 3, 2010, P. 350-352.

<sup>446</sup> Booth, Financing the Corporation, 2010, P. 300-302.

<sup>447</sup> დივიდენდის აქციებით გაცემის ან აქციათა გაყოფისთვის უტილიზირება სპეციფიკურ მოვლენას წარმოადგენს. მისი განხორციელება, საზოგადოების მენეჯმენტს პირდაპირ ნამატი შემოსავლიდან არ შეუძლია. ღირეპტორმა უნდა განახორციელოს ნამატის, იქნება ეს გამოიშვებული თუ კაპიტალნამატი, კაპიტალიზაცია, ანუ ნამატის საანგარიშო გადაცემა კორპორაციის საკუთარი კაპიტალის ბალანსზე. კომპანიის ბალანსში კაპიტალის მომატება ღირეპტორატს სამართლებრივ შესაძლებლობას აძლევს აქციების სახით დივიდენდის გაცემაზე.

რბორაციის საშემოსავლო ნამატი წარმოადგენს.<sup>448</sup> ნამატი ეს არის ის ეკონომიკური მაჩვენებელი, რომლითაც ქონების წმინდა ღირებულება აღემატება კაპიტალს.<sup>449</sup> ქონების წმინდა ღირებულებაა ის, რითიც აქტივი აღემატება ვალდებულებებს.<sup>450</sup> დივიდენდის გაცემის წინაპირობათა შემოწმება ფინანსურ დოკუმენტთა ანალიზში მდგომარეობს.<sup>451</sup> მისი დადგენა საბალანსო მონაცემთა ბაზისზე ხდება: თუ ვალდებულებათა ჯამი აღემატება ფიქსირებულ და არაფიქსირებულ აქტივებს დამატებული საწესდებო კაპიტალის ჯამს, სახეზე არ არის ნამატი. შესაბამისად, დივიდენდის გაცემის წყარო საზოგადოებას არ გააჩნია.<sup>452</sup> კაპიტალის ნამატის, საწესდებო კაპიტალის, ნომინალური ღირებულებისა და დივიდენდის გაცემის შეზღუდვას შორის კავშირი კაპიტალის მნიშვნელობას ნათლად წარმოაჩენს.<sup>453</sup>

კონცეფციითა ცვალებადობა კაპიტალის სტრუქტურის, აქედან გამომდინარე კი, კაპიტალის სახეობათა ცვლილებაზე აისახება.<sup>454</sup> კაპიტალის სახეობათა კლასიფიცირებაზე მისი ფორმირების ფინანსურ ინსტრუმენტთა ცვალებადობაც ახდენს გავლენას. თუ საზოგადოების კაპიტალი ყალიბდება შიდა სახსრების აკუმულირების საფუძველზე, იქმნება საკუთარი კაპიტალის მოცემულობა,<sup>455, 456</sup> თუ სახეზეა სასესხო საშუალებით კაპიტალის ფორმირება, იქმნება უცხო კაპიტალი,<sup>457</sup> ხოლო თუ ჰიბრიდულ ვარიანტზე გამახვილდება ყურადღება, წარმოდგება საკუთარი კაპიტალის შემცველი სესხის საფუძველზე ფორმირებული კაპიტალი.<sup>458</sup>

უკვე ფორმირებული (განსაზღვრული) კაპიტალის სახელწოდებითი სხვაობა მისი რაოდენობრივი და ფაქტობრივად განხორციელებული ნიშნიდან მომდინარეობს. პარტნიორთა მიერ შეთანხმებით<sup>459</sup> დადგენილი კაპიტალის რაოდენობა<sup>460</sup> საწესდებო, წესდებისმიერი კაპიტალია. მას სხვაგვარად თავდაპირ-

---

საპირისპირო ქმედებას (არაკაპიტალიზირებული ნამატის აქციების დივიდენდად გაცემას) კაპიტალის ბაზარზე არსებული რეგულაციები კრძალავს. იხ. *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., vol. 3, 2010, P. 548-541.

<sup>448</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., vol. 3, 2010, P. 520-522.

<sup>449</sup> იხ. *Del. Code Ann.* tit. 8, §154.

<sup>450</sup> *Booth, Financing the Corporation*, 2010, P. 303.

<sup>451</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., vol. 3, 2010, P. 352-353.

<sup>452</sup> *Booth, Financing the Corporation*, 2010, P. 303-305.

<sup>453</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., vol. 3, 2010, P. 507-561.

<sup>454</sup> *ჯუღელი, კაპიტალის დაცვა სააქციო საზოგადოებაში*, 2010, გვ. 151.

<sup>455</sup> შეად. ნადარაია, როგავა, რუხაძე, ბოლქვაძე, საქართველოს საგადასახადო კოდექსის კომენტარი, 2012, §§1-155, გვ. 117-118.

<sup>456</sup> *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 11, 2011, P. 11.

<sup>457</sup> ბურდული, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 237, 243.

<sup>458</sup> *ჯუღელი, კაპიტალის დაცვა სააქციო საზოგადოებაში*, 2010, გვ. 80-82.

<sup>459</sup> შეად. *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 11, 2011, P. 35-37.

<sup>460</sup> შეად. *Gevurtz, Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 113.



ველი კაპიტალი,<sup>461</sup> ნაჩვენები კაპიტალიც ეწოდება.<sup>462</sup> თავის მხრივ, საკუთარი (და არა სააქციო)<sup>463</sup> კაპიტალის მთელ დასაშვებ ოდენობას „ნებადართულ კაპიტალს“ უწოდებენ.<sup>464</sup> თუმცა ეს არ ნიშნავს, რომ მოცემული ნიდიდე შეესებულება პარტნიორთა მიერ, ანუ ხელმოწერილი კაპიტალი<sup>465</sup> არ ნიშნავს მის უპირობოდ შესრულებას.<sup>466</sup> ხელმოწერილი (გაცხადებული) კაპიტალის აქციებზე აქციონერის უფლების მოპოვებისთვის გადახდილი თანხის შედეგად ფორმირებულ კაპიტალს განაღდებული, გადახდილი კაპიტალი (*paid up share capital*) ეწოდება.<sup>467</sup> გადახდის სანაცვლოდ მიღებულ აქციებს „განთავსებული აქციები“, ხოლო გამოშვებულ, მაგრამ ჯერ სრულად ან ნაწილობრივ დაუფარავი (გადაუხდელი, გაუნაღდებელი) აქციების<sup>468</sup> შემცველ კაპიტალს - „პირობადებული“, *called up share capital* ეწოდება,<sup>469</sup> რომელიც საწარმოს პოტენციურ კაპიტალს შეადგენს.<sup>470, 471</sup>

ნათელია, რომ კაპიტალის თავდაპირველი რაოდენობრივი მაჩვენებელი, რეალურად განხორციელებული თუ პოტენციურად, კონკრეტულ გარემოებებზე დამოკიდებული კაპიტალის შესრულება (ფორმირება) კაპიტალის სახეობათა შორის ტერმინოლოგიურ მარგინალურ დიფერენცირებას იწვევს, რომლის არსიც, თეორიულ-პრაქტიკული კუთხით, ხშირ შემთხვევაში, არსებითი მნიშვნელობის შემცველია. მათი ჰომოგენიზმის განმაპირობებელი კი „კაპიტალის“, როგორც სისტემური ცნების ქვეშ გაერთიანებაა.<sup>472</sup> ნებისმიერი სახით ინვესტირებული მატერიალური დოვლათი, არამატერიალური და მატერიალური ქონებრივი სიკეთე, რომელიც სს-ის სამეწარმეო საქმიანობის სერიოზულობისა და განხორციელების ეკონომიკური შესაძლებლობის დეტერმინანტია, კაპიტალი

<sup>461</sup> ბურდული, საწესდებო კაპიტალი და მისი ფუნქციები, 2009, გვ. 221 და მომდევნონი.

<sup>462</sup> ბურდული, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 238. შეად. ბურდული, საწესდებო კაპიტალი და მისი ფუნქციები, 2009, გვ. 226-228.

<sup>463</sup> სააქციო კაპიტალის განმარტებას ქართული კანონმდებლობა იძლევა. იხ. საქართველოს კანონი „კომერციული ბანკების შესახებ“, პირველი მუხლის დ) ქვეპუნქტი.

<sup>464</sup> მას სხვაგვარად გაცხადებული კაპიტალიც ეწოდება.

<sup>465</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., vol. 3, 2010, P. 354-358.

<sup>466</sup> ბურდული, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 239.

<sup>467</sup> Ferran, Principles of Corporate Finance Law, 2008, P. 101.

<sup>468</sup> საუბარია ისეთ აქციებზე, რომელიც გამოშვებულია, ანუ საზოგადოების მიერ მიღებულ იქნა გადაწყვეტილება აქციათა კონკრეტული რაოდენობის გამოშვებაზე (*issued shares*), მაგრამ მისი მიღების სანაცვლო შესრულება, მაგალითად, გადახდა, პარტნიორის მიერ, ჯერ არ შესრულებულა, ანუ აქციაზე უფლება წარმოშობილია (*outstanding shares*), მაგრამ მისი მესაკუთრის მიერ სრულად არ არის გადახდილი აქციის ღირებულება. შეად. Fletcher, Fletcher Cyclopaedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 11, 2011, P. 38-40.

<sup>469</sup> Ferran, Principles of Corporate Finance Law, 2008, P. 102.

<sup>470</sup> ბურდული, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 239.

<sup>471</sup> ზემოაღნიშნული ორი სახეობის გამოხატულება „მეწარმეთა შესახებ“ კანონის 59-ე მუხლის პირველ პუნქტშია გატარებული.

<sup>472</sup> შეად. Booth, Financing the Corporation, 2010, P. 7.

ეწოდება.<sup>473</sup> კაპიტალის ნიუანსირებული კლასიფიკაცია შესრულების მექანიზმების, შენატანის განხორციელების ეტაპისა და აკუმულირებული თანხების წარმოშობის წყაროს მიხედვით კლასიფიცირდება. მსგავსი დაყოფა კაპიტალის ზოგად ლეტერმინაციაზე, ტერმინოლოგიური დიფერენცირების მიუხედავად, არსებით გავლენას არ ახდენს.<sup>474</sup>

#### 4.2.1.2. კაპიტალის სტრუქტურა

კორპორაციის კაპიტალიზაცია, ფინანსური სტრუქტურა და პერმანენტული დაფინანსება, ფასიანი ქაღალდების გამოშვებაზეა დამოკიდებული.<sup>475</sup> პერმანენტული დაფინანსება მოიცავს როგორც ჩვეულებრივ აქციებს, ისე პრივილეგირებულ აქციებსა და ობლიგაციებს, რომელიც გრძელვადიანი სესხის კატეგორიას განეკუთვნება.<sup>476</sup>

საზოგადოების სამეწარმეო საქმიანობისთვის საჭირო კაპიტალის მოზიდვის განსხვავებული პროცედურული მექანიზმები კაპიტალის სტრუქტურის ფორმირების მიმართულების მიმცემია. კორპორაციის საქმიანობის შექმნის პირობები დამოკიდებულია კაპიტალის სტრუქტურაზე.<sup>477</sup> კაპიტალის სტრუქტურა, როგორც ეკონომიკური, ისე სამართლებრივი გაგებით, არის კორპორაციის მიერ ბიზნესის წარმართვისთვის მოზიდული სახსრების ერთობლიობა, რომელიც დამოკიდებულია ფორმირების საშუალებებზე და წყაროებზე.<sup>478</sup> კორპორაციის მიერ გამოყენებული კაპიტალის სტრუქტურა განსაზღვრავს მისი საქმიანო-

<sup>473</sup> *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 11, 2011, P. შეად. Booth, *Financing the Corporation*, 2010, P. 7.

<sup>474</sup> *Booth, Financing the Corporation*, 2010, P. 6-7.

<sup>475</sup> კორპორაციის კაპიტალიზაციის ისტორიული ექსკურსის შესახებ, იხ. *Baskin, Miranti, A History of Corporate Finance*, 1997, P. 29-213.

<sup>476</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., vol. 3, 2010, P. 385.

<sup>477</sup> კაპიტალის სტრუქტურა, როგორც წესი, გამოიყენება ეკონომიკურ სამეცნიერო ლიტერატურაში, მის ერთგვარ სამართლებრივ „ანალოგად“ მოიაზრება საკუთრების სტრუქტურა ე.წ. *Ownership Structure* ან ფინანსური სტრუქტურა, ე.წ. *Financial Structure*. თუმცა მათ შორის სუბსტანციური შინაარსობრივი სხვაობაც არსებობს. იხ. *Jensen, Meckling, The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, 3 J. Fin. Econ., 1976, P. 53. შეად. *Hansmann, Ownership of the Firm*, in: *Corporate Law and Economic analysis*, (edit. *Bebchuk*), 1991, P. 283-288; *Armour, Hansmann., Kraakman, What is Corporate Law?* 2009, P. 14-15. კაპიტალის სტრუქტურა, ეკონომისტთა გაგებით, განსხვავებულია ფინანსური სტრუქტურისგან. ეს უკანასკნელი მოიცავს მეწარმე სუბიექტში ყველა მოთხოვნას/ვალდებულებას, რომელიც მოკლევადიან პროცენტთან სესხებსა და გადასახდელ ფინანსურ ანგარიშებს მოიცავს (*account payable*), იმ ფონზე, როდესაც ეკონომისტები კაპიტალს ინდუსტრიულ ეკონომიკურ ცირკულაციაში მყოფ მთელ ქონებას უწოდებენ. იხ. *Klein, Coffee, Business Organization and Finance*, 2007, 10<sup>th</sup> ed., P. 352. შეად. *Gevurtz, Corporation Law*, 2000, P. 112-116.

<sup>478</sup> *Baker, Martin, Capital Structure and Corporate Financing Decisions: Valuation, Strategy and Risk Analysis for Creating Long-Term Shareholder Value*, 2011, P. 1.



ბის არა მხოლოდ ფინანსურ, არამედ ოპერატიულ, ინვესტიციურ ასპექტს და გავლენას მისი საქმიანობის შედეგებზე ახდენს.<sup>479</sup> იგი, ასევე, განსაზღვრავს ფინანსური მდგრადობისა და გადახდისუნარიანობის დონეს, რაც საბოლოო ჯამში, აყალიბებს მომგებიანობისა და რისკების სასურველ თანაფარდობას კორპორაციის განვითარების პროცესში.<sup>480</sup> ამისათვის, აუცილებელია, ოპტიმალური კაპიტალის სტრუქტურის უზრუნველყოფა. უკანასკნელის შექმნის საფუძველი კი მატერიალური დოვლათის მოზიდვის განსხვავებულ მექანიზმებში<sup>481</sup> მდგომარეობს.<sup>482</sup>

კაპიტალის სტრუქტურა, კორპორაციის მიკუთვნების ფორმის მიხედვით, წარმოადგენს საკუთარი და ნასესხები ფინანსური ინსტრუმენტების თანაფარდობას,<sup>483</sup> რომელიც სამეწარმეო საქმიანობის პროცესში გამოიყენება.<sup>484</sup> წმინდა სამართლებრივი გაგებით, კაპიტალის ფორმირება ინვესტორის ინვესტიციის ეკონომიკური რეალიზაციის შედეგია. კაპიტალის სტრუქტურის დეტერმინანტი კი მისი ფორმირების საშუალებათა (ინვესტიციების) წყაროა. კორპორაციის ფინანსური სტრუქტურა დამყარებულია საქმიანობისთვის საჭირო კაპიტალის მოზიდვასა და მოზიდული კაპიტალის ეკონომიკური ცირკულირების შედეგად მიღებული შემოსავლების მეწილეთა შორის განაწილებაზე.<sup>485</sup> დივიდენდის განაწილებაზე უფლების დამდგენი ინვესტორის საკუთრების სტრუქტურაა.<sup>486</sup> თუმცა, კაპიტალის სტრუქტურა განსაზღვრავს რა კორპორაციის სტრატეგიასა და მასთან დაკავშირებულ პირებთან ურთიერთობას,<sup>487</sup> არაპირდაპირ ზეგავლენას მეწილეს საკუთრების სტრუქტურაზეც ახდენს.<sup>488</sup> კაპიტალის სტრუქტურის კორპორაციული სტრატეგია<sup>489</sup> საზოგადოების სი-

<sup>479</sup> *Moradoglu, Sivaprazad*, Capital Structure and Returns, 2011, P. 75-90.

<sup>480</sup> *კაკულია, ბახტაძე, თუთბერიძე*, კორპორაციის ფინანსები, 2006, გვ. 274.

<sup>481</sup> *ბურდული, სააქციო სამართლის საფუძვლები*, 2010, გვ. 234.

<sup>482</sup> *Bessler, Drobetz, Kazemieh*, Factors Affecting Capital Structure Decision, 2011, P. 17-37.

<sup>483</sup> *Booth*, Financing the Corporation, 2010, P. 7.

<sup>484</sup> *შეად. ჯუღელი*, კაპიტალის დაცვა სააქციო საზოგადოებაში, 2010, გვ. 233.

<sup>485</sup> *Gevurtz*, Corporate Law, 2000, P. 112. გასაცემი დივიდენდი კომბინირებულ დამოკიდებულებას იჩენს სს-ის წმინდა მოგების მაჩვენებელსა და მენეჯმენტის გადაწყვეტილებაზე, ანუ ეკონომიკურ-სამართლებრივ ფაქტორებზე. სამართლებრივი დისკრეციის დამდგენი „მეწარმეთა შესახებ“ კანონის მე-8 მუხლია. რაც შეეხება წმინდა მოგებას, ის პირდაპირპროპორციულადაა დამოკიდებული კაპიტალის სტრუქტურაზე. იხ. *Frank, Goyal*, Profits and Capital Structure, 2009, P. 1-16.

<sup>486</sup> *Armour, Hansmann., Kraakman*, What is Corporate Law? 2009, P. 14-15.

<sup>487</sup> *Parsons, Titman*, Capital Structure and Corporate Strategy, 2007, P. 3.

<sup>488</sup> მაგალითად, სს-მ შეცვალა კაპიტალის ნომინალური ღირებულების მქონე აქციათა კლასობრივი პოლიტიკა სტრატეგიული მიმართულების ცვლილების საფუძველზე და მოახდინა აქციათა კონვერსია, კონსოლიდაცია ან მისგან გამომდინარე სხვა უფლებრივი რესტრუქტურიზაცია. *შეად. La Rocca*, Capital Structure and Corporate Strategy, 2011, P. 44-49.

<sup>489</sup> *La Rocca*, Capital Structure and Corporate Strategy, 2011, P. 41-56. ამ დროს საუბარი შესაძლებელია კორპორაციის მხრიდან კაპიტალის დაცვისკენ მიმართულ ან მისი დაცვისთვის

ცოცხლისუნარიანობის ანუ საქმიანობის ხანგრძლივობის ინდიკატორია.<sup>490</sup>

კაპიტალის სტრუქტურასა და კორპორაციათა დაუფლებას შორის პირდაპირი კავშირი არსებობს, რომელიც კორპორაციული კონტროლის თეორიიდან (“Corporate Control Theory”) გამომდინარეობს. კორპორაციული კონტროლის თეორიის მიხედვით, კორპორაციული დაუფლების ეტაპზე, კაპიტალის სტრუქტურა პოსტტრანზაქციულ შედეგებზე არსებით გავლენას ახდენს. მას პირდაპირი ეფექტი აქვს მენეჯმენტსა და გარე ინვესტორთა შორის ხმის უფლებათა გადანაწილებაზე.<sup>491</sup>

თავის მხრივ, კაპიტალის ფორმირების ჰეტეროგენული წყაროები მისი სტრუქტურის ორ განსხვავებულ ასპექტს აყალიბებს. პირველი, ეს არის კაპიტალის სტრუქტურის სამართლებრივი მოცემულობა, რომელიც კორპორაციის ფინანსური სტრუქტურის ტოლფასია და ლოგიკურ განვითარებას კაპიტალის პროვაიდერთა საკუთრების სტრუქტურაზე პოვებს. მეორე, ეს არის კაპიტალის სტრუქტურული ელემენტების (და მისი ჩამოყალიბების) ეკონომიკური ასპექტები, რომელიც სამართლის ეკონომიკური ანალიზის შესახებ არსებულ სამეცნიერო ლიტერატურაში ორ ძირითად თეორიამდე<sup>492</sup> კონკრეტდება.

#### 4.2.1.2.1. კაპიტალის სტრუქტურისა და მისი ფორმირების სამართლებრივი ასპექტები

კაპიტალის სტრუქტურის ფორმირება წარმოებს მისი თითოეული შემადგენელი ნაწილის თავისებურებათა გათვალისწინებით. სს-ში ასეთ თავისებურებას სარგებლისა და ძალაუფლების განაწილება წარმოადგენს, რომელიც საზოგადოების ფინანსური სტრუქტურიდან გამომდინარეობს.<sup>493</sup> კაპიტალური ტიპის საზოგადოების ფინანსური მხარე აქციონერთა შეთანხმების საგანია. შეთანხმების მიღწევა, რომლითაც აქციონერები საზოგადოების ანგარიშზე თავიანთი შენატანების გადაცემას ისახავენ მიზნად, კორპორაციულ სამართლებრივ აქტში, კერძოდ, წესდებაში ფორმირდება.<sup>494</sup> წესდებით გათვალისწინებული კაპიტალის ფორმირების ძირითადი საზრისი მისი ექვივალენტური საკუთრების სტრუქტურის შექმნაა.<sup>495</sup> კაპიტალის ფორმირების პროცესში

შესრულებულ სტრატეგიულ საკანონმდებლო თუ თვითრეგულირებად ქმედებათა ერთობლიობაზე. იხ. ჯუღელი, კაპიტალის დაცვა სააქციო საზოგადოებაში, 2010, გვ. 21 და მომდევნონი, 118 და მომდევნონი.

<sup>490</sup> Parsons, Titman, Capital Structure and Corporate Strategy, 2007, P. 2-10.

<sup>491</sup> Moradoglu, Sivaprazad, Capital Structure and Returns, 2011, P. 82.

<sup>492</sup> ე.წ. The Pecking Order Theory და The Static Trade off Theory.

<sup>493</sup> Gevurtz, Corporate Law, 2000, P. 113.

<sup>494</sup> ბურდული, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 180 და მომდევნონი.

<sup>495</sup> Gevurtz, Corporate Law, 2000, P.114.



მონაწილე პირი წილის შეძენით ხდება საზოგადოების პარტნიორი.<sup>496</sup> პარტნიორთა საწესდებო შეთანხმების ეტაპზე ხდება (ა) სს-ის დაფინანსების საშუალებებისა და (ბ) მოზიდული კაპიტალის სათანადო ღირებულებისა და უფლებების მქონე სხვადასხვა კლასის აქციაზე (ფასიან ქაღალდზე) შეჯერება.<sup>497</sup>

პირველ შემთხვევაში, კორპორაცია სტატიკურად განსაზღვრავს ორი სახის „ფასიანი ქაღალდის“<sup>498</sup> მეშვეობით საზოგადოების დაწყებითი, თავდაპირველი<sup>499</sup> კაპიტალის მოზიდვას. ამ უკანასკნელიდან პირველი, სს-ის შიდა-ორგანული, ანუ დამფუძნებელ პარტნიორთაგან საზოგადოების დაფინანსების მექანიზმში მდგომარეობს, რაც, სამართლებრივად, წევრის სტატუსის მოპოვებით სრულდება. დაფინანსების ასეთ სახეს „საკუთარი, შიდა სახსრებით“ ფინანსური სტრუქტურის შექმნას უწოდებენ, ხოლო მის საფუძველზე მოზიდულ კაპიტალს – საკუთარ კაპიტალს.<sup>500</sup> წესდების მიხედვით,<sup>501</sup> საკუთარი კაპიტალი<sup>502</sup> ხარისხდება ორ ძირითად ფასიან ქაღალდად: ჩვეულებრივ და პრივილეგირებულ აქციად.<sup>503</sup> ამ ეტაპზე იკვეთება დაფინანსების საშუალების პირველ მექანიზმსა (*equity financing*) და მოზიდული კაპიტალის განსაზღვრული ღირებულებისა და უფლებების მქონე აქციებად დაყოფას შორის კავშირი: *equity financing* მიმწოდებელი პირისთვის უზრუნველყოფს მეწარმე სუბიექტთან კორპორაციულ-სამართლებრივ ურთიერთობას და მისგან (წევრობიდან) გამომდინარე უფლება-მოვალეობებს,<sup>504</sup> რომელიც იწყება წევრის სტატუსის შეძენით და მთავრდება მისი შეწყვეტისთანავე.<sup>505</sup> კაპიტალის სტრუქტურული ფორმირების აღნიშნული მეთოდური სტრატეგია ქონებრივი სიკეთის რისკიან ინვესტიციას წარმოადგენს.<sup>506</sup>

საზოგადოებისა და მისი წევრის კავშირის კორპორაციულ-სამართლებრივ ურთიერთობად შერაცხვა ან არშერაცხვა სს-ის კაპიტალის სტრუქტურის ფორმირების მექანიზმთა კლასიფიკატორის როლსაც თამაშობს. ყველა ან-

<sup>496</sup> ბურდული, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 235.

<sup>497</sup> Lind, Schwarz, Lathrope, Rosenberg, Fundamentals of Corporate Taxation, 8<sup>th</sup> ed., 2012, P. 114.

<sup>498</sup> ე.წ. *equity securities* და “*debt*” *securities*.

<sup>499</sup> შედ. ბურდული, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 151.

<sup>500</sup> *equity capital*. მაგალითად, *debt*-სა და *equity*-ის გამიჯვნისთვის, იხ. Booth, Financing the Corporation, 2010, P. 10-14, 602-605; Hariton, Distinguishing Between Equity and Debt in the Financial Environment, 49 Tax L. Rev., 1994, P. 499-501.

<sup>501</sup> Gevurtz, Corporate Law, 2000, P. 117.

<sup>502</sup> იხ. ბურდული, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 237-243.

<sup>503</sup> Hamilton, The Law of Corporations, 2000, P. 211.

<sup>504</sup> Gevurtz, Corporate Law, 2000, P. 118-120.

<sup>505</sup> ბურდული, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 357-359.

<sup>506</sup> Lind, Schwarz, Lathrope, Rosenberg, Fundamentals of Corporate Taxation, 8<sup>th</sup> ed., 2012, P. 121.

გარიშვალდებული სს-ის მდგრადი კაპიტალის სტრუქტურის შემადგენელი ნაწილია სესხი.<sup>507</sup> კერძოდ, მეორე შემთხვევაში, როდესაც საუბარია კაპიტალის სტრუქტურირების არაკორპორაციულსამართლებრივი სახსრების გამოყენებით განხორციელებაზე, კორპორაციასა და კაპიტალის მიმწოდებელს შორის კორპორაციულსამართლებრივი ურთიერთობის ნაცვლად, როგორც წესი, სამოქალაქოსამართლებრივი, უფრო კონკრეტულად, ვალდებულებით-სამართლებრივი კავშირია სახეზე.<sup>508</sup> მხედველობაშია სასესხო ვალდებულებითი ურთიერთობა საზოგადოებასა და მესამე პირს შორის უცხო კაპიტალის მოზიდვის თაობაზე.<sup>509</sup>

მესამე პირებთან ვალდებულებით მხოვავ სამართლებრივ ურთიერთობაში შესვლით კაპიტალის მოზიდვას, ზოგადად, აქციონერთა კრების გადაწყვეტილება არ სჭირდება.<sup>510</sup> მოცემულ შემთხვევას კაპიტალის სტრუქტურის „სესხის“ საშუალებით ფორმირება ეწოდება.<sup>511</sup> *Debt financing*-ის დროს,<sup>512</sup> კორპორაციასა და კაპიტალის მიმწოდებელ მესამე პირებს (ძირითადად საბანკო და სადაზღვევო სექტორს) შორის<sup>513</sup> ყალიბდება ვალდებულებითი<sup>514</sup> და არა კორპორაციულსამართლებრივი ურთიერთობა.<sup>515</sup> თუ კორპორაციის კაპიტალის შიდა სახსრებით დაფინანსებას პარტნიორისთვის შეზღუდული პასუხისმგებლობის მოპოვების დადებითი თავისებურება ახასიათებს,<sup>516</sup> სასესხო დაფინანსება ობლიგაციის<sup>517</sup> მფლობელისთვის, პრივილეგირებული აქციის მფლობელის მსგავსად, კორპორაციის ლიკვიდაციის ან ვალდებულების შესრულების ეტაპზე,<sup>518</sup> უპირატესი უფლებააღმჭურველი ფინანსური ინსტრუმენტია.<sup>519</sup> შედეგად, მეორე

<sup>507</sup> Booth, *Financing the Corporation*, 2010, P. 589.

<sup>508</sup> შეად. French, Mayson, Ryan, *Company Law*, 26<sup>th</sup> ed., 2009-2010, P. 342-347.

<sup>509</sup> ბურდული, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 243-244.

<sup>510</sup> Cox, Hazen, *Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., vol. 3, 2010, P. 386.

<sup>511</sup> *debt financing*. იხ. Ferran, *Principles of Corporate Finance Law*, 2008, P. 313 et seq.

<sup>512</sup> Cox, Hazen, *Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., vol. 3, 2010, P. 388-391.

<sup>513</sup> ამ დროს საბანკო სექტორი ერთგვარი შუამავლის როლს თამაშობს ფულადი ნაკადის პროვაიდერსა და კორპორაციას შორის. იხ. Ferran, *Principles of Corporate Finance Law*, 2008, P. 54.

<sup>514</sup> საქმე ეხება სასესხო დაფინანსების ისეთ სახეობას, როგორიც არის ობლიგაცია, რომელიც შესაძლოა სესხის ხელშეკრულებით აქციებში კონვერტირებადი ფასიან ქაღალდად გარდაქმნის პერსპექტივით სარგებლობდეს. იხ. Renneboog, Szilagyi, *Corporate Restructuring and Bondholder Wealth*, 2006, P. 1-17; Hamilton, *The Law of Corporations*, 2000, P. 215-219; Gevurtz, *Corporate Law*, 2000, P. 142-146; Bevans, *Business Organizations and Corporate Law*, 2007, P. 254; Ferran, *Principles of Corporate Finance Law*, 2008, P. 511 et seq.

<sup>515</sup> Ferran, *Principles of Corporate Finance Law*, 2008, P. 54-56.

<sup>516</sup> Pinto, Branson., *Understanding Corporate Law*, 3<sup>rd</sup> ed., 2009, P. 73.

<sup>517</sup> ობლიგაციათა სახეებისთვის, იხ. Cox, Hazen, *Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., vol. 3, 2010, P. 391-401; Quindry, *Bonds and Bondholders*, vol. 1, 2002, P. 2-76.

<sup>518</sup> Lind, Schwarz, Lathrope, Rosenberg, *Fundamentals of Corporate Taxation*, 8<sup>th</sup> ed., 2012, P. 121-135.

<sup>519</sup> იხ. Renneboog, Szilagyi, *Corporate Restructuring and Bondholder Wealth*, TILEC Discussion



ეტაპზე<sup>520</sup> იკვეთება დაფინანსების საშუალების მეორე მექანიზმსა (*debt financing*) და მოზიდული კაპიტალის განსაზღვრული ღირებულებისა და უფლებების მქონე აქციებად დაყოფას შორის კავშირი: ეს, ძირითადად, სასესხო ვალდებულებით ურთიერთობაში გამოიხატება,<sup>521</sup> რომელიც, უპირატესად, კორპორაციაში და მესამე პირს შორის არსებობს.<sup>522</sup>

ინვესტორის კაპიტალის ფორმირების ფინანსურ ინსტრუმენტთა ხელმისაწვდომი სპექტრი პროფილირებულია. კორპორაციას შეუძლია შესთავაზოს ინვესტორს ნებისმიერი წყობის, უფლებრივი სტრუქტურისა და პირობის მატარებელი ფასიანი ქაღალდი.<sup>523</sup> ფინანსურ ინსტრუმენტს შინაარსობრივი დეტერმინაციის ავტონომიური განსაზღვრის შესაძლებლობა ფინანსების მოზიდვის საშუალებებს ელასტიურ სახეს ანიჭებს. მისი კლასიკური გამოვლინება ჰიბრიდული დაფინანსების ინსტრუმენტის პრაქტიკული რეალიზებაა, რომელსაც ორი კომბინირებული სახასიათო დებულება განაპირობებს. პირველი, სასესხო კაპიტალის მოზიდვა საგადასახადო მიზნებისთვის, რომელსაც ორმაგი დაბეგვრის თავიდან არიდების მოტივი აქვს,<sup>524</sup> ხოლო მეორე, საკუთარი კაპიტალის მოზიდვით სამეწარმეო საქმიანობის განხორციელების ეკონომიკური ბერკეტის შექმნა, რომელიც რეგულატორული, ფინანსური რეიტინგებისა და საფინანსო ანგარიშგების მიზნებისთვის ოპტიმალურ სტრატეგიულ საშუალებას წარმოადგენს.<sup>525</sup> ჰიბრიდული დაფინანსების ინსტრუმენტის პრაქტიკული

Paper, DP 2006-007, 2006, P. 6; *Gevurtz, Corporate Law*, 2000, P. 139-142.

<sup>520</sup> არსებობს სს-ის კაპიტალის სტრუქტურის ფორმირების მესამე, ჰიბრიდული ვარიანტიც: როდესაც საზოგადოების დაფინანსება ხდება სესხის ხელშეკრულების საფუძველზე, ხოლო ამ სესხის გამცემი კორპორაციის აქციონერი პირია. საკორპორაციო სამართალში მას ჰიბრიდულ საფინანსო ინსტრუმენტს უწოდებენ, რომელიც ზემოაღნიშნული ორივე დაფინანსების საშუალებათა შემადგენელ ელემენტთა კომბინირებულ ვარიანტს წარმოადგენს. ეს არის ე.წ. *shareholder loans*. იხ. *Gevurtz, Corporate Law*, 2000, P. 147-152. ქართულად: ბურდული, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 235-236; 244-245. შეად. ჯუღელი, კაპიტალის დაცვა სააქციო საზოგადოებაში, 2010, გვ. 80-83.

<sup>521</sup> თუ სესხის ხელშეკრულებით სასესხო ფასიანი ქაღალდი აქციებში კონვერტირებადი არ არის. აღნიშნული მექანიზმით, ასევე სააქციო ოფციონის გზით გაზრდილ კაპიტალს პირობით კაპიტალს უწოდებენ. იხ. ჯუღელი, კაპიტალის დაცვა სააქციო საზოგადოებაში, 2010, გვ. 95-96.

<sup>522</sup> სამართლის კომენტატორულ ლიტერატურაში გატარებულია აზრი, რომ კორპორაციის სასესხო და საკუთარი კაპიტალით დაფინანსებას შორის იურიდიული ზღვარი, ფაქტობრივად, არ არსებობს და მსჯელობის საგნად ქცეული დემარკაციული ხაზი და მის შედეგად ჩამოყალიბებული სამართლებრივი სხვაობა, გამიჯვნის ბუნდოვანი სტანდარტების გამოყენების შედეგს წარმოადგენს. იხ. *Lind, Schwarz, Lathrope, Rosenberg, Fundamentals of Business Enterprise Taxation*, 3<sup>rd</sup> ed., 2005, P. 474.

<sup>523</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., vol. 3, 2010, P. 387.

<sup>524</sup> *Booth, Financing the Corporation*, 2010, P. 8; *Lind, Schwarz, Lathrope, Rosenberg, Fundamentals of Corporate Taxation*, 8<sup>th</sup> ed., 2012, P. 115.

<sup>525</sup> *Lind, Schwarz, Lathrope, Rosenberg, Fundamentals of Corporate Taxation*, 8<sup>th</sup> ed., 2012, P. 135.

გამოყენება, როგორც წესი, მსხვილი კორპორაციის საფინანსო არსენალშია ადსანიშნავია, რომ პრივილეგირებული აქცია, ზშირად, სასესხო და საკუთარი კაპიტალის ჰიბრიდულ<sup>526</sup> ვარიანტად განიხილება.<sup>527</sup>

საკორპორაციო სამართლებრივ ჭრილში, კაპიტალის სტრუქტურა საზოგადოების ფინანსური სტრუქტურის ექვივალენტია,<sup>528</sup> რომელიც სამართლებრივ პერსპექტივაში, კაპიტალის მოზიდვის საშუალებებში დიფერენცირდება, რაც, თავის მხრივ, კაპიტალის სახეობათა მრავალფეროვნებას განაპირობებს.<sup>529</sup> სს-ის კაპიტალის სტრუქტურის სამართლებრივი ასპექტები ფასიან ქაღალდთა კლასობრივ და მათი სხვაობის საფუძველზე გამიჯნულ აქციათა სახეებამდე დაიყვანება.<sup>530</sup>

სს-ის კაპიტალის სტრუქტურის სამართლებრივი ბაზისის პარალელურად, არანაკლებ მნიშვნელოვანია კაპიტალის სტრუქტურის შექმნის ეკონომიკური ელემენტები, რამდენადაც უკანასკნელს ბაზრისა და ბაზარზე ფუნქციონირებადი კორპორაციის განვითარების სტრატეგიული მიდგომა და ამ მიდგომის რეალიზებადი შედეგი განსაზღვრავს.

#### 4.2.1.2.2. კაპიტალის სტრუქტურისა და მისი ფორმირების ეკონომიკური ასპექტები

კაპიტალის სტრუქტურის შინაარსობრივი ელემენტების განსაზღვრა, ეკონომიკური კუთხით,<sup>531</sup> საკვანძო საკითხია. კაპიტალის ოპტიმალური სტრუქტურა<sup>532</sup> წარმოადგენს კორპორაციის საკუთარი და უცხო ფინანსური ინსტრუმენტების ისეთ თანაფარდობას, რომლის დროსაც უზრუნველყოფილია კორპორაციის საბაზრო ღირებულების მაქსიმალიზაცია.<sup>533</sup> ამის საპირწონედ,<sup>534</sup> არსებობს აზრი, რომ გამართულად ფუნქციონირებადი ბაზრის მონაწილე ფირმა და მისი ღირებულების ზრდა კაპიტალის სტრუქტურაზე არ არის დამოკიდე-

<sup>526</sup> Haas, Corporate Finance, 2011, P. 416-419.

<sup>527</sup> იხ. Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., vol. 3, 2010, P. 387; Booth, Financing the Corporation, 2010, P. 9.

<sup>528</sup> შეად. Klein, Coffee, Business Organization and Finance, 2007, 10<sup>th</sup> ed., P. 352-354.

<sup>529</sup> Pinto, Branson, Understanding Corporate Law, 3<sup>rd</sup> ed., 2009, P. 73-74.

<sup>530</sup> ჯუღელი, კაპიტალის დაცვა სააქციო საზოგადოებაში, 2010, გვ. 233-235.

<sup>531</sup> კაპიტალის სტრუქტურის ანალიზი იურიდიულ დოქტრინაში, როგორც წესი, ეკონომიკურ დოგმატურ-თეორიულ ცოდნაზეა დამყარებული. შეად. Ferran, Principles of Corporate Finance Law, 2008, P. 62-65. შესაბამისად, მიმდინარე პარაგრაფში, სწორედ, ასეთი ანალიზია შემოთავაზებული. შეად. Ferran, Principles of Corporate Finance Law, 2008, P. 62-65.

<sup>532</sup> Frydenberg, Capital Structure Theories and Empirical Tests: An Overview, 2011, P. 129-139.

<sup>533</sup> Mao, Interaction of the Debt Agency Problems and Optimal Capital Structure: Theory and Evidence, 2002, P. 1-3, 11-21.

<sup>534</sup> Frydenberg, Capital Structure Theories and Empirical Tests: An Overview, 2011, P. 139-141.



ბული, ე.წ. *Modigliani-Miller* თეორია.<sup>535</sup> მათ განსაზღვრეს რამდენიმე მი-  
ნაარსობრივი ელემენტი კაპიტალის სტრუქტურის არარელევანტური ბუნების  
შესახებ<sup>536</sup> მისი ღირებულების ზრდის ეტაპზე.<sup>537</sup> მაგრამ, თუ კაპიტალის სტრუქ-  
ტურა არარელევანტურია მოდილიანი-მილერის თეორიის მიხედვით,<sup>538</sup> მაშინ  
რეალურ საბაზრო ურთიერთობებში უნდა არსებობდეს მისი რელევანტურო-  
ბის<sup>539</sup> დადგენის კრიტერიუმებიც.<sup>540</sup> ამ კრიტერიუმების შემაჯამებელ მეთოდად,  
ეკონომისტების მიერ, გამოყენებულ იქნა კაპიტალის სტრუქტურის განსაზ-  
ღვრის *The Pecking Order* თეორია<sup>541</sup> და *The Static Trade off* თეორია<sup>542</sup>, რო-  
მელიც, შინაარსობრივად,<sup>543</sup> მოდილიანი-მილერის თეორემიდან მომდინარეობს.<sup>544</sup>  
*Trade off* თეორიის ამოსავალი დებულება<sup>545</sup> მდგომარეობს იმაში, რომ კორპო-  
რაცია წყვეტს საზოგადოების კაპიტალის რა ნაწილი უნდა იქნეს სასესხო  
ფინანსური ინსტრუმენტებით მოზიდული და რა ნაწილი – საკუთარი (შიდა)  
კაპიტალის გზით მომატებული. აღნიშნული თეორიის მიხედვით, ფირმის ოპ-  
ტიმალური კაპიტალის სტრუქტურის შექმნა აუცილებლად მოიცავს სასესხო  
დაფინანსებას.<sup>546</sup> განსხვავებით *Trade off Theory*-გან,<sup>547</sup> *Pecking Order Theory*<sup>548</sup>  
კორპორაციის კაპიტალის მოზიდვის უპირატეს საშუალებად შიდა რესურსებსა  
და ფინანსებს მოიაზრებს.<sup>549</sup> „უარყოფითი თანაფარდობის“ თეორიის მიდევნები-  
სას, საზოგადოება ამჯობინებს შიდა დაფინანსებას გარე სახსრების მოზიდვას,  
თუ ის ფასიანი ქაღალდების ემისიას აწარმოებს.<sup>550</sup>

კაპიტალის სტრუქტურის ფორმირების ეკონომიკური დეტერმინანტი, ისევე  
როგორც სამართლებრივის დროს, კაპიტალის მოზიდვის საშუალებები<sup>551</sup> და

<sup>535</sup> *Modigliani-Miller Theorem. Modigliani, Miller, The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of investments*, 1958, P. 261-297.

<sup>536</sup> ეკონომიკური ასპექტების შესახებ, იხ. *Tirole, The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press, 2006, P. 77-80.

<sup>537</sup> *Frydenberg, Theory of Capital Structure – A Review*, 2004, P. 3.

<sup>538</sup> *Cheremushkin, Capital Structure Irrelevance: The Modigliani-Miller Model*, 2011, P. 151-169.

<sup>539</sup> *Frydenberg, Theory of Capital Structure – A Review*, 2004, P. 3.

<sup>540</sup> *Welch, The Determinant of Capital Structure*, 2002, P. 7-10; *Parsons, Titman, Capital Structure and Corporate Strategy*, 2007, P. 8-10.

<sup>541</sup> ე.წ. უარყოფითი თანაფარდობის თეორია.

<sup>542</sup> ე.წ. სტატიკური კომპრომისის თეორია.

<sup>543</sup> შეად. *Timmer, Understanding The Fed Model, Capital Structure, and Then Some*, 2012, P. 1, 4-10.

<sup>544</sup> *Frydenberg, Theory of Capital Structure – A Review*, 2004, P. 9-25.

<sup>545</sup> *Moradoglu, Sivaprazad, Capital Structure and Returns*, 2011, P. 78-79.

<sup>546</sup> *Frydenberg, Theory of Capital Structure – A Review*, 2004, P. 7.

<sup>547</sup> *Frank, Goyal, Profits and Capital Structure*, 2009, P. 3-5.

<sup>548</sup> *Moradoglu, Sivaprazad, Capital Structure and Returns*, 2011, P. 79-80.

<sup>549</sup> *Frank, Goyal, Testing The pecking Order Theory of Capital Structure*, 2000, P. 1-10.

<sup>550</sup> *Frydenberg, Theory of Capital Structure – A Review*, 2004, P. 23-24.

<sup>551</sup> როგორც წესი, დამკვიდრებულია სხვადასხვა კომპანიაში კაპიტალის სტრუქტურის

ამ საშუალებათა განმსაზღვრელ კრიტერიუმებზე დაფუძნებული თეორიებია.<sup>552</sup> ამასთან, მყარად არგუმენტირებულ პოზიციას წარმოადგენს, რომ კაპიტალის სტრუქტურის ფორმირების მძლავრი განმაპირობებელი ფაქტორი კორპორაციის ფინანსური გასაჭირი და არამყარი საბაზრო მდგომარეობაა,<sup>553</sup> რომელიც პირდაპირ კავშირშია ფირმის მასშტაბებთან.<sup>554</sup> ფინანსური სირთულე გადაჭრას მოითხოვს.<sup>555</sup> ეს კი საზოგადოებას გარე კაპიტალის მოზიდვისკენ უბიძგებს სასესხო დაფინანსების (მაგ., *Leveraged Buy Out*-ის დროს) საშუალების<sup>556</sup> და *ceteris paribus*<sup>557</sup> მეთოდის გამოყენების გზით,<sup>558</sup> რაც, თავის მხრივ, კორპორაციის დასაქმებულთა ღონეზე, სახელფასო განაკვეთებზე, გაყიდვების ღონესა და, რაც მთავარია, ფირმის საქონლის საბაზრო ღირებულებაზე, კორპორაციის ეკონომიკურ მიზნებზე<sup>559</sup> აისახება.<sup>560</sup>

კაპიტალის სტრუქტურირების საშუალებები გარკვეული თავისებურებებითაც ხასიათდება. კორპორაციის საკუთარი კაპიტალის ბუნება გამოიხატება მისი მოზიდვის სიმარტივეში, რამდენადაც გადაწყვეტილება მიიღება მხოლოდ მესაკუთრეებისა და მენეჯერების მიერ; მოგების წარმოქმნის მაღალი შესაძლებლობით, რამდენადაც მისი გამოყენებისას საჭირო არ არის სასესხო პროცენტის გადახდა; ასევე, კორპორაციის ფინანსური მდგრადობისა და გადახდისუნარიანობის უზრუნველყოფით გრძელვადიან პერიოდში.<sup>561</sup> რაც შეეხება უცხო, ნასესხები კაპიტალის თავისებურებებს, გირაოს ან თავდებობის არსებობისას ის გამოირჩევა მოზიდვის საკმაოდ ფართო შესაძლებლობებით და კორპორაციის ფინანსური პოტენციალის ზრდის უზრუნველყოფი ხასიათით. დაბოლოს, ნასესხები კაპიტალი გამოირჩევა ფინანსური რენტაბელობის მატების უნარით,

---

განსვავების განმაპირობებელი სამი მთავარი ჰიპოთეზა: ტრანზაქციათა ღირებულების, ასიმეტრული ინფორმაციისა და საგადასახადო რეჟიმის ჰიპოთეზა. იხ. *Frydenberg, Theory of Capital Structure – A Review*, 2004, P. 8-12; *Klein, Coffee, Business Organization and Finance*, 2007, 10<sup>th</sup> ed., P. 380-382.

<sup>552</sup> ეკონომიკურ ლიტერატურაში არსებობს სასესხო დაფინანსების თეორიათა ერთგვარი იერარქიული კლასიფიკაცია. მაგალითად, კაპიტალის სტრუქტურის თეორიის ქვე თეორიად სტატიკური კომპრომისის თეორია განიხილება, ხოლო ამ უკანასკნელის სუბტიპად - ე.წ. „სასესხო დაფინანსების პოზიტიური თეორია“ (*Positive Theory of Debt Financing*), ანუ სახეზეა თეორია-თეორიაში. იხ. *Frydenberg, Theory of Capital Structure – A Review*, 2004, P. 8.

<sup>553</sup> *Miglo, Trade-Off, Pecking Order, Signaling and Market Timing Models*, 2011, P. 171-185.

<sup>554</sup> *Parsons, Titman, Capital Structure and Corporate Strategy*, 2007, P. 8-18.

<sup>555</sup> *Sanyal, Economic, Regulatory and Industry Effects on Capital Structure*, 2011, P. 211-228.

<sup>556</sup> *Parsons, Titman, Capital Structure and Corporate Strategy*, 2007, P. 3.

<sup>557</sup> *Renneboog, Szilagyi, Corporate Restructuring and Bondholder Wealth*, 2006, P. 11.

<sup>558</sup> მაგალითად, კორპორაციული ობლიგაციების გამოშვების გზით. იხ. *Ferran, Principles of Corporate Finance Law*, 2008, P. 511 et seq.

<sup>559</sup> *Smythe, Shareholder Democracy and The Economic Purpose of The Corporation*, 2006, P. 2-18.

<sup>560</sup> *Parsons, Titman, Capital Structure and Corporate Strategy*, 2007, P. 4.

<sup>561</sup> საკუთარი კაპიტალი ხომ კრედიტორთა წინაშე პასუხისმგებლობის მოცულობის მასშტაბია.



რომელიც მიიღწევა „საგადასახადო ეფექტის“<sup>562</sup> გამოყენების ხარჯზე.<sup>563</sup>

საბოლოოდ, კორპორაციის კაპიტალის სტრუქტურის განსაზღვრის სხვადასხვა ფაქტორები თუ შინაარსობრივი ელემენტის დეტალური ანალიზის მიუხედავად, „კაპიტალის სტრუქტურა ჯერ კიდევ გამოუცნობ, ენიგმატიკურ მოვლენად რჩება“ (*Capital Structure Remains Enigmatic*).<sup>564</sup>

გამოიკვეთა კაპიტალის, როგორც სს-ის სტრატეგიული მახასიათებლებიდან ორი მნიშვნელოვანი ელემენტი: კაპიტალის სტრუქტურა და მისი დაგეგმარების სტრატეგიულ კრიტერიუმთა რანგირება სამართლებრივ და ეკონომიკურ ასპექტთა კუთხით და მეორე, კაპიტალის ფორმირების სხვადასხვა საშუალებათა გამოყენებით რაოდენობრივი თუ ფაქტობრივი განხორციელების კრიტერიუმთა ბაზისზე კაპიტალის სახეობათა კლასიფიცირება.

სს-ის შინაარსობრივად მეორე სტრატეგიულ ელემენტს, კაპიტალთან ერთად, წარმოადგენს კონტროლი, რომელიც აქციონერთა საკუთრებასა და მენეჯმენტის, უცხო ორგანოსთვის გადაცემული ქონების მართვის პროცესს შორის ბალანსის შემანარჩუნებელი უმთავრესი მექანიზმია.

#### 4.2.2. კონტროლი, როგორც სს-ის აქციონერის საკუთრების სტრუქტურიდან გამომდინარე უფლება

##### 4.2.2.1. კონტროლისა და საკუთრების გამიჯვნა

თანამედროვე კორპორაციის ცენტრალური სახასიათო ელემენტი საკუთრებისა და კონტროლის გამიჯვნა<sup>565</sup> ანუ საკუთრებისა და კონტროლის კორპორაციულ ურთიერთობაში მონაწილე სხვადასხვა სუბიექტის ხელში მოქცევაა.<sup>566</sup> ის დამახასიათებელია „ღია“ კორპორაციებისთვის, სადაც საკუთრება (აქციონერთა) და კონტროლი (მენეჯმენტი) ერთმანეთისგან განცალკევებულია.<sup>567</sup> საკუთრებისა და კონტროლის<sup>568</sup> გამიჯვნას<sup>569</sup> ადოლფ ბერლისა და

<sup>562</sup> რაც სრულდება მოგებაზე გადასახადის გადახდისას დასაბეგრი ბაზიდან მის მომსახურებაზე გაწეული დანახარჯების ამოღებით.

<sup>563</sup> კაკულია, ბაზტაძე, თუთბერიძე, კორპორაციის ფინანსები, 2006, გვ. 274-277.

<sup>564</sup> Chiriniko, Anuja R. Singha, 2000, მითითებულია: Frydenberg, Theory of Capital Structure – A Review, 2004.

<sup>565</sup> Tirole, The Theory of Corporate Finance, 2006, P. 15-20.

<sup>566</sup> Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 5, 2011, P. 481.

<sup>567</sup> იხ. Posner, The Economic Analysis of Law, 2007, P. 409.

<sup>568</sup> კონტროლის დეფინიცია მოცემულია აშშ-ს ფასიანი ქაღალდების ფედერალურ კანონში: “The term control (including icontrrolling, controlled by and under common control with) means a possession, direct or indirect, of the power to direct or cause the direction of the management and policies of a person, whether through the ownership of voting securities, by contract, or otherwise”). იხ. SEC Rule 405.

<sup>569</sup> Pinto, Branson, Understanding Corporate Law, 3<sup>rd</sup> ed., 2009, P. 97-98.

გარდიან მინსის ფუნდამენტური ნაშრომი<sup>570</sup> უდევს საფუძვლად,<sup>571</sup> რომელიც ღოღისა და ბერლის დებატების ბაზისზე შეიქმნა.<sup>572</sup> კორპორაციისთვის დამახასიათებელი საკუთრებისა და კონტროლის კაპიტალისტური ფუნდამენტი ორ სუბტიპად იყოფა: საკუთრებისა და კონტროლის ფუნქციონალური<sup>573</sup> და ინტრინსიკული გამიჯვნა.<sup>574</sup>

კონტროლის უფლებას კორპორაციის მესაკუთრეთა სტრუქტურა წარმოშობს.<sup>575</sup> პარალელურად, კორპორაციული კონტროლის ურთიერთობა არის მენეჯმენტს, აქციონერსა და კორპორაციას შორის ფიდუციური კავშირი.<sup>576</sup> კორპორაციის საკუთრების სტრუქტურა შეიძლება იყოს კონცენტრირებული<sup>577</sup> ან დანაწილებული,<sup>578</sup> მიმოფანტული,<sup>579</sup> რომელიც რამდენიმე ურთიერთგანსხვავებული მონაწილის ინტერესს აერთიანებს.<sup>580</sup> მცირე აქციონერს მსხვილი კორპორაციის მენეჯმენტში მონაწილეობის ინტერესი წილის პროპორციულად მცირე აქვს. მის საკუთრებაში არსებული საინვესტიციო პორტფოლიო იმდენად დივერსიფიცირებულია სხვადასხვა კომპანიაში ინვესტირების მეშვეობით, რომ მას რომელიმე კონკრეტული საწარმოს მართვაში პირდაპირი მონაწილეობის საკმარისი ინტერესი არ გააჩნია. აქციონერი არის პასიური ინვესტორი,<sup>581</sup> რომელსაც, კრედიტორის მსგავსად, კომპანიის მიმართ აქვს ფინანსური ინტერესი და არა მენეჯერული ინტერესი.<sup>582</sup> ეს არის აქციონერთა აქტივიზ-

<sup>570</sup> Berle, Means, *The Modern Corporation and Private Property*, 1932.

<sup>571</sup> Armour, Gordon, *The Berle-Means Corporation in 21st Century*, 2008, P. 6.

<sup>572</sup> Bratton, Wachter, *Shareholder Primacy's Corporatist Origins: Adolf Berle and The Modern Corporation*, *The Journal of Corporation Law*, 2008, P. 100 et seq., 122-135.

<sup>573</sup> საკუთრებისა და კონტროლის ფუნქციონალურ დივერგენცირება ადამ სმიტიდან იღებს სათავეს. იხ. Smith, *An investigation into the Wealth of Nations*, Bantam, 2003 reprint, at 941, მითითებულია: Eugenio S. de Nardis, *Financial Derivatives and the Intrinsic Separation of Ownership and Control*, *Studi e Note di Economia*, 2009.

<sup>574</sup> Eugenio S. de Nardis, *Financial Derivatives and the Intrinsic Separation of Ownership and Control*, *Studi e Note di Economia*, 2009, P. 3-11, 15.

<sup>575</sup> Armour, Hansmann., Kraakman, *What is Corporate Law?* 2009, P. 14.

<sup>576</sup> Bayne, *The Philosophy of Corporate Control*, 1986, P. 99.

<sup>577</sup> მაკონტროლებელი აქციონერ(ებ)ის (Blockholder ან Controlling shareholders) არსებობის შემთხვევაში. იხ. Armour, Gordon, *The Berle-Means Corporation in 21st Century*, 2008, P. 8-13.

<sup>578</sup> მცირე აქციონერთა სიმრავლის (*Dispersed Ownership*) შემთხვევაში, როდესაც კონცენტრირებულად მაკონტროლებელი პირი არ არსებობს, რასაც განაპირობებს ფირმის სიდიდე. იხ. Demsetz, Lehn, *The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences*, *Journal of Political Economy*, 1985, P. 1155 et seq.

<sup>579</sup> Bebchuk, Roe, *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, 1999, P. 1.

<sup>580</sup> Easterbrook, Fischel, *The Corporate Contract*, in: *Corporate Law and Economic analysis*, Edit. Lucian Arye Bebchuk, 1991, P. 188.

<sup>581</sup> Parkinson, *Corporate Power and Responsibility*, 1993, P. 54.

<sup>582</sup> Posner, *The Economic Analysis of Law*, 2007, P. 410.



მის საპირისპირო – მენეჯერიალისტური აპათია.<sup>583</sup> შესაბამისად, აქციონერი „ქირობს“ წარმომადგენელს აღმასრულებელი ორგანოს სახით, რომელიც მის მიერ დაბანდებულ კაპიტალს ყოველდღიურ ოპერაციულ ფუნქციონირებასა და კონტროლს გაუწევს.<sup>584</sup> მენეჯმენტის მიერ მართული კორპორაცია სარგებლის მაქსიმალიზებისკენ მიმართულ სამართალსუბიექტს წარმოადგენს, სადაც საკუთრებისა და კონტროლის გამიჯვნას ერთი მთავარი პრობლემატიკა ახასიათებს. ეს არის მესაკუთრეთა დარწმუნება, რომ მისი წარმომადგენელი (მენეჯმენტი) ყველაფერს აკეთებს სარგებლის მაქსიმალიზაციისთვის.<sup>585</sup> ამ ეტაპზე პასიურ ინვესტორს საფრთხე ორ განზომილებაში ემუქრება. პირველი, არასწორი მენეჯმენტის შედეგად სარგებლის მიუღებლობა და ინვესტიციისთვის საფრთხის შექმნა. აღნიშნული საფრთხე ნაკლებ სერიოზული ეკონომიკური შედეგის მატარებელია. მას არ ახასიათებს პირადი დაინტერესება, თუმცა მცდარმა მენეჯერულმა გადაწყვეტილებამ, შესაძლოა, კორპორაცია გაკოტრებამდე მიიყვანოს. განსაკუთრებით უარყოფითი შედეგების მატარებელია, როდესაც მენეჯმენტი კომპეტენტურია, მაგრამ პირადი დაინტერესების ფარგლებში მართავს კორპორაციას.<sup>586</sup> ამ დროს დგება პრინციპალ-აგენტის შორის წარმოშობილი ფიდუციურ ურთიერთობათა<sup>587</sup> დარღვევის საფრთხე.<sup>588</sup> ფართო კომპეტენციით აღჭურვილი „ნების აღმსრულებელი“ ორგანო,<sup>589</sup> დროთა განმავლობაში, სხვადასხვა ნორმატიული რეგულაციებით დაბალანსდა და მეტნაკლებ კონტროლს დაექვემდებარა. მიუხედავად საკონტროლო რეგულაციებისა და კორპორაციული მართვის ნორმების გამკაცრებისა, აღმასრულებელი ორგანოს მაკონტროლებელ და მესაკუთრეთა „რწმენის გასამყარებელ“ მთავარ სტრატეგიად, რომ ის (მენეჯმენტი) მოქმედებს სარგებლის გაუმჯობესების მიზნებიდან გამომდინარე, კორპორაციული კონტროლის ბაზარი და აქციონერთა აქტივიზმი რჩება.<sup>590</sup>

კონტროლი კორპორაციაში ფინანსური მონაწილეობის ტიპოლოგიიდან გამომდინარეობს. მისი წარმოშობა საზოგადოების კაპიტალიზაციის საშუალებაზეა დამოკიდებული. კაპიტალი ინვესტირებული უნდა იყოს საკუთარი კაპიტალის ჯგუფიდან, რომელიც წევრის სტატუსის მოპოვებას განაპირობებს. კორპორაციისთვის გაღებული კონტრიბუცია სუბიექტს საწარმოში ფინანსური მონაწილეობისა და კონტროლის მექანიზმს წარმოუშობს, განსხვავებით სასესხო დაფინანსებისგან, სადაც ფინანსური და საკონტროლო მონაწილეობა

<sup>583</sup> *Fairfax, Shareholder Democracy*, 2011, P. 148.

<sup>584</sup> *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 5, 2011, P. 482.

<sup>585</sup> შეად. *Parkinson, Corporate Power and Responsibility*, 1993, P. 56.

<sup>586</sup> *Posner, The Economic Analysis of Law*, 2007, P. 410-411.

<sup>587</sup> შეად. *Bayne, The Philosophy of Corporate Control*, 1986, P. 109, 125-154.

<sup>588</sup> *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 5, 2011, P. 481-483.

<sup>589</sup> *Bayne, The Philosophy of Corporate Control*, 1986, P. 110.

<sup>590</sup> *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 5, 2011, P. 485-513.

ერთმანეთისგან სუბსტანციურად გამიჯნულია.<sup>591</sup> ნებისმიერ შემთხვევაში, ფირმის საკუთრება ორი ძირითადი სეგმენტისგან შედგება: კონტროლის (მენეჯმენტის საშუალებით) რეალიზებისა და დარჩენილი (საღირებულებით) მოგების მიღებისგან.<sup>592</sup>

#### 4.2.2.2. „კონტროლის კონტროლი“: აქციონერთა აქტივიზმის<sup>593</sup> სტრატეგიული პოსტულატები

საზოგადოების სტრუქტურა არის *path dependence*<sup>594</sup>, რასაც სხვადასხვა ქვეყნაში ფუნქციონირებად საზოგადოებათა ინდუსტრიალურ-ტექნოლოგიური ლანდშაფტი და საკორპორაციო სამართლებრივი რეგულაციები<sup>595</sup> განსაზღვრავენ.<sup>596</sup> საკორპორაციო სამართალი ინვესტორის საკუთრებაში არსებული საზოგადოების ორგანიზებული მართვისა და მისი (ინვესტორის) აქტივიზმის<sup>597</sup> ფასილიტატორია.<sup>598</sup>

საკუთრებითი ურთიერთობის დედაარსი მესაკუთრის მიერ ქონების კონტროლსა და მფლობელობაში მდგომარეობს.<sup>599</sup> მესაკუთრეთა საკუთრების უფლების პრაქტიცირება, კორპორაციის სამართლებრივი ფორმით ეკონომიკური საქმიანობის განხორციელების მიზნისთვის, უცხო ორგანოსთვის ინვესტირებული ქონების მართვისა და განკარგვის უფლებამოსილების გადაცემას ნიშნავს.<sup>600</sup> სხვა სიტყვებით, ზდება საკუთრებაზე კონტროლის, რომელიც მის განკარგვასაც მოიცავს, მესამე პირისთვის გადაცემა.<sup>601</sup> საზოგადოების კონტროლის კომპეტენცია ფიდეიციურია და მისი პირადი ინტერესებისთვის გამოყენებისა და მენეჯმენტის ოპორტუნისტული ქმედების შანსებს ზრდის.<sup>602</sup> ლოგიკურია, რომ აქციონერთა საკუთრების მაკონტროლებელ ორგანოს კონტროლის კორპორაციული ბერკეტები და უფლებამოსილება უნდა გააჩნდეს. სურათის გან-

<sup>591</sup> Booth, Financing the Corporation, 2010, P. 592.

<sup>592</sup> Hasnmann, Ownership of Enterprise, 1996, P. 35.

<sup>593</sup> აქტივიზმი, მისი კლასიკური განმარტებით, აქციონერის სურვილსა და ქმედებას ნიშნავს, ჰქონდეს განსაკუთრებული ფუნქციური და სტრატეგიული დატვირთვა კორპორაციული მართვის პროცესში. მიმდინარე პარაგრაფში ის კონტროლის მექანიზმთა გამოყენების ჭრილშია განხილული. იხ. Fairfax, Shareholder Democracy, 2011, P.146-149.

<sup>594</sup> „Path Dependence“ ქართულად შეიძლება განიმარტოს როგორც „თავისებური გზა“.

<sup>595</sup> Bebchuk, Roe, A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance, 1999, P. 3 et seq.

<sup>596</sup> Armour, Gordon, The Berle-Means Corporation in 21st Century, 2008, P. 8-10.

<sup>597</sup> Tirole, The Theory of Corporate Finance, Princeton University Press, 2006, P. 36-38.

<sup>598</sup> Armour, Hansmann, Kraakman, What is Corporate Law? 2009, P. 14.

<sup>599</sup> იხ. Bayne, The Philosophy of Corporate Control, 1986, P. 103.

<sup>600</sup> Posner, The Economic Analysis of Law, 2007, P. 409.

<sup>601</sup> Parkinson, Corporate Power and Responsibility, 1993, P. 56.

<sup>602</sup> Hasnmann, Ownership of Enterprise, 1996, P. 37-38.



ზოგადებით, სახეზეა „კონტროლის კონტროლი“.

მართვის ორგანიზებული კაპიტალდამხანაღებლის კონტროლის უფლების<sup>603</sup> მექანიზმთა სიმრავლეს განაპირობებს.<sup>604</sup> კონტროლის საკუთრების განცალკევება „პრინციპალ“<sup>605</sup>-აგენტის<sup>606</sup> ინტერესთა პოტენციური კონფლიქტის წარმოშობს, რომელიც, თავის მხრივ, მესაკუთრეთა (აქციონერთა) კაპიტალის უშუალო მაკონტროლებელზე (მენეჯტმენტზე)<sup>607</sup> ზედამხედველობის ღირებულებაზე<sup>608</sup> ახდენს გავლენას.<sup>609</sup> არსებობს მენეჯმენტის დისკრეციის კონტროლის სახელშეკრულებო და საკანონმდებლო მექანიზმები.<sup>610</sup>

პირველი, კონტროლის მექანიზმთა დადგენა შესაძლებელია აქციონერებსა და მენეჯმენტს შორის შიდა სახელშეკრულებო (*bylaw*) დონეზე განხორციელდეს. აქციონერთა კომპეტენცია შიდა სამართლებრივი ურთიერთობის მომწესრიგებელ დოკუმენტში ცვლილების შეტანაზე ვრცელდება, რომელიც, შესაძლოა, გამოყენებულ იქნეს ღირეპტორთა კონტროლის მექანიზმად. შინაგანაწესით, რომელსაც იღებს აქციონერთა საერთო კრება, დადგინდება ის კომპეტენციები, ანაზღაურების სახე/რაოდენობა, აღმასრულებელ პირთა დანიშვნისა და გათავისუფლების წინაპირობები და მათი კვალიფიკაცია, რომლის მიხედვითაც უნდა იხელმძღვანელოს ღირეპტორმა. კონტროლის აღნიშნული მექანიზმი ღირეპტორატისთვის შინაგანაწესის სავალდებულო ხასიათის არსებობიდან გამომდინარეობს.<sup>611</sup>

თეორიაში კონტროლის უფლების<sup>612</sup> რეალიზება ნარჩენი შემოსავლების

<sup>603</sup> ინვესტორის საკუთრების სტრუქტურა ორ: კონტროლისა და „დარჩენილი“ მოთხოვნის (*residual claims*) რეალიზების უფლებას იძლევა. იხ. *Hansmann, Ownership of the Firm*, in: *Corporate Law and Economic analysis*, Edit. *Lucian Arye Bebchuk*, 1991, P. 283; *Fama, Jensen, Agency Problems and Residual Claims*, 1998, P. 1-27; *La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny, Agency Problems and Dividend Policies Around the World*, 1997, P. 1-22. მიმდინარე თავში მხოლოდ პირველი მათგანია განხილული.

<sup>604</sup> მაგალითად, იხ. *Fairfax, Shareholder Democracy*, 2011, P. 29-114.

<sup>605</sup> *Hansmann, Kraakman, The Essential Role of Organizational Law*, 2000, P. 21-24.

<sup>606</sup> *Principal-Agent Problem*.

<sup>607</sup> *Posner, The Economic Analysis of Law*, 2007, P. 409.

<sup>608</sup> *Agency Cost*, რომელიც საკუთრების ღირებულების ერთ-ერთი შემადგენელი ნაწილია. იხ. *Hansmann, Ownership of Enterprise*, 1996, P. 36-49. *Agency Cost*-ის შემადგენლობა ფორმირებულ იქნა და მომდინარეობს *ჯენსენიდან* და *მეკლინიგიდან* და ის მოიცავს პრინციპალის მიერ საკუთრების მონიტორინგის ხარჯებს, წარმომადგენლის მთლიან დანახარჯებსა და ნაშთობრივ დანაკარგებს. იხ. *Jensen, Meckling, The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, 3 J. Fin. Econ., 1976, P. 310-312.

<sup>609</sup> *Jensen, Meckling, The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, 3 J. Fin. Econ., 1976, P. 305 et seq.

<sup>610</sup> *Parkinson, Corporate Power and Responsibility*, 1993, P. 73-96.

<sup>611</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Volume 2, 2010, P. 581-583.

<sup>612</sup> კონტროლის მოპოვება და მასში გადახდილი პრემიუმ თანხა განსხვავებული და განსაკუთრებული მნიშვნელობის საკითხია. იხ. *Booth, Financing the Corporation*, 2010, P. 115-121. არსებობს ბერლის მიერ განვითარებული კონტროლის „კორპორაციული ქონების“ თეორია, რომლის მიხედვითაც, ყოველგვარი პრემიუმ ღირებულება, რომელიც მყიდველის მიერ



მაქსიმალიზაციისკენ არის მიმართული.<sup>613</sup> სტრატეგიულად, მისი პრაქტიკული ტრანსპლანტაცია კორპორაციული მართვის ტიპოლოგიური სტრატეგიის გამოყენებით მიიღწევა.<sup>614</sup> კაპიტალის ორგანიზებული მართვის პროცესის კონტროლის ყველა ასპექტის პარტნიორთა შეთანხმებით *ex ante* გათვალისწინება კონტროლის მიზნობრივი შედეგების დადგომას ხელს არ შეუშლის.<sup>615</sup> მენეჯმენტის კონტროლის ეფექტური რეალიზაციის სამართლებრივი ასპექტები კი რამდენიმე სეგმენტში გამოიხატება.<sup>616</sup>

პირველი, ეს არის მესაკუთრეთა მიერ მონიტორინგის განხორციელება ინფორმირებულობის საფუძველზე, რომელიც კონკრეტულ დანახარჯებთან არის დაკავშირებული.<sup>617</sup> ცენტრალიზებული მენეჯმენტიდან გამომდინარე, აქციონერი ამჯობინებს მისი საკუთრების (კაპიტალის) კვალიფიციური მენეჯერისგან მართვას, ხოლო მართვის პროცესზე ზედამხედველობა ფირმის, უფრო სწორედ, მენეჯმენტის საქმიანობის შესახებ ინფორმაციის გამოთხოვაში<sup>618</sup> მდგომარეობს.<sup>619</sup> საკუთრების ოპერაციული მართვის, ბიზნესგეგმებისა და სტრატეგიების შესახებ ინფორმაციის მიღების უფლება აქციონერთა უმნიშვნელოვანეს საკონტროლო ბერკეტს წარმოადგენს.

კონტროლის მეორე სეგმენტი არის მართვის სტრატეგია,<sup>620</sup> რომელიც აქციონერისთვის იძლევა მენეჯმენტის საქმიანობის კონტროლის ბაზისს და ცენტრალიზებული მენეჯმენტის ფორმირების კორპორაციულ უფლებას წარმოადგენს. ფორმირების უფლების გამოყენება სამეთვალყურეო საბჭოს ან/

---

თითოეულ აქციაზე იქნება გადახდილი საბაზრო ფასთან მიმართებით არის კორპორაციის აქტივი. შესაბამისად, „თუ სადმე უნდა იქნეს განთავსებული ასეთი პრემიუმ ღირებულება, მაშინ ის უნდა წავიდეს კორპორაციის ქონებაში. იხ. *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 2, 2010, P. 326-334. ასევე, იხ. *Schuster, Efficiency in Private Control Sales – The Case of Mandatory Bids*, 2010, P. 2-42; *Sepe, Rogers, Private Sale of Corporate Control: Why The European Mandatory Bid Rule is Inefficient*, 2010, P. 3-54; *Cox, Hazen, Business Organizations Law*, 3<sup>rd</sup> ed., 2011, P. 288-294; *Easterbrook, Fischel, The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, P. 126-129; *Bayne, The Philosophy of Corporate Control*, 1986, P. 157-289. საკონტროლო პაკეტის პრემიუმ ღირებულების განაწილების მრავალი სასამართლო გადაწყვეტილებიდან ერთ-ერთი ყველაზე ცნობილია *Perlman v. Feldemann* 219 F. 2d 173 (2d Cir. 1955). იხ. *Hurst, William, Cases and Materials on Corporations*, 1999, P. 773-779. ასევე, შეგიძლიათ იხილოთ კორპორაციული კონტროლის შესახებ ბერლის ორიგინალური ნაშრომები: *Berle, Price of Power: Sale of Corporate Control*, 50 *Cornell L. Q.* 628 (1965); *Berle, Control in Corporate Law*, 58 *Colum. L. Rev.* 1212 (1958).

<sup>613</sup> *Hansmann, Ownership of the Firm*, 1991, P. 284.

<sup>614</sup> *Davies, Introduction to company law*, 2010, P. 112-115.

<sup>615</sup> *Hansmann, Ownership of the Firm*, 1991, P. 284 et seq. შეად. *Armour, Hansmann, Kraakman, Agency Problems and Legal Strategies*, 2009, P. 44-45.

<sup>616</sup> *Parkinson, Corporate Power and Responsibility*, 1993, P. 58-63.

<sup>617</sup> *Hansmann, Ownership of the Firm*, 1991, P. 290.

<sup>618</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Volume 2, 2010, P. 454-462.

<sup>619</sup> *Davies, Introduction to company law*, 2010, P. 271-273.

<sup>620</sup> *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 5, 2011, P. 378-392.



და დირექტორატის წევრთა არჩევა-დანიშვნისა და მათი გათავისუფლების მექანიზმის საშუალებით ხორციელდება.<sup>621</sup> ეს არის ძალაუფლებითი ურთიერთქმედება, რომელსაც ორმხრივი ხასიათი აქვს: ერთ მონაწილეს, პირს, მეორეს მონაწილის ქცევაზე ზეგავლენის მოხდენა მხოლოდ არაპირდაპირ შეუძლია.<sup>622</sup> სწორედ კონტროლის არაპირდაპირი მექანიზმის ამოქმედებაა რელევანტური „აქციონერთა დემოკრატიისთვის“.

კონტროლთან დაკავშირებული მესამე სტრატეგიული მიდგომა მისი პრაქტიკული განხორციელების პირდაპირ მექანიზმში მდგომარეობს. საკითხი ეხება პარტნიორთა კრების მიერ გადაწყვეტილების მიღების,<sup>623</sup> ინიცირებისა და „ვეტოს“ უფლებას.<sup>624</sup> აქციონერთა მხრიდან გადაწყვეტილების მიღებაში პირდაპირი მონაწილეობის უფლება ან გადასაწყვეტი საკითხის დაბლოკვა კორპორაციის ფუნდამენტური სტრუქტურული ცვლილებების განხორციელების შემზღუდველი და, შესაბამისად, კონტროლირებადი ფაქტორია.<sup>625</sup> ფუნდამენტური კორპორაციული ცვლილება შეიძლება იყოს ისეთი შიდა ცვლილება, როგორიცაა წესდებაში ცვლილებების შეტანა და ლიკვიდაცია-რეორგანიზაცია და „გარე“ ცვლილება, როგორიც არის ერთი სს-ის მიერ მეორეს შეძენა ან მათი შერწყმა.<sup>626</sup> ინტერესის სფეროს, კორპორაციის სტრუქტურულ ცვლილებათა კატეგორიიდან, განეკუთვნება კორპორაციათა შერწყმა და შეძენა, რამდენადაც აქციონერთა სტრუქტურა განაპირობებს კონტროლის უფლებრივ რეალიზაციას, ხოლო აქციონერთა სტრუქტურის მოდიფიკაცია პირდაპირაა დამოკიდებული კორპორაციულ კომბინაციებზე.<sup>627</sup> ეს უკანასკნელი კი კაპიტალურ საზოგადოებათა სტრუქტურული ცვლილებების დაწყების საფუძველია.

კონტროლის მესამე სტრატეგიასთან მიმართებით, განცალკევებით აღსანიშნავია, ხმის მიცემის საშუალებით მანიპულირება კონტროლის პრაქტიკული რეალიზებისთვის.<sup>628</sup> ის უკავშირდება პრინციპალის კონტროლის საშუალებებს,

<sup>621</sup> Armour, Gordon, *The Berle-Means Corporation in 21st Century*, 2008, P. 10-11.

<sup>622</sup> Bratton, Wachter, *Shareholder Primacy's Corporatist Origins: Adolf Berle and The Modern Corporation*, 2008, P. 119.

<sup>623</sup> კონტროლის ეს სეგმენტი იურიდიულ დოქტრინაში სავსებით სამართლიანად არის აღიარებული ფორმალურ კონტროლად, როდესაც ხმის მიცემა ხდება დირექტორთა საბჭოს ასარჩევად ან ფუნდამენტური ცვლილებების განსახორციელებლად აქციონერთა საერთო კრებაზე. იხ. Hansmann, *Ownership of Enterprise*, 1996, P. 11.

<sup>624</sup> Armour, Hansmann, Kraakman, *Agency Problems and Legal Strategies*, 2009, P. 38 et seq.

<sup>625</sup> Hansmann, *Ownership of the Firm*, 1991, P. 290.

<sup>626</sup> Palmiter, *Corporations*, 2006, P. 595-614.

<sup>627</sup> აქციონერთა სტრუქტურა დამოკიდებულია მათ საკუთრებაში არსებულ აქციათა სახეობასა და ამ აქციებიდან გამოძინარე უფლებებზე, რომელთაგან, უპირატესად, ხმის უფლების არსებობაა მნიშვნელოვანი – კონტროლის უფლება ზომ სს-ში ხმის უფლების მქონე აქციათა წილობრივი საკუთრების პროცენტულობაში გამოიხატება. მაგალითისთვის, შეად. Pinto, Branson., *Understanding Corporate Law*, 3<sup>rd</sup> ed., 2009, P. 279-283.

<sup>628</sup> Fletcher, *Fletcher Cyclopedic of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 5, 2011, P. 438-440.

რომელიც ხმის უფლებათა სხვადასხვა კომბინაციით მიიღწევა. მათგან გამოსაყოფია, ე.წ. სინდიკატური შეთანხმება აქციონერებს შორის მათი საკონტროლო ხმის უფლების უზრუნველსაყოფად;<sup>629</sup> ხმის მიცემის პირადი სტრუქტურა, როდესაც ხდება ერთი ან რამდენიმე პოლიტიკური კომპანიის<sup>630</sup> გამოყენება შეიღობილი საწარმოს საკონტროლო აქციების ფლობისთვის; ჩვეულებრივი აქციების კლასიფიცირება ხმის უფლების მქონე და ხმის უფლების არმქონე აქციებად, რომელთაგან ხმის უფლების მქონე აქციათა ძირითადი ნაწილი „მენეჯმენტის აქციათა“ მცირე სახეობაშია განთავსებული; მენეჯმენტის სახელშეკრულებო ურთიერთობა მშობელ ან აფილირებულ<sup>631</sup> კორპორაციასთან; დაბოლოს, დირექტორთა კლასიფიცირება ყოველწლიური არამდგრადი (საეჭვო) არჩევნების საშუალებით.<sup>632</sup>

## 5. სააქციო საზოგადოების სტრუქტურული ელემენტების მნიშვნელობა რესტრუქტურისა პროცესში

### 5.1. ზოგად პერსპექტივაში

სააქციო საზოგადოების შიდა თუ გარე სამართლებრივ ურთიერთობათა რეალიზაცია მის სტრუქტურულ ელემენტებზე ახდენს გავლენას. გარე სამართლებრივ ურთიერთობათა (ქმედებათა) შორის აღსანიშნავია შერწყმისა და შეძენის ინსტიტუტები,<sup>633</sup> როგორც კომპანიის შიდა სტრუქტურული ელ-

<sup>629</sup> Fletcher, Fletcher Cyclopaedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 5, 2011, P. 378-381.

<sup>630</sup> პოლიტიკურ კომპანიად, როგორც წესი, მიჩნეულია ისეთი კორპორაცია, რომელიც შექმნილია სპეციალურად იმისთვის, რომ შეიძინოს და ფლობდეს წილებს (აქციებს) სხვა კორპორაციაში საინვესტიციო მიზნებისთვის ამ წილთა რეალური განკარგვის, კონტროლის უფლებით თუ მის გარეშე. იხ. Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., vol. 1, 2010, P. 413.

<sup>631</sup> კორპორაციები, რომლებიც ხმის უფლების მქონე აქციათა საერთო კონტროლის მექანიზმით არიან დაკავშირებულნი ერთმანეთთან და ფუნქციონირებენ როგორც ერთი სისტემის ან საწარმოს შემადგენელი ნაწილი, აფილირებული კორპორაციები ეწოდება. იხ. Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., vol. 1, 2010, P. 414. ამასთან, აშშ-ის ფასიანი ქაღალდების ფედერალური კანონი პირდაპირ განმარტავს, რომ „აფილირებული ან სუბიექტი აფილირებული კონკრეტულ პირთან (სუბიექტთან) ნიშნავს პირს, რომელიც ერთი ან რამდენიმე შუამავლის საშუალებით პირდაპირ ან არაპირდაპირ აკონტროლებს ან კონტროლდება სპეციალურად განსაზღვრული პირის მიერ ან საერთო კონტროლს ექვემდებარება აღნიშნულ კონკრეტულ სუბიექტთან ერთად (“An affiliate of, or person affiliate with, a specified person shall mean a person that directly, or indirectly through one or more intermediaries, controls or is controlled by, or is under common control with, the specified person”). იხ. SEC Rule 501 (b), 17 C.F.R. §230.501 (b) (2008).

<sup>632</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Volume 2, 2010, P. 570-580.

<sup>633</sup> შერწყმისა და შეძენის გარე სამართლებრივ ურთიერთობად შერაცხვას მასში მონაწილე პირთა სიმრავლე უდევს საფუძვლად. შერწყმის თუ შეძენის დროს სამართლებრივ შემხებლობას ორი ან მეტი საზოგადოება იჩენს, რომელიც შიდა მენეჯერული გადაწყვეტილების საფუძველზე



ემენტების ცვლილების განმაპირობებელი. კონვენსიას შიდა, ე.წ. მენეჯერული გადაწყვეტილება იწვევს, რომელსაც საფუძვლად მართვის ორგანოთა გადაწყვეტილება უდევს. ეს უკანასკნელი სს-ის სტრუქტურული ცვლილების ყოველგვარი მესამე ორგანიზაციის თუ პირის ჩარევისა თუ შემოსვლის გარეშე დემონტაჟისა თუ რეკლასიფიცირების დირექტივაა.<sup>634</sup> აღნიშნული საფუძვლების პრაქტიკული განხორციელება სს-ის აქტივებისა და პასივების სტრუქტურული ცვლილებების საბაზისო ქმედებაა. მის საპირწონედ, გასათვალისწინებელია სს-ის სტრუქტურული ელემენტების ცვლილების განსხვავება სს-ის რესტრუქტურიზაციისგან, უფრო სწორედ, მისი ვიწრო გაგებისგან.<sup>635</sup> ეს უკანასკნელი საზოგადოების დაშლის ან გაკოტრების წინარე პერიოდს უკავშირდება, როდესაც ხდება სს-ის ფინანსური ან/და ოპერაციული რეაბილიტირება. ორივე შემთხვევის კომბინირებული ვარიანტი კორპორაციის რესტრუქტურიზაციის კონკრეტულ სეგმენტს ქმნის. კორპორაციული რესტრუქტურიზაციის პროცესი სხვადასხვა მიმართულებისგან შედგება. როგორც ეკონომიკურ, ისე სამართლებრივ დოქტრინალურ სივრცეში, კორპორაციის რესტრუქტურიზაციის განვითარების ორი ძირითადი მიმართულება არსებობს: ოპერაციული<sup>636</sup> და ფინანსური რესტრუქტურიზაცია. თითოეული მათგანის ცვლილება კორპორაციის სტრუქტურულ ელემენტთა მოცემულობას ცვლის. ოპერაციული რესტრუქტურიზაცია, შინაარსობრივად, კომპანიის სრულ ან ნაწილობრივ გაყიდვას ან მისი სამეწარმეო საქმიანობის (*business/product line*) გასხვისებას, ან ბიზნესის კონკრეტული სფეროს არამომგებიანი და არასტრატეგიული მიმართულების დახურვით შემცირებას ან გაუქმებას მოიცავს. ოპერაციული რესტრუქტურიზაცია მესამე პირთა მონაწილეობას, თითქმის ყოველთვის, სავალდებულო პრეკონდიციად შეიცავს. განსხვავებით ოპერაციულისგან, ფინანსური რესტრუქტურიზაცია კომპანიის მიერ განხორციელებულ იმ ქმედებათა ნუსხას აღწერს, რომელიც კაპიტალის სტრუქტურის მაფორმირებელ ელემენტთა, სასესხო და შიდა დაფინანსების ურთიერთმიმართებათა დადგენას ემსახურება.<sup>637</sup> ქვემოთ მოცემული სქემატური დიაგრამა კორპორაციის რესტრუქტურიზაციის საფუძველთა შესახებ ნათელ სურათს ქმნის.<sup>638</sup>

გარე სამართლებრივ კავშირად ყალიბდება.

<sup>634</sup> შიდა სტრუქტურული ცვლილების საფუძვლებიდან აღსანიშნავია *spin-off*, *carve-out*, *divestiture* მექანიზმები. იხ. *Vishwahath, Krishnamurti*, Spin-Offs, Equity Carve-Outs and Targeted Stocks in: Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring, (edit. *Chandrashekar Krishnamurti, Vishwanath S.R.*), 2008, P. 275 – 329.

<sup>635</sup> იხ. *Claessens*, Policy Approaches to Corporate Restructuring around the World, in: *Corporate Restructuring*, (edit. *Pomerleano, Shaw*), 2005, P. 12.

<sup>636</sup> შინაარსობრივად ის კორპორაციული მართვის სტრატეგიებისა და კორპორაციის სტრუქტურული ელემენტების ცვლილებათა საფუძვლებს აერთიანებს.

<sup>637</sup> *Depamphilis*, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 18.

<sup>638</sup> იხ. დიაგრამა I.





ზემოაღნიშნულის გარდა, არსებობს კორპორაციის რესტრუქტურიზაციის საფუძველთა და მოტივთა სხვაგვარი დეტერმინაცია.<sup>639</sup> კორპორაციის რესტრუქტურიზაციის განხორციელება ორი - ფინანსური რესტრუქტურიზაციისა და ოპერაციული რესტრუქტურიზაციის საშუალებით,<sup>640</sup> ეკონომიკურ-სამართლებრივ საფუძველთა დივერგენსული ბუნებიდან გამომდინარეობს. პირველი მათგანი არსებული გაუფასურებული აქციების გამოთხოვითა და ახალი აქციების შეძენით ხორციელდება (*the dilution of equity and sale of new equity*), ხოლო მეორე - მენეჯმენტის ცვლილებითა და ძირითადი აქტივების გაყიდვით (*changes in management and major assets sales*).<sup>641</sup> თავის მხრივ, კორპორაციის რესტრუქტურიზაციის დაწყებას სხვადასხვა საფუძველები განაპირობებს,<sup>642</sup> რომელთა შორის შერწყმა და შეძენაც მოიაზრება. თუმცა, მოცემულ შემთხვევაში რესტრუქტურიზაცია განმარტებულ უნდა იქნეს არა კომპანიის რეაბილიტაციად გაკოტრების დაწყების საფუძველების არსებობისას, არამედ კორპორაციულ კომბინაციათა შედეგად ჩამოყალიბებულ საზოგადოებათა სტრუქტურული ელემენტების შიდა ორგანულ ცვლილებად. ამდენად, სს-ის რესტრუქტურიზაცია არის განსხვავებული სამართლებრივი მოცემულობის და ის უტოლდება საზოგადოების რეკონსტრუქციას ფინანსური თუ სხვა სახის

<sup>639</sup> Renneboog, Szilagyi, Corporate Restructuring and Bondholder Wealth, TILEC Discussion Paper, DP 2006-007, 2006, P. 3.

<sup>640</sup> ორივე სახეობა კორპორაციაში სინერგიზმის ზრდას უკავშირდება მაშინ, როდესაც სახეობა კორპორაციული კომბინაციებიდან ერთ-ერთი: შერწყმა ან შეძენა. იხ. V, 6.

<sup>641</sup> Pomerleano, Introduction: Toward Better Practices in Systemic Corporate Restructuring, in: Corporate Restructuring, Lessons from Experience, (edit. Pomerleano, Shaw), USA, 2005, P. XIV. ზოგადად, იხ. Fragen, Financial Restructuring: Techniques and Negotiating Dynamics, in: Corporate Restructuring, Lessons from Experience, (edit. Pomerleano, Shaw), USA, 2005, P. 331-382.

<sup>642</sup> მაგალითად, აქციონერთა აქტივიზმი, როდესაც კომპანიის მენეჯმენტი ძირითად აქცენტს *shareholders wealth*-ის ზრდისკენ მიმართავს; შიდა კონტროლის სისტემის ჩამოშლა, როგორც შერწყმის ან შეძენის შედეგი, როდესაც სამიზნე საზოგადოების აქციონერთა შემოსავალი იზრდება (Mergers and acquisitions enable transfer of assets to owners who value them most.); კაპიტალის სტრუქტურის ცვლილება, როდესაც კომპანია მოკლევადიან სესხებს გასცემს ფინანსური მოქნილობის შესანარჩუნებლად და მსესხებლის დასაცავად კომპანიის მოულოდნელი კოლაპსისგან. თუმცა, ამას კორპორაცია, ხშირად, მიჰყავს ოპერაციული (საექსპლოატაციო) და ფინანსური ბერკეტების გაერთიანებისკენ, რაც, თავის მხრივ, ზრდის ბიზნესის რისკებსა (ოპერაციული) და ფინანსურ რისკებს; ასევე, მენეჯერთა „ახლომხედველობა“ და „სიბეცე“, როდესაც წარმოიშობა ინტერესთა კონფლიქტი: მენეჯერები აქციონერთა ხარჯზე ცდილობენ გაზიდვას; ე.წ. *undervaluation*, რომელიც განპირობებულია ღირებულებათა შორის სხვაობით (*“value gap”*): ის არის აქციის მიმდინარე ღირებულებასა და მის პოტენციურ ღირებულებას შორის სხვაობის შედეგი (*the difference between current stock price and the potential price that would result from various improvements*). იხ. Vishwahath, Krishnamurti, Spin-Offs, Equity Carve-Outs and Targeted Stocks in: Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring, (edit. Chandrashekar Krishnamurti, Vishwanath S.R.), 2008, P. 277-284.



პრობლემების გადასაჭრელად.<sup>643</sup>

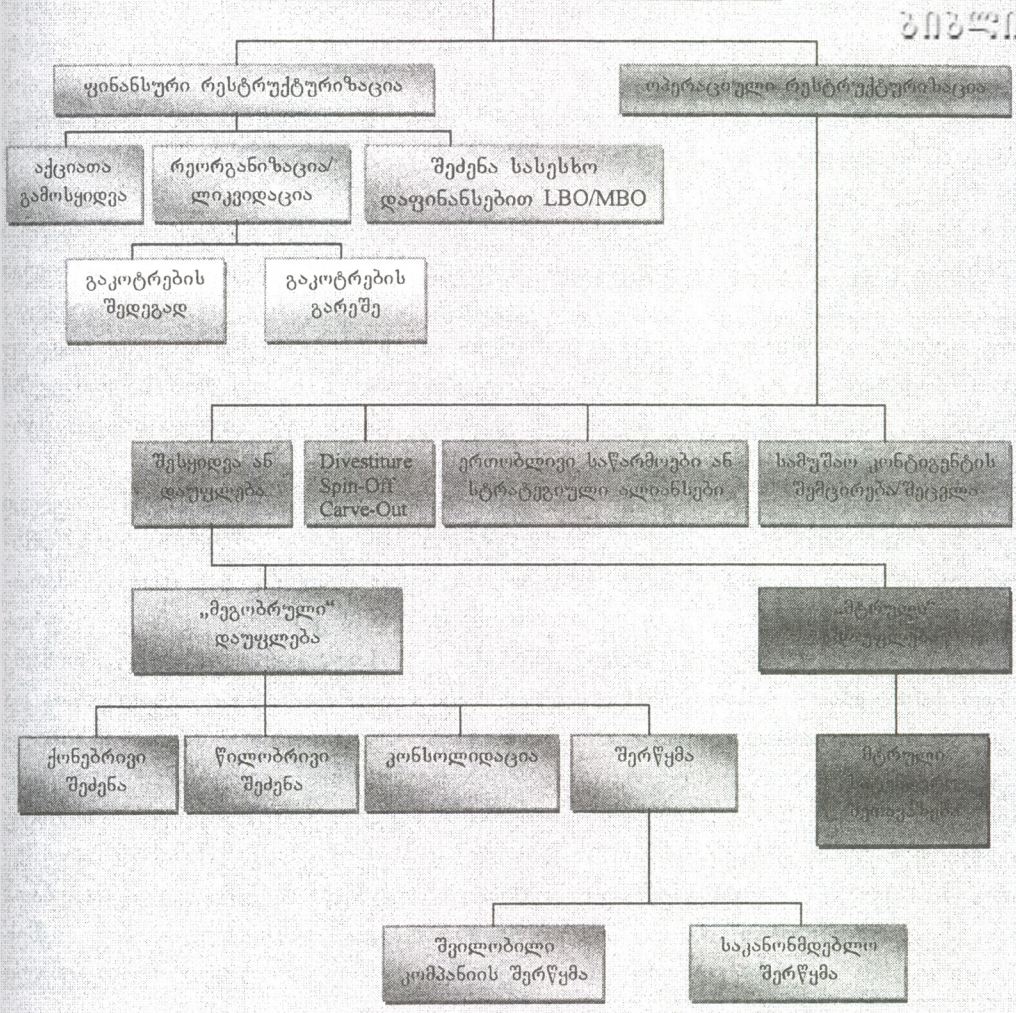
მოკლედ, შერწყმის და შეძენის შედეგები თვისებრივად განსხვავებულია კორპორაციის რესტრუქტურიზაციის და მისი შესრულების ისეთი საშუალებებისგან, როგორიც არის *equity carve-out*, *divestiture*, *spin-off* და *split-off*, რომელიც, ძირითადად, გამოიყენება წარუმატებელი M&A-ის შედეგების ანულირების ან მეტნაკლებად გამოსწორებისთვის.<sup>644</sup> სწორედ ზემოთ განხილული სტრუქტურული ელემენტები და მათში განხორციელებული ცვლილებებია კვლევის ობიექტივში, რამდენადაც სს-ის მენეჯმენტი, კაპიტალის სტრუქტურა, აქციონერთა სტრუქტურა, აქციათა სახეები და, ზოგადად, საზოგადოების კონტროლი კორპორაციის, როგორც „სამართლებრივად არქიტექტურული“ ქმნილების მთავარ საკადასტრო მონახაზს შეადგენს.

---

<sup>643</sup> შეად. Vishwahath, Krishnamurti, Spin-Offs, Equity Carve-Outs and Targeted Stocks in: Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring, (edit. Chandrashekar Krishnamurti, Vishwanath S.R.), 2008, P.286-298.

<sup>644</sup> Gaughan, Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings, 5<sup>th</sup> ed. 2011, P. 389-391.

კორპორაციის რესტრუქტურისა



დიაგრამა I. კორპორაციის რესტრუქტურისა მეთოდური გამოვლინებები



## 5.2. სს, როგორც კაპიტალურ საზოგადოებათა შორის კორპორაციულ კომბინაციათა სუბიექტი-ფაქტი ობიექტი

კორპორაციულ კომბინაციაში სს-ის სამართლებრივად ეგზისტენციალური ბუნების აღქმისათვის აუცილებელია მისი სტრუქტურული ცვლილების საფუძვლებისა და შემსრულებლების დიფერენცირება. სს-ის სტრუქტურული ელემენტების დესკრიფციული ანალიზის შემდეგ, ლოგიკური განვითარება, განსაზოგადოებელი ცვლილებების საფუძვლების ანალიტიკური მიმოხილვა იქნებოდა, თუმცა საფუძველთა განხილვამდე, გამართლებულია იმ სუბიექტთა თუ ობიექტთა განსაზღვრა, სადაც პირველი მათგანი (სუბიექტი) მეორე მათგანში (ობიექტი) ახორციელებს სტრატეგიულ ცვლილებას. თუ რის საფუძველზე შეიძლება მსგავსი შედეგის მიღება, ეს ქვემოთ განიხილება (იგულისხმება შერწყმა და შეძენა, როგორც ცვლილებების საფუძვლები).

თანამედროვე ეკონომიკურ ურთიერთობაში კორპორაციათა გამართულად ფუნქციონირების განმაპირობებელი ფაქტორი საწარმოთა შორის უკვე განხორციელებული, მიმდინარე და სამომავლო ურთიერთობა და მათი სამართლებრივი რეგულირებაა.<sup>645</sup> ეს ურთიერთობა მოიცავს კორპორაციის გარე ურთიერთობას სხვა კორპორაციასთან და არა კორპორაციის შიგნით მიმდინარე ისეთ ურთიერთობებს, როგორიცაა აქციონერთა საერთო კრება, აქციონერთა და მენეჯერთა, აქციონერთა და დირექტორთა ურთიერთობა და სხვა. განსახილველ თემას არსობრივი სპეციფიკაცია ახასიათებს: სს-ის გარე სამართლებრივი აქტივობა შიდა სტრუქტურულ აქტივობას (ცვლილებას) იწვევს. როგორც ყველა ურთიერთობას, ამ ურთიერთობისთვისაც აუცილებელია მინიმუმ ორი მხარე. მათ შორის სამართლებრივი კავშირი სახელშეკრულებო ურთიერთობათა საფუძველზე წარმოიშობა.<sup>646</sup> მაგრამ კორპორაცია<sup>647</sup> განხილულ უნდა იქნეს როგორც ამა თუ იმ კომბინაციის განხორციელების არსებითი შემადგენელი

<sup>645</sup> სამართლებრივი რეგულირების კუთხით უნდა გამოიყოს ნაციონალური და მულტინაციონალური აქტები. მაგალითისთვის, აშშ-ის ბიზნესს კორპორაციათა მოდელური კანონის მოდიფიცირებული ვარიანტი (*R.M.B.C.A.*), რომელიც ორ ან მეტ კორპორაციათა შორის განხორციელებულ ტრანზაქციებს ნაციონალურ დონეზე არეგულირებს და *Sherman Act*, *Clayton Act* და სხვა, რომელიც საერთაშორისო ტრანზაქციებსაც ეხება, სადაც აშშ დაფუძნებული (დარეგისტრირებული) კორპორაციაა ჩართული, როგორც მხარე. იხ. *ABA Section of Antitrust Law, Mergers and Acquisitions*, 3<sup>rd</sup> ed., 2008, P. 493-540.

<sup>646</sup> შერწყმის და შეძენის ხელშეკრულება სახელშეკრულებო თავისუფლების ნაყოფია ერთი განსხვავებით: მას შემდეგ, რაც ორი ან მეტი კორპორაცია გადაწყვეტს შერწყმას ან ერთი მეორის შეძენას და დაიწყებენ სტრატეგიების შემუშავებას, ისინი სახელშეკრულებო თავისუფლების პარალელურად საკანონმდებლო ნორმების ერთგვარი ზედამხედველობის ქვეშ ექცევიან, რომელთა დარღვევა ზიანის ანაზღაურების ვალდებულებას იწვევს. იხ. *Cox, Hazen, Business Organizations Law*, 3<sup>rd</sup> ed., 2011, P. 622-623.

<sup>647</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 1, 2010, P. 1-13.

ნაწილი, რომლის (ტრანზაქციის, კომბინაციის) სამართლებრივი და ეკონომიკური შედეგი მის ორგანიზაციულ ფორმასა<sup>648</sup> და სტრუქტურაზე აისახება. შესაბამისად, კორპორაცია წარმოადგენს დადებულ თუ დასაღებ გარკვეულ სუბიექტს, ხოლო შესრულების მთავარი ობიექტი შეიძლება იყოს როგორც თავად საწარმო,<sup>649</sup> ისე მისი მენეჯმენტი და მეწილეები, რომლის მიმართაც გარკვეული ვალდებულების შესრულების ან უფლებამოსილების განხორციელების აუცილებლობის საკითხი დგება. შეთანხმების შემსრულებელი კორპორაცია გარე სამართლებრივ ურთიერთობებში, როგორც წესი, სუბიექტად გამოდის, რასაც ამ ურთიერთობებში მისი, როგორც სამართალსუბიექტის,<sup>650</sup> მართვის ორგანოების, კერძოდ, დირექტორატის საშუალებით ადაპტირება ადასტურებს, ხოლო კორპორაციულ კომბინაციათა შედეგები სს-ის სუბსტანციურ სტრუქტურულ ერთეულებს, როგორც ობიექტს, ისე შეეწონება.

### 5.3. სს-ის შიდა სტრუქტურა, როგორც რესტრუქტურისაციის საფუძვლის (M&A) შედეგების შერაცხვის საშიშვე ობიექტი

ფირმა, როგორც ორგანიზაციული მოწყობის ერთეული, ერთგვარი მუდმივაა, რომელიც ყოველთვის მოძრაობაშია. ის ქმნის ახალ გეგმებს, ითვისებს ახალ სფეროებს, იკავებს ახალ და ტოვებს ძველ ბაზარს. ის, ასევე, ცვლის საკუთარ სტრუქტურას, აყალიბებს დამატებით ორგანოებს,<sup>651</sup> იერთებს ან უერთდება სხვა საწარმოს, ზრდის ან ამცირებს სასესხო დაფინანსებას, ხდება ანგარიშგაღებული (*going public*)<sup>652</sup> ან გარდაიქმნება დახურულ საწარმოდ (*going*

<sup>648</sup> მოიაზრება კანონში *numeraus clauses*-ის პრინციპით დადგენილი სამართლებრივი ფორმის ცვლილება.

<sup>649</sup> კაპიტალის სტრუქტურა, ორგანიზაციული ფორმა.

<sup>650</sup> კორპორაციის სამართალსუბიექტურობა მის კომბინაციის ობიექტად ყოფნასთან მიმართებით გამოიკვეთება სამეწარმეო საქმიანობის განმახორციელებელი სუბიექტის სამართლებრივი ნორმების რეგულირების ფარგლებში მოქცევის დროს, როცა საწარმო ხდება კანონის ნორმების რეგულირების სუბიექტი, ხოლო მისი ობიექტად ყოფნა წარმოჩინდება უშუალოდ კორპორაციათა შორის კომბინაციის განხორციელების პროცესში, სადაც ორი ან მეტი საწარმოს მმართველი ორგანოს თუ პირის მიერ ხდება გარკვეული ტრანზაქციის პირობებზე შეთანხმება, რომლის მთავარ ობიექტად საზოგადოებაა განსაზღვრული. იხ. *მახარობლიშვილი*, კორპორაციულ კომბინაციათა თავისებურებანი საწარმოთა შერწყმის პროცესში, წიგნში: საკორპორაციო სამართლის კრებული (რედ. ი. ბურდული), 2011, გვ. 276-279.

<sup>651</sup> მათში შეიძლება მოაზრებულ იქნეს კომიტეტები, კორპორაციული მდივანი, მოწვეულ დირექტორთა ინსტიტუტი და სხვა.

<sup>652</sup> Booth, Financing the Corporation, 2010, P. 684-830.



private)<sup>653</sup>, ყიდის ან ყიდულობს აქციებს ინვესტორისგან.<sup>654</sup> კორპორაციის მიერ ნებისმიერი სახის ქმედება, რომელიც ევენტუალურ შედეგებს სტრუქტურულ ერთეულებზე განავრცობს, ფუნდამენტური ცვლილებების საფუძველია. ეს იწვევს კორპორაციის მაფორმირებელ შიდა სტრუქტურულ ორგანიზაციის რეკონსტრუქციას, რაც საკონტროლო პაკეტის შეცვლის გარდაუვალი შედეგია.<sup>655</sup> ზემოაღნიშნული ყველა შესაძლო ქმედება კონტროლირებადი ტრანზაქციების შინაარსობრივი სეგმენტის შემცველია<sup>656</sup> მათ შორის მარგინალური ზღვრის არარსებობის პირობებში. თუმცა, ისინი, საბოლოო ჯამში, კორპორაციული მართვის განმახორციელებელ ორგანოთა/პირთა ორგანიზაციულად მოწყობილ ერთეულთა შორის უკვე დამკვიდრებულ სისტემურად ბალანსირებულ ურთიერთთანამშრომლობას, მართვის სხვადასხვა ასპექტში, ორგანოთა შორის ახალი მიმართებების დამკვიდრების მცდელობით, დისბალანსირებულ ხარვეზებს აჩენს. სწორედ „ახალ მიმართებათა დამკვიდრების მცდელობა“ კორპორაციის სტრუქტურული რესტრუქტურიზაციის საფუძველი. თავად ეს „მცდელობა“ კი კორპორაციულ ქმედებათა (ანუ ის, რაც საკანონმდებლო რეგულირებას სამეწარმეო კანონმდებლობით განიცდის), მოცემულ შემთხვევაში, შერწყმის და შეძენის პრაქტიკულ უტილიზაციაზეა დამყარებული.<sup>657</sup> M&A-ის გამოყენება შეძენის ან მიმაერთებელი (ეკვაიერი) კორპორაციისთვის სუბსტანციური მოგების მომტანია. მაგალითად, საკონტროლო პაკეტის შეძენა, მყიდველს საშუალებას აძლევს შეცვალოს სს-ის მენეჯმენტი და დააგეგმაროს შიდა სტრუქტურა მაქსიმალური მოგების მისაღებად.<sup>658</sup> მყიდველს სწამს, რომ ის უკეთ მართავს ფირმის აქტივებს და მზად არის კონტროლის მოსაპოვებლად გადაიხადოს პრემიუმდირებულება საბაზრო ღირებულებასთან მიმართებით.<sup>659</sup>

<sup>653</sup> კორპორაციის დელისტინგი ურთულესი საკითხია, რომელიც საფონდო ბირჟზე დარეგისტრირების პროცედურულ მხარეებთან ბევრ საერთო ფრაგმენტს ავლენს, თუმცა მას განსაკუთრებული თავისებურებები ახასიათებს. ვრცლად, იხ. *Borden, Arthur, Going Private, Law Journals Seminars-Press, 1982.*

<sup>654</sup> *Easterbrook, Fischel, The Economic Structure of Corporate Law, 1991, P. 109.*

<sup>655</sup> კორპორაციული კონტროლის გაყიდვასთან მიმართებით, იხ. *Cox, Hazen, Business Organizations Law, 2011, P. 288-295; Pinto, Branson, Understanding Corporate Law, 3<sup>rd</sup> ed., 2009, P. 302-310.*

<sup>656</sup> *Easterbrook, Fischel, The Economic Structure of Corporate Law, 1991, P. 109.*

<sup>657</sup> ცალსახად იმის თქმა, რომ აღნიშნული კორპორაციული ქმედება უპირობოდ იწვევს შიდა სტრუქტურულ, მათ შორის, საკუთრების ცვლილებას, დაუშვებელია. ყველა ქმედება „კონტროლირებადია“ მინიმუმ მასში მონაწილე პირთა მიერ სახელშეკრულებო დონეზე. შედეგად, რამდენად დადგება ცვლილებათა ეტაპი ამა თუ იმ კომპანიაში, ეს მხოლოდ ფიდეციური სტანდარტის საკითხია. იხ. *Easterbrook, Fischel, The Economic Structure of Corporate Law, 1991, P. 109-111.*

<sup>658</sup> *Easterbrook, Fischel, The Economic Structure of Corporate Law, 1991, P. 112.*

<sup>659</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 2, 2010, P. 326-332; Easterbrook, Fischel, The Economic Structure of Corporate Law, 1991, P. 126-129.* საწარმოს კონტროლის პირადი სარგებლიანობისა და მისი გაყიდვის შედეგების შესახებ, იხ. *Schuster, Efficiency in*

ნებისმიერ შემთხვევაში, საკონტროლო პაკეტის (კონტროლის) შეძენა, იქნება ეს სატენდერო შეთავაზებით თუ შერწყმის საფუძველზე მიღწეული, კონვენ-გენსულად აისახება აქციონერთა სტრუქტურაზე,<sup>660</sup> რამეთუ იცვლება ფირმის ძირითადი პაკეტის მესაკუთრე პირი;<sup>661</sup> მათ უფლება-მოვალეობებზე, კაპიტალის სტრუქტურაზე, გამომდინარე შემძენის/მიძიებლის მიზნებიდან თუ რა სახის ფინანსური სტრუქტურა უნდა შექმნას, როგორ მოიზიდავს კაპიტალს – სასესხო დაფინანსებით თუ კორპორაციული თანხებით;<sup>662</sup> რა სახის კორპორაციული მართვის ორგანოთა<sup>663</sup> სტრუქტურას შექმნის და როგორ განსაზღვრავს მის საექსპლოატაციო ხარჯებს და ა.შ.; მოახდენს საზოგადოების დელისტინგს თუ სხვა კაპიტალის ბაზარს აითვისებს (რომელიც ხარჯებთან არის დაკავშირებული); დაბოლოს, თითქმის მთლიანი ქონებისა და აქციების ყიდვის შემდეგ დაიწყებს თუ არა სამიზნე საზოგადოების ლიკვიდაციის პროცესს. აღნიშნული შესაძლო ქმედებები იმ საკითხთა არეალს განეკუთვნება, რომელიც M&A-ის შედეგად კორპორაციული უფლებამოსილებით აღჭურვილი პირის ძალაუ-ფლების მიზნობრივი რეალიზაციის თანმდევა.

## 6. I შუალედური დასკვნა

სააქციო საზოგადოების სტრუქტურული ელემენტები გადამწყვეტი მნიშვნელობის ფუნქციური დატვირთვის მატარებელი კომპონენტებია რესტრუქტურიზაციის პროცესის შედეგების სრულფასოვნად წარმოჩენის, კომპეტენტური ანალიზისა და ობიექტური შეფასებისთვის. მისი შინაარსობრივი მხარის მაფორმირებელ სტრატეგიულ ელემენტთა ძირითადი არეალი მოიცავს სამეწარმეო ეკონომიკური საქმიანობის დაწყებადაუცილებელ კაპიტალს<sup>664</sup> მისივე სტრუქტურული ელემენტებითა და სს-ის კაპიტალის პროვაიდერთა მხრიდან კონტროლს, მისივე განხორციელების მექანიზმებით. ამ კუთხით, სს-ის სტრუქტურაში ფუნდამენტური ცვლილებების განხორციელების ობიექტის იდენტიფიცირება მისი ელემენტების კლასიფიკაციის აუცილებლობას განსაზღვრავს. კვლევის შედეგების მიხედვით, სს-ის სტრუქტურული ელემენტები ერთმანე-

Private Control Sales – The Case of Mandatory Bids, 2010, P. 2-42; *Sepe, Rogers*, Private Sale of Corporate Control: Why The European Mandatory Bid Rule is Inefficient, 2010, P. 3-54.

<sup>660</sup> აქციონერთა სტრუქტურის ცვალებადობა, შესაძლოა, კორპორაციის მესაკუთრეთა სტრუქტურის ცვლილებასთან იქნეს გათანაბრებული, მიუხედავად იმისა, აქციონერთა სტრუქტურა განიხილება თუ არა, ერთი მხრივ, როგორც მსხვილ და წვრილ (ე.წ. „მიმოფანტულ“) აქციონერებად, თუ, მეორე მხრივ, მაკონტრელელებად და მცირე აქციონერთა ერთობლიობად. ფირმის დიფერენცირებულ მესაკუთრეთა შესახებ, იხ. *Hasnmann*, Ownership of Enterprise, 1996, P.53-227.

<sup>661</sup> *Booth*, Financing the Corporation, 2010, P. 116.

<sup>662</sup> *Booth*, Financing the Corporation, 2010, P. 79-80.

<sup>663</sup> *Easterbrook, Fischel*, The Economic Structure of Corporate Law, 1991, P.162.

<sup>664</sup> *Booth*, Financing the Corporation, 2010, P. 17-19.



თისგან იმიჯნება ორგანიზაციული მართვისა და შინაარსობრივად სტრატეგიულ ასპექტთა ორ სხვადასხვა მიმართულებაში. პირველი, ეს არის სს-ის ორგანიზებული მართვის ორგანული მოცემულობა, რომელიც წარმოადგენს აქციონერთა საერთო კრების, სამეთვალყურეო საბჭოსა და დირექტორატის სახით. პირველისგან განსხვავებით, მეორე მიმართულების მოცემულობას, სს-თვის სტრატეგიულად სახასიათო ორი თანაბარმნიშვნელოვანი ელემენტი - კაპიტალი და კონტროლი ქმნის. მიმდინარე კვლევის შედეგებსა და კაპიტალურ საზოგადოებათა სტრუქტურულ ცვლილებათა განხორციელებას შორის დამაკავშირებელი ხაზი სს-ის რესტრუქტურიზაციის განხორციელების მეთოდურ შეძენა-შერწყმის<sup>665</sup> სარეალიზაციო ეფექტის სამიზნე ობიექტზე გადის. სხვა სიტყვებით, აღნიშნული კვლევის მიზანი კორპორაციათა შეძენა-შერწყმის სამართლებრივ-ეკონომიკური შედეგების ასახვის სამიზნე ელემენტების მონიშვნაში მდგომარეობდა. სს-ის ძირითადი სტრუქტურული ელემენტების დესკრიციული ანალიზის შემდგომ, მიზნის მიღწევისთვის აუცილებელია შეძენა/შერწყმის სტრატეგიული შესრულების, მისი გამოვლენის ტაქტიკური ასპექტებისა და არასასურველი ეფექტის თავიდან აცილების მეთოდთა პორტალური ურთიერთშეპირისპირება და შედარებითსამართლებრივ კონტექსტში წარმოჩენილი დოგმატურ-თეორიული გააზრება.

<sup>665</sup> ამ შემთხვევაში არა მხოლოდ კორპორაციის, როგორც საწარმოს შეძენაზე შეიძლება ყურადღების გამახვილება, არამედ საზოგადოებაში კონტროლის, იგივე საკონტროლო მონაწილეობის შეძენაზეც. იხ. *Dyck, Zingales, Private Benefits of Control: An International Comparision, 2001, P. 1-39; Schuster, Efficiency in Private Control Sales – The Case of Mandatory Bids, 2010, P. 2-42; Sepe, Rogers, Private Sale of Corporate Control: Why The European Mandatory Bid Rule is Inefficient, 2010, P. 3-54.*

# IV. M&A, როგორც სს-ის სტრუქტურული რესტრუქტურისა და სტრატეგიული საფუძველი, მისი სახეები და შესრულების ამთოლები



## 1. M&A, როგორც საწარმოში ფუნდამენტური სტრუქტურული ცვლილებების განხორციელების საფუძველი

ყველა კორპორაციული ცვლილება მიზეზობრივ კავშირშია ამა თუ იმ კორპორაციულსამართლებრივ და ვალდებულებითსამართლებრივ ქმედებასთან. საწარმოთა შექმნა ან მათი დაუფლება კაპიტალის ბაზარზე ეკონომიკურ ურთიერთობათა გლობალიზაციის სიმპტომური მახასიათებელი ნიშანია. ტრანზაქციითა ფართო სპექტრი მასში მონაწილე პირთა მიმართ ვალდებულებათა დიაპაზონს ზრდის, ხოლო მათი შეუთავსებელი თანხვედრა ან წარმომადგენლის (agent) ოპორტუნიზტული ქმედება<sup>666</sup> აქციონერებსა და მენეჯერებს შორის ინტერესტთა კონფლიქტს წარმოშობს.<sup>667</sup> ინტერესთა კონფლიქტი შეუთანხმებელი სტრუქტურული ცვლილებისა თუ ქმედების<sup>668</sup> შედეგია,<sup>669</sup> რის გამოც მცირდება კორპორაციის მართვის სინერგიული ეფექტის მიღწევის შანსები.

კორპორაციული კომბინაცია, როგორც ფუნდამენტური ცვლილების მეთოდი, კაპიტალის ბაზრის საშუალებით სამიზნე საზოგადოების სტრუქტურაში შეღწევას უზრუნველყოფს.<sup>670</sup> კომბინაციითა შორის შექმნის წინა პლანზე წამოწ-

<sup>666</sup> Williamson, The Economic Institutions of Capitalism, 1985, P. 47-49. მითითებულია: Kraakman, Armour, Davies, Enriques, Hansmann, Hertig, Hopt, Kanda, Rock, Edward, The Anatomy of Corporate Law, A Comparative and Functional Approach, 2<sup>nd</sup> ed., 2009.

<sup>667</sup> Armour, Hansmann, Kraakman, Agency Problems and Legal Strategies, in: The Anatomy of Corporate Law, 2<sup>nd</sup> edition, 2009, P. 21.

<sup>668</sup> მაგალითად, არახელსაყრელი ტრანზაქციის დადება ან ინტერესთა კონფლიქტის არსებობის განუცხადებლობა (უმოქმედობა).

<sup>669</sup> Clark, Corporate Law, 1986, P. 401.

<sup>670</sup> შესაძლებელია საგამონაკლისო შემთხვევად კერძო მოლაპარაკებით აქციითა შექმნის გამოყოფა, თუმცა „კერძო მოლაპარაკება“ შინაარსობრივად სულაც არ ნიშნავს საფონდო ბირჟისგან თავის არიდებით აქციითა შექმნას, ის შინაარსობრივად კაპიტალის ბაზარზე, აქციითა შექმნას სხვადასხვა აქციონერთა მხრიდან მოიცავს (მისი ვიწრო გაგებით). აქციითა შექმნა უშუალოდ აქციონერთა ხელიდან შესაძლებელია ორი მეთოდით: პირველი, შემსყიდველის მიერ ერთჯერადი სატენდერო შეთავაზებით სამიზნე საზოგადოების ნებისმიერი აქციონერის აქციითა შესაძენად (კლასიკური სატენდერო შეთავაზება), თუმცა მისი აცილება სამიზნე საზოგადოების მენეჯმენტს შეუძლია და მეორე, აქციონერთა მიმართ განსხვავებულ ადგილას და დროს, პირდაპირი მოლაპარაკების წარმოება აქციითა შესაძენად, როდესაც უკვე შესაძლებელია საზოგადოებაში კონტროლის შეცვლა მენეჯმენტისგან დამოუკიდებლად. იხ. Clark, Corporate Law, 1986, P. 420. საჯარო ფასიან ქაღალდებთან მიმართებით იდენტურ დანაწესს შეიცავს „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ კანონის მე-18 მუხლის პირველი პუნქტი.



ევას მისი ფართო ცნებითი კატეგორია განსაზღვრავს,<sup>671</sup> რამდენადაც, როგორც წესი, არსებობს ერთი საზოგადოების მიერ მეორე საზოგადოების შექმნა ან დაუფლება (ფართო გაგებით), ხოლო მისი საბოლოო ლიკვიდაციური შედეგების მიღწევის უამრავი მექანიზმი - დაწყებული კონტროლის სახელშეკრულებით შექმნით, გაგრძელებული კონტროლის სატენდერო შეთავაზებით მოპოვებით და დამთავრებული სამიზნე საზოგადოების შერწყმით ან ლიკვიდაციით.<sup>672</sup> აღნიშნული მექანიზმები შექმნის დეტალური ანალიზის ინსტრუმენტალური ბერკეტებია და მათი ანალიტიკური მომხილვა ქვემოთ იქნება წარმოდგენილი.

ერთი საზოგადოების მიერ მეორეზე კონტროლის მოპოვების შემდგომ ეტაპს შემქმნის თავდაპირველი „ჩანაფიქრის“ გაცხადება მოსდევს. მას შესაძლებელია განზრახული ჰქონდეს მეორე საწარმოს შექმნით კონკრეტული საბაზრო სეგმენტის უკეთ ათვისება და სინერგიული ეფექტის მიღწევა.<sup>673</sup> თუ შემქმნი სინერგიზმის მიღწევას ცდილობს, მას სს-ში ცვლილებათა პაკეტის შემუშავება მოუწევს. ეკვაირის წმინდა შემოსავლების მაქსიმირების მიზანი, თუ ასეთ შემოსავალს ელოდება, რეალურად, დანიშნულებას კორპორაციულ სტრუქტურაში სუბსტანციური ცვლილებების განხორციელებით, მენეჯმენტის შეცვლითა და სასურველი მართვის ინსტალირებით აღწევს. შემქმნის მიერ პერსპექტიული სრუქტურული ცვლილება ორი მნიშვნელოვანი ფაქტორით იზომება: სამიზნე საზოგადოების არსებული მენეჯმენტი უმწეო აღმოჩნდა და გაუშვა კომპანიის ღირებულების გაზრდის შესაძლებლობა ან შემქმნს მიაჩნია, რომ მან იცის ის მეთოდები და საშუალებები, როგორ გააუმჯობესოს საკუთარი ბიზნესი სამიზნე საზოგადოების ხარჯზე.<sup>674</sup> ამას დინამიკური საბაზრო პირობები განაპირობებს, რამდენადაც აქცია, თავისი ბრუნვაუნარიანი ხასიათით, სამეწარმეო საქმიანობაში თითოეული ფირმის შიდა ბიზნესსტრატეგიებისა და წარმოდგენების შეცვლას ემსახურება.<sup>675</sup> კორპორაციულ კომბინაციათა თუ რომელ მეთოდს აირჩევს შემქმნი საზოგადოება, კომბინირებულად არის დამოკიდებული ბიზნესსაქმიანობის ნორმატიულ რეგულაციებსა და ფინანსურ რეალობაზე.<sup>676</sup>

გასათვალისწინებელია ყოველი კომბინაციური მექანიზმისთვის დამახასი-

<sup>671</sup> რამაც განაპირობა სს-ის სტრუქტურაში ცვლილების საფუძვლად შექმნის დომინირებულ დეტერმინატად წამოწევა.

<sup>672</sup> Clark, Corporate Law, 1986, P. 418 et seq.

<sup>673</sup> სინერგიის მიღების კლასიკურ მაგალითად არის მიჩნეული ორი კომპანიის კოპერაცია, როდესაც დამატებითი ღირებულების შექმნის მექანიზმი კორპორაციის გაუმჯობესებული პერფორმანსია, რომელსაც „2X2=5“ ინდუქციური მაგალითი უდევს საფუძვლად. იხ. Sankaran, Vishwanath, Diversification via Acquisition in: Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring, (edit. Chandrashekar Krishnamurti, Vishwanath S.R.), 2008, P. 6.

<sup>674</sup> აღნიშნულ ფაქტორთა ანალიზი შემქმნის მიერ შექმნაზე შეთავაზების გაკეთებამდე ხორციელდება. იხ. Easterbrook, Fischel, The Economic Structure of Corporate Law, 1991, P. 163.

<sup>675</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 9.

<sup>676</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 8.

ათბელი დადებითი და უარყოფითი მხარეების ანალიზი, იქნება ეს ტრანზაქციის ფინანსური უზრუნველყოფა თუ საგადასახადო საკითხები,<sup>677</sup> რაც ნათელს უხატავს შექმნის იმ გამოსაყენებელ მეთოდთა შესახებ, რომლითაც კორპორაციას შორის ყველაზე წარმატებული ტრანზაქციული შედეგება. შედეგების წარმატებულობა სტრუქტურულ ცვლილებათა დივერსიფიცირებული ანალიზის ობიექტს წარმოადგენს. მათ (შეძენასა და სტრუქტურულ ცვლილებას) შორის დამაკავშირებელი ჰორიზონტალური ველი ამ მექანიზმთა დოგმატური და პრაქტიკული პრიზმის დესკრიფციულ-რეტროსპექტრულ კვლევას მოიცავს. ლოგიკური ჯაჭვის მომდევნო რგოლი შეძენისა და მისი გამოყენების საშუალებათა სამართლებრივ კვლევაში მდგომარეობს.

## 2. კორპორაციითა შერწყმისა და შეძენის გენეზისი

ცხოვრების პირველი წესი ბიზნესის პირველი წესიცაა – შეეწყვე ან მოკვდი.

*Alan M. Weber*

საკორპორაციო სამართლის პოსტმოდერნისტული სახე კაპიტალის ბაზრის განვითარების აფირმატული პროცესების დიფუზიურ კომპლექს წარმოადგენს. მეოცე საუკუნეში ის გასცდა ინტრანაციონალურ ჩარჩოებს და კაპიტალის

<sup>677</sup> საგადასახადო კუთხით მნიშვნელოვანია დასაბეგრი და საგადასახადო გადასახადისგან თავისუფალი ტრანზაქციისა თუ კომბინაციის ერთმანეთისგან გამიჯვნა. ოპტიმალური საგადასახადო ასპექტების შემცველი კორპორაციული კომბინაციის კონსტრუქტირება პრაქტიკოსი იურისტის საუკეთესო კაუტელარული პრაქტიკის მაფორმირებელია. აშშ-ში კორპორაციულ კომბინაციათა ნაწილი, მაგალითად, საკანონმდებლო შერწყმა თავისუფლდება ასეთი გადასახადისგან, მაშინ როცა შეძენა აქციათა შესყიდვით (*cash-for-stock acquisition*) დაბეგვრადი ტრანზაქციაა. Ginsburg, Levin, Mergers, Acquisitions, and Buyouts, A Transactional Analysis of the Governing Tax, Legal and Accounting Considerations, Vol. 2, 2003, chap. 6, P. 16; Freund, Anatomy of Merger, 1975, P. 82-87; Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials, 2000, P. 690-695. ქართულ რეალობაში თითქმის იდენტური დანაწესის შემოტანის მცდელობა წარმოდგენილი საგადასახადო კოდექსის 152-ე მუხლში, რომლის მე-2 და მე-3 ნაწილი ქონების ან წილის გადაცემას რეორგანიზაციის მხარეთა შორის ქონების რეალიზაციად არ თვლის, ანუ ამავე კოდექსის მე-80 მუხლის მე-5 ნაწილით განმარტებულ ქონების რეალიზაციიდან მიღებულ შემოსავალს, რომელიც დაბეგვრადია, საგადასახადო ვალდებულებისგან ათავისუფლებს. გადასახადისგან გათავისუფლების საფუძველად რეორგანიზაციის ფაქტის არსებობაა აღებული. სხვა სიტყვებით, რეორგანიზაციის პროცესში წარმოშობილი ნებისმიერი სახის დაბეგვრის ობიექტს, რომელიც საგადასახადო კოდექსის ზოგადი წესებით დაბეგვრადია, რეორგანიზაციის პროცესის სპეციალური მუხლი (152მ.) გადასახადისგან ათავისუფლებს ნამეტის დაუფიქსირებლობის ბაზისზე. შეად. ნადარაია, როგავა, რუხაძე, ბოლქვაძე, საქართველოს საგადასახადო კოდექსის კომენტარი, §§ 1-155, გვ. 730-742. რაც შეეხება წილობრივ და ქონებრივ შეძენას ნაღდი ფულით, ის საგადასახადო დაბეგვრის ჩვეულებრივ რეჟიმში ექცევა. იხ. საგადასახადო კოდექსის 152-ე მუხლის მე-7 ნაწილის ბ) და გ) პუნქტები.



ბაზრის გავლით მოიცვა სუპრანაციონალურ კორპორაციათა შორის ურთიერთობები, რომლებიც თანამედროვე გლობალურ ეკონომიკურ ამინდს ქმნიან.<sup>678</sup>

სამეწარმეო ინდუსტრიაში *M&A* არ არის ახალი ფენომენი, მისი განვითარება აშშ-ში მე-19 საუკუნის დასასრულსა და მე-20 საუკუნის ადრეულ პერიოდში დაიწყო. ამ პერიოდში, მერჯერისა და შეძენის ინსტრუმენტალურ მეთოდთა გამოყენებით, აშშ-ში ფუნქციონირებადი 3000-მდე კორპორაცია გაქრა. ინდუსტრიული ბუმი ნავთობპროდუქტების, ტრანსპორტირების ტექნოლოგიური დახვეწის, რკინისა და რკინიგზის და სხვა მსგავსი მიმღე წარმოების განვითარებამ ჩამოაყალიბა.<sup>679</sup> ამერიკული კომპანიები ცდილობენ შერწყმის ან შეძენის გზით მონოპოლიური მდგომარეობა დაიკავონ ბაზარზე.<sup>680</sup> მანუფაქტურული მრეწველობა გამოირჩეოდა ვერტიკალური<sup>681</sup> და პროდუქტიული კავშირების გაფართოების<sup>682</sup> მცდელობით, ასევე, ჰორიზონტალური აქტივობებით,<sup>683</sup> რომელსაც ეკონომიკური გარემო მონოპოლიურ ან დიპოლიურ მდგომარეობამდე მიჰყავდა.<sup>684</sup> თუმცა ისინი, ძირითადად, კრახს განიცდიდნენ, რადგან ვერ აღწევდნენ ეფექტურობასა და ოპერაციული (საექსპლოატაციო) ხარჯების შემცირებას ანუ სინერგიული ეფექტის ზრდას. კორპორაციულ კომბინაციათა წარუმატებლობას 1903 წელს აშშ-ის ეკონომიკურმა რეცესიამაც შეუწყო

<sup>678</sup> მსოფლიო საინვესტიციო გარემოს შესახებ 2012 წლის UNCTAD (ვაჭრობისა და განვითარების გაერთიანებული ერების კონფერენცია) მოხსენების თანახმად, 2011 წელს საერთაშორისო მერჯერთა რაოდენობა გაიზარდა 53%-ით და შეადგინა 526 მილიარდი დოლარი. იხ. World Investment Report 2012, P. 16.

<sup>679</sup> Halibozek, Kovacich, Mergers and Acquisition Security, 2005, P. 22.

<sup>680</sup> საბაზრო დაფარვის არეალის გაფართოების დროს, გაერთიანებული კომპანიები აწარმოებენ ერთნაირ საქონელს, თუმცა ისინი მის რეალიზაციას გეოგრაფიულად განსხვავებულ ადგილას მდებარე ბაზარზე ახდენენ. Ravenscraft, Scheler, Mergers, Sell-offs, & Economic Efficiency, 1987, P. 23.

<sup>681</sup> ვერტიკალური გაერთიანების შინაარსობრივი დატვირთვა მდგომარეობს ორი ისეთი კომპანიის გაერთიანებაში, რომელთაც მერჯერამდე პოტენციური მყიდველ-გამყიდველის ურთიერთობა ჰქონდათ. იხ. Ravenscraft, Scheler, Mergers, Sell-offs, & Economic Efficiency, 1987, P. 22.

<sup>682</sup> პროდუქტიული გაფართოების დროს შეძენი და შეძენილი კომპანიები ფუნქციონალურად დაკავშირებულ პროდუქციას ან სადისტრიბუციო საკმიანობას ეწევიან, მაგრამ ისინი პირდაპირ შემხედლობაში არ არიან ერთმანეთთან. Ravenscraft, Scheler, Mergers, Sell-offs, & Economic Efficiency, 1987, P. 23.

<sup>683</sup> ჰორიზონტალური აქტივობის დროს, გასაერთიანებელი კომპანიები ერთი და იგივე ერთ ან რამდენიმე პროდუქტს აწარმოებენ და ოპერირებენ გეოგრაფიულად ერთი და იგივე ადგილას მდებარე ბაზარზე. Ravenscraft, Scheler, Mergers, Sell-offs, & Economic Efficiency, 1987, P. 22.

<sup>684</sup> „დიპოლია“ მეწარმე სუბიექტთა შორის პოპოგენური პროდუქტის ფასებით კონკურენციას ნიშნავს. Church, Conglomerate Mergers, in 2 Issues in Competition Law and Policy, ABA Section of Antitrust Law, 2008, P. 1533; Langenfeld, Non-Horizontal Merger Guidelines in the United States and the European Commission: Time for the United States to Catch up?, 16 Geo. Mason L. Rev., 2009, P. 862-863.

ხელი, რამაც 1904 წლის კაპიტალის ბაზრის ნგრევა გამოიწვია.<sup>685</sup> პარალელურად, აშშ-ის უზენაესმა სასამართლომ კონგრესის მიერ 1890 წელს მიღებული შერმანის აქტის (*Sherman Act*)<sup>686</sup> ანტიმონოპოლიური მერჯერების მნიშვნელოვანი მღერ საბრძოლველად გამოყენება დაიწყო,<sup>687</sup> რამაც 1911 წელს ისეთი დიდი კორპორაციის დესტრუქციული კოლაპსი გამოიწვია, როგორიც, მაგალითად, *Standard Oil Company* იყო.<sup>688</sup> მომდევნო წლებში მერჯერისა და შეძენის ახალი ტალღა პარაბოლის პრინციპით ვითარდებოდა – 1929 წლის აშშ-ის ეკონომიკური კრიზისიდან ვიდრე 1999 წლამდე<sup>689</sup> რამდენიმე აღმასვლა და შემდეგ მნიშვნელოვანი შენელება<sup>690</sup> შეინიშნება.<sup>691</sup> განსხვავებით მე-19 საუკუნის დასაწყისში არსებული მონოპოლიური გაერთიანებებისა, 20-იან წლებში შეინიშნებოდა ოლიგოპოლური<sup>692</sup> მერჯერები.<sup>693</sup> მომდევნო ეტაპი ამერიკულ ეკონომიკურ-სამართლებრივ რეალობაში აისახა 1968 წელს, რომელმაც შებრუნებული სახე მიიღო წინა წლებთან მიმართებით. აღნიშნულ პერიოდში<sup>694</sup> იწყება კონგლომერირებული გაერთიანებების ერა.<sup>695</sup> ეს უკანასკნელი განსაკუთრებული ზეგავლენით გამოირჩევა ეკონომიკაზე, პოლიტიკასა და სოციალურ ურთიერთობებზე.

<sup>685</sup> *Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials, 2000, P. 2-4.*

<sup>686</sup> „შერმანის აქტის“ მიღებისთანავე აშშ-ის საკანონმდებლო სივრცეში ის მრავალი დისკუსიისა და დებატის საფუძველი გახდა. შერმანის აქტი პირდაპირ იყო მიმართული მართლსაწინააღმდეგო კორპორაციული კომბინაციების წინააღმდეგ. იხ. *Wickersham, The Sherman Anti-Trust Law, in: Some Legal Phases of Corporate Financing, Reorganization and Regulation, 1917, P. 235-274.*

<sup>687</sup> შეად. ქირია, ქერაშვილი, *Mergers & Acquisitions – საწარმოთა შერწყმა და შეძენა (სამართლებრივი საფუძვლები)*, „სამართლის ჟურნალი, №1, 2012, გვ. 163-164.

<sup>688</sup> *Halibozek, Kovacich, Mergers and Acquisition Security, 2005, P. 23.*

<sup>689</sup> 1990-დან 1999 წლამდე აშშ-ში შესრულებულ მერჯერთა სტატისტიკა, იხ. *Halibozek, Kovacich, Mergers and Acquisition Security, 2005, P. 29.*

<sup>690</sup> აშშ-ში *M&A*-ის მიმდინარეობის მეოცე საუკუნის პანორამისთვის, იხ. *Halibozek, Kovacich, Mergers and Acquisition Security, 2005, P. 22-30.*

<sup>691</sup> 1990-იან წლებში აშშ-ში შეძენითი ტრანზაქციების ღირებულებამ 1.3 მილიარდ დოლარს გადაჭარბა, ხოლო 1999 წლისთვის საერთაშორისო შერწყმის და შეძენის საერთო ღირებულებამ 720.1 მილიარდს. იხ. *Sankaran, Vishwanath, Diversification via Acquisition, 2008, P. 1.*

<sup>692</sup> ტერმინი მომდინარეობს *George J. Stigler*-სგან, რომელიც აღნიშნავს ბაზრის სტრუქტურას, სადაც მარკეტინგული და ინდუსტრიული გარემო დომინირებულად მცირე გამყიდველთა ხელშია მოქცეული. იხ. *Stigler, Monopoly and Oligopoly by Merger, American Economic Rev., Vol. 40, 1950, P. 23-34.*

<sup>693</sup> *Ravenscraft, Scheler, Mergers, Sell-offs, & Economic Efficiency, 1987, P. 22.*

<sup>694</sup> *Golbe, White, Mergers and Acquisitions in the U.S. Economy: An Aggregate and Historical Overview, in: Mergers and Acquisitions, (edit. Alan Auerbach), 1988, P. 25-47.*

<sup>695</sup> კონგლომერატი ისეთ გაერთიანებას აღნიშნავს, რომელშიც მონაწილე ანუ გასაერთიანებელ კომპანიებს სამეწარმეო საქმიანობის საგანი და ბაზარი ერთმანეთისგან განსხვავებული აქვთ. *Ravenscraft, Scheler, Mergers, Sell-offs, & Economic Efficiency, 1987, P. 22-23, 36-45.* კონგლომერაციულ გაერთიანებათა ათწლეულად მოხსენიებულია 1960-1970 წლები. იხ. *Frensch, The Social Side of Mergers and Acquisitions, 2007, P. 15.*



არსებობს მრავალი პოპოთეზა კონგლომერატის ფუნდამენტურ ეკონომიკურ მახასიათებლებზე, რომელთაგან ბაზრის კონცენტრაცია,<sup>696</sup> მისი მოცულობა და გეოგრაფიული დისპერსია<sup>697</sup> არსებით გავლენას ახდენს სოციალურ გარემოზე.<sup>698</sup> მსგავსმა ფაქტორებმა განაპირობა ამერიკულ ეკონომიკურ-იურიდიულ ლიტერატურასა და გარემოში მასზე ყურადღების გადატანა.<sup>699</sup> ნებისმიერ შემთხვევაში, მერჯერის ისტორიულ გამოვლინებათა<sup>700</sup> შორის არსებობს რამდენიმე საერთო ნიშანი, რამაც მისი აქტიური გამოყენება განაპირობა. პირველი, ეს ეკონომიკური უწყვეტად მზარდი, დაბალი ან „ხანდაზმული“ კოეფიციენტი, რომელიც ახალი ტექნოლოგიებისა თუ მძიმე ინდუსტრიულ განვითარებას ან სტაგნაციას უკავშირდება. მეორე, ეს არის მზარდი კაპიტალის ბაზარი, რომლის განვითარება უპირობო საფუძვლად იქცა კორპორაციათა შორის ტრანზაქციული ბუმის გამოსაწვევად.<sup>701</sup>

„მერჯერული ტალღის“ ისტორიულ-ანალიტიკური კვლევა მას აგრეგატულ ეკონომიკურ ფენომენთა კატეგორიაში მოიაზრებს, რომელიც გავლენას ახდენს, ფართო გაგებით, მთლიან ეკონომიკაზე, ქვეყნებსა და ინდუსტრიულ სტრუქტურაზე. მისი, შედარებით ვიწრო დეფინიცია, კორპორაციის მესაკუთრეთა და კორპორაციული სტრუქტურის ცვლილებაში პოულობს შინაარსობრივ განვრცობას.<sup>702</sup> ნაშრომის არსებითი დატვირთვა უკანასკნელ, კორპორაციულ სტრუქტურაში, შერწყმის და შეძენის პანორამულ ფონზე, ფუნდამენტური ცვლილების სუბსტანციურად მნიშვნელოვან სეგმენტთა კვლევაში მდგომარეობს.<sup>703</sup>

<sup>696</sup> *Siegfried, Sweeney*, The Social and Political Consequences of Conglomerate Mergers, in: *Mergers and Acquisitions*, (edit. *Keenan, White*), 1982, P. 70-72.

<sup>697</sup> *Siegfried, Sweeney*, The Social and Political Consequences of Conglomerate Mergers, in: *Mergers and Acquisitions*, (edit. *Keenan, White*), 1982, P. 73-74.

<sup>698</sup> *Siegfried, Sweeney*, The Social and Political Consequences of Conglomerate Mergers, in: *Mergers and Acquisitions*, (edit. *Keenan, White*), 1982, P. 67-97.

<sup>699</sup> *Mergers and Acquisitions*, (edit. *Alan Auerbach*), 1988; *Mergers and Acquisitions*, (edit. *Keenan, White*), 1982; *Ravenscraft, Scheler*, *Mergers, Sell-offs, & Economic Efficiency*, 1987; *Halibozeck, Kovacich*, *Mergers and Acquisition Security*, 2005.

<sup>700</sup> 1897 წლიდან 2008 წლამდე M&A-ის გამოვლენათა სტატისტიკისთვის, იხ. *Depamphilis*, *Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 13-17.

<sup>701</sup> *Depamphilis*, *Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 16.

<sup>702</sup> *Frensch*, *The Social Side of Mergers and Acquisitions*, 2007, P. 16.

<sup>703</sup> აღსანიშნავია, რომ მე-19 და მე-20 საუკუნის ქართულ სამართლებრივ-ეკონომიკურ რეალობაში კაპიტალისტური ურთიერთობების არარსებობის გამო მსგავსი ისტორიული ექსკურსის შემოთავაზება შეუძლებელი იყო. მიუხედავად იმისა, რომ XXI საუკუნეში უკვე შეინიშნება მსხვილ კომპანიათა გაერთიანებები, შეძენა ან დაუფლება, საქართველოში კორპორაციული კულტურის განუვითარებლობის გამო, ფაქტობრივად, ზეღმიუწვდომელია მსგავსი კომბინაციების შესახებ, თუნდაც სამეცნიერო მიზნებისთვის, ინფორმაციის მოპოვება. აქედან გამომდინარე, საწარმოთა შეძენისა და გაერთიანების გენეზისი მხოლოდ აშშ-ის მაგალითზეა წარმოდგენილი.

### 3. სააქციო საზოგადოების შექმნის ტრანზაქციის პირითადი სტრუქტურული მმქანისმმპი



#### 3.1. ზოგადი კარადიგმა

ფლუქტუაციური ეკონომიკური გარემოს მოულოდნელი რეცესიის შედეგებისგან თავდაცვის თანამედროვე საშუალებათაგან ბიზნესსაქმიანობის დივერსიფიცირება გამოირჩევა. სამეწარმეო საქმიანობის დივერსიფიცირების საჭიროების ეპოქაში სულ უფრო მეტ მნიშვნელობას იძენს კორპორაციულ ტრანზაქციათა სახეობები, რომელთა ბაზისზე კაპიტალის ბაზარზე ფუნქციონირებადი კომპანიები თავიანთი საქმიანობის რისკების გადანაწილებას უმტკივნეულოდ ახერხებენ. უფრო მეტიც, შემქმნი და მიერთებული საზოგადოების საბაზრო და საბალანსო ღირებულებათა ჯამი ტრანზაქციის დახურვის შემდეგ, როგორც წესი, იზრდება.<sup>704</sup> კორპორაციის შექმნა ან მასთან კოალიციური კორპორაციული გაერთიანების შექმნა საინვესტიციო პორტფოლიოს დივერსიფიცირების საშუალებად იქცა.<sup>705</sup> M&A შეიძლება მრავალ ფაქტორზე დამოკიდებული თვისებრივად განსხვავებული მიზეზით იყოს განპირობებული. ის შეიძლება იყოს მცირე, დიდი ან მეგა მოცულობის, მისი (მოცულობის) განსაზღვრის იმ საშუალებებიდან გამომდინარე, როგორიცაა კომპანიის საბაზრო და საბალანსო ღირებულება, ტრანზაქციის ღირებულება, დასაქმებულთა და საწარმოთა (ეკონომიკური გაგებით) რაოდენობა და მათი თანაფარდობა.<sup>706</sup> დღესდღეობით, ნაციონალური და გლობალური სამეწარმეო საქმიანობის განვითარების შედეგად, M&A-ის სამიზნე ობიექტად, ძირითადად, ორი კონკურენტი კომპანია გამოდის.<sup>707</sup> მათი მიზანი ორი მთავარი სეგმენტით, მოკლევადიანი და გრძელვადიანი ფინანსური პოზიციების გამყარებით შემოიფარგლება. სამომავლო პერსპექტივათა სინთეზური გამოვლინების ინსტრუმენტალურ მოდელთა შორის კორპორაციათა შექმნის რამდენიმე კომბინაცია ლიდერობს.

პირველი, ყველაზე მარტივი და ბაზისური მყიდველ-გამყიდველის ორმხრივი შეთანხმებაა, როდესაც ერთი კორპორაცია მეორის ქონებას ყიდულობს. მაგრამ, თუ საკითხი კომპანიის მთლიანი ან თითქმის მთლიანი ქონების შესყიდვას ეხება, მაშინ მათ შორის სამოქალაქო სამართლებრივ ურთიერთობას კორპორაციულ-სამართლებრივი სახე მიეცემა და სტრუქტურირდება ქონებრივი შექმნა.<sup>708</sup>

<sup>704</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 65-71.

<sup>705</sup> Ravenscraft, Scheler, Mergers, Sell-offs, & Economic Efficiency, 1987, P. 33.

<sup>706</sup> იხ. Flom, Mergers & Acquisitions: The Decade in Review, 54 U. Miami L.Rev., 2000, P. 753-772.

<sup>707</sup> Halibozeck, Kovacich, Mergers and Acquisition Security, 2005, P. 4.

<sup>708</sup> Swartz, Lee, The Corporate, Securities, and M&A Lawyer's Job, 2007, P.7.



ტრანზაქციათა სტრუქტურულ მოდელთა შორის მეორე ადგილზე აქციათა შეძენაა. სახეზეა კომპანიის წილობრივი შეძენა, როდესაც აქციონერთა ან აქციონერთა ჯგუფის მიერ ხდება აქციათა შემძენისათვის მიყიდვა.<sup>709</sup> შესაძლოა პოზიციაზე შეიძლება წარმოდგენილ იქნეს შერწყმა, როგორც შეძენის სახე.<sup>710</sup> ამ სამი ზოგადი ტრანზაქციული მოდელის პრაქტიკული ორბიტა პრაგმატულად განსხვავებულია. მათი ერთმანეთისგან განცალკევებული განხილვა კი მიზანშეუწონელი. ამიტომ, ანალიტიკური კვლევა კორპორაციულ კომბინაციათა სინთეზურ ვარიანტად უნდა იქნეს წარმოდგენილი, რადგან ყველა მათგანი ერთად და თითოეული ცალ-ცალკე, განსაზღვრული სპექტრით, ურთიერთმფარავ სფეროებს წარმოადგენენ.

### 3.2. M&A-ის კომპოზენური საფუძვლები

კორპორაციათა შორის ტრანზაქციათა დადებისა და შესრულების სპეციფიკური ეკონომიკურ-სამართლებრივი საფუძვლები არსებობს. ეკონომიკური კუთხით M&A-ის უპირველესი მიზანი ღირებულების ზრდაა.<sup>711</sup> ღირებულების მაქსიმირება ტრანზაქციის მხარე საწარმოს პოტენციალზე სწორი წარმოდგენის შექმნითა და მისი სწრაფი რეალიზების შესაძლებლობათა დანახვაში მდგომარეობს. მეწარმე სუბიექტის მიმდინარე და რეალური (პოტენციური) ღირებულების შეფასება M&A-ის ტრანზაქციის პრიორიტეტული ეკონომიკური ამოცანაა.<sup>712</sup> საზოგადოება საბაზრო მაჩვენებლების კუთხით უნდა შეფასდეს. კომპანიის შეფასება, თავის მხრივ, ემსახურება აქციონერებისთვის მომავალი სარგებლის დღევანდელი ღირებულების მაგნიტუდის მიახლოებულ გამოანგარიშებას ტრანზაქციის ღირებულებასთან თანაფარდობით.<sup>713</sup> ამიტომ, შერწყმის დაწყების საფუძველთა შორის პირველ ადგილს იკავებს იმის განსაზღვრა, თუ რა ეკონომიკური სარგებელია მოსალოდნელი ტრანზაქციიდან. ეკონომიკური სარგებლის მისაღებად შეძენის პედანტური ფინანსური<sup>714</sup> და სტრატეგიული დაგეგმარებაა<sup>715</sup> საჭირო.<sup>716</sup> წინააღმდეგ შემთხვევაში, განხორციელებულ კომ-

<sup>709</sup> Oesterle, Mergers and Acquisitions, 2006, P. 16.

<sup>710</sup> Swartz, Lee, The Corporate, Securities, and M&A Lawyer's Job, 2007, P.8.

<sup>711</sup> Halibozeck, Kovacich, Mergers and Acquisition Security, 2005, P. 1.

<sup>712</sup> Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials, 2000, P. 58-61.

<sup>713</sup> Vishwanath, Krishnamurti, Value Drivers and Target Valuation, in: Mergers, Acquisitions, and other Corporate Restructuring, 2008, P. 63.

<sup>714</sup> Frensch, The Social Side of Mergers and Acquisitions, 2007, P.48-50.

<sup>715</sup> სტრატეგიულ დაგეგმარებას ესაჭიროება ფინანსები, ხოლო კორპორაციის არსებული რეალური ღირებულება სტრატეგიული დაგეგმარების შემოწმების მექანიზმად გამოიყენება (ასევე მოქმედია შებრუნებული ვარიანტიც). იხ. Vishwanath, Krishnamurti, Real Options Analysis in Mergers and Acquisitions, in: Mergers, Acquisitions, and other Corporate Restructuring, 2008, P. 116.

<sup>716</sup> ფინანსურ და სტრატეგიულ დაგეგმარებას შორის სხვაობისთვის, იხ. Frensch, The Social

ბინაციათა კვალიფიციური ნაწილი კრაზით სრულდება. ემპირიული კვლევები ცხადყოფს, რომ შეძენილ საზოგადოებათა 74% ხელახლა იყიდება.<sup>717</sup>

მომგებიანი ტრანზაქციის ეკონომიკური მხარე მარტივი ფორმულით გამოითვლება: საზოგადოებათა კომბინირებული ღირებულება<sup>718</sup> უნდა აღემატებოდეს გაერთიანებულ კომპანიათა (თითოეულის გამიჯნულად) ღირებულებათა ჯამს.<sup>719</sup> თუ ეს ანალიზი სიმეტრიული ინფორმაციის ბაზისზეა შესრულებული, ტრანზაქციის ინტეგრირებული შედეგები წარმატებულობის დადებითი კოეფიციენტის მაჩვენებელია. შეძენის წარუმატებლობა ანუ ჩავარდნა რეალური ეკონომიკური სარგებლის არარსებობაში მდგომარეობს.<sup>720</sup>

M&A-ის პირველი და მთავარი საფუძველი, ზემოაღნიშნულიდან გამომდინარე, ეკონომიკურ ინდუსტრიულ ზონაში არსებული (ან სამომავლო) რესურსების აკუმულირებაა კომბინირებული მენეჯმენტის ან ეკვირის კორპორაციული მართვის სამართლებრივი ტექნიკის გამოყენებით, რამდენადაც კორპორაციული მართვის სწორი სისტემური ხედვა პირდაპირაა დაკავშირებული კორპორაციის ეკონომიკურ აქტივობებში წარმოდგენასთან (*Corporate Performance*).<sup>721</sup>

ეკონომიკურად მრავალგანზომილებიანი საფუძვლის გარდა, არსებობს სამართლებრივი საფუძვლები, რაც M&A-ის კონსტრუქტირებას უწყობს ხელს. მისი უპირველესი სახასიათო ელემენტია ის, რომ M&A სამართლის ქმნილებას<sup>722</sup> წარმოადგენს.<sup>723</sup> ეს მის ნორმატიულ რეგულირებას დაქვემდებარებულ მხარეს გამიჯნავს მისივე ეკონომიკური მხარისგან.

როდესაც საუბარია სამართლებრივ საფუძვლებზე, უნდა განიმარტოს მათი გამოყენების წინაპირობები, ანუ რა არის ის, რაც M&A-ს სამართლებრივად დადებით ან უარყოფით შეფასებას მისცემს. ამ კუთხით დიფერენცირდება სამი სუბსტანციური მიმართება. პირველი, ეს M&A-ის ტრანზაქციების საკანონმდებლო რეგულირებაა, რომელთა შორის აღსანიშნავია მისი მიმართების დადგენა საგადასახადო რეგულაციებთან. მეორე მიმართულების მთავარი ღერძი, M&A-ის შედეგებს უკავშირდება.<sup>724</sup> შედეგები, თავის მხრივ, აისახება ორი დიფერენ-

Side of Mergers and Acquisitions, 2007, P. 48-49.

<sup>717</sup> Frensch, The Social Side of Mergers and Acquisitions, 2007, P. 19.

<sup>718</sup> კომბინირებული ღირებულება მეტი უნდა იყოს შეძენი კომპანიის ღირებულებისა და სამიზნე საზოგადოების განცალკევებულ ღირებულებათა ჯამზე.

<sup>719</sup> Vishwanath, Krishnamurti, Value Drivers and Target Valuation, in: Mergers, Acquisitions, and other Corporate Restructuring, 2008, P. 63.

<sup>720</sup> იხ. Frensch, The Social Side of Mergers and Acquisitions, 2007, P.15-17.

<sup>721</sup> Gilson, Corporate Governance and Economic Efficiency, in: Aspects of Corporate Governance, (edit. Isaksson, Skog), 1993, P. 131.

<sup>722</sup> Swartz, Lee, The Corporate, Securities, and M&A Lawyer's Job, 2007, P.8.

<sup>723</sup> ამ შემთხვევაში მცირე დაკონკრეტებაა საჭირო: იგულისხმება შერწყმა, როგორც სამართლის ქმნილება, რადგან შეძენის მარტივი ფორმები ვალდებულებითი სამართლის პირშმოა და ის უძველესი დროიდან გამოიყენება.

<sup>724</sup> მეცნიერთა ნაწილი თვლის, რომ შერწყმისა და შეძენის საფუძვლებსა და მოტივებზე



ცირებული კუთხით: კორპორაციული კონტროლის მოპოვებით კორპორაციის შიდა სტრუქტურული ელემენტების შეცვლის შესაძლებლობასა და შეცვლილ კორპორაციულ მართვაზე, როგორც საზოგადოების გარე-სამართლებრივ ეკონომიკურ ურთიერთობებში წარმოდგენის (გამოსვლის) შედეგად კონტროლის ფასილიტატორზე.<sup>725</sup> რაც შეეხება მესამეს, ის ეკვაიერი კომპანიის ინვესტორთა საინვესტიციო პორტფოლიოსა და სამეწარმეო საქმიანობის რისკების დივერსიფიცირებას უკავშირდება, განსაკუთრებით მაშინ, როდესაც საქმე კონგლომერირებულ გაერთიანებას ეხება<sup>726</sup> და მიმართულია კომპანიის ლიკვიდურობის ზრდისკენ.<sup>727</sup>

საგადასახადო რეგულირების სამართლებრივ საფუძვლად არსებობას რამდენიმე ნიუანსი აკვალიფიცირებს. *M&A* შეიძლება იყოს დაბეგვრადი ან ასეთი გადასახადისგან თავისუფალი.<sup>728</sup> აშშ-ის სამართლებრივ სივრცეში,<sup>729</sup> ამისათვის აუცილებელია, რომ კორპორაციათა შორის განხორციელებული კომბინაცია, სქემატურად, რეორგანიზაციას გაუტოლდეს.<sup>730</sup> შესაბამისად, კონტროლირებად ტრანზაქციათა<sup>731</sup> შორის მათი კლასიფიცირება აადვილებს იმ მრავალ სამართლებრივ მექანიზმს შორის არჩევანის გაკეთებას, რომელიც შემძენ ან სამიზნე საზოგადოებას შეიძლება უფრო მეტ სარგებელს უსახავდეს.<sup>732</sup> ამიტომ, საგადასახადო დაბეგვრისგან გათავისუფლების ან რაციონალიზების<sup>733</sup> პერსპექტივა ერთ-ერთ მნიშვნელოვან მოტივატორს წარმოადგენს ტრანზაქციის, მაგალითად, შერწყმის ფორმით დასრულებისთვის.<sup>734</sup>

რაც შეეხება ტრანზაქციის შედეგად მენეჯმენტის შეცვლის შესაძლებლობას, როგორც *M&A*-ის ბაზისურ სტიგმას, ის მეორე საფუძველია, რომელიც, როგორც წესი, კომპანიაზე კონტროლის მოპოვების აპრიორი თანმდევი

---

საუბარი მათი შედეგების დედუქციური ანალიზის საფუძველზეც არის მიღწევადი. ამ თეზას სტატისტიკური ანალიზის საშუალებით ასაბუთებენ. იხ. *Ravenscraft, Scheler, Mergers, Sell-offs, & Economic Efficiency*, 1987, P.3-5.

<sup>725</sup> *Gilson, Corporate Governance and Economic Efficiency*, 1993, P. 133.

<sup>726</sup> *Frensch, The Social Side of Mergers and Acquisitions*, 2007, P. 48.

<sup>727</sup> *Ravenscraft, Scheler, Mergers, Sell-offs, & Economic Efficiency*, 1987, P. 3.

<sup>728</sup> *Auerbach, Reishus, The Impact of Taxation on Mergers and Acquisitions*, in: *Mergers and Acquisitions*, (edit. *Alan Auerbach*), 1988, P.71-74.

<sup>729</sup> იხ. *Mehrotra, Mergers, Taxes, and Historical Materialism*, 83 *Ind. L.L.*, 2008, P. 881-916.

<sup>730</sup> *Ginsburg, Levin, Mergers, Acquisitions, and Buyouts, A Transactional Analysis of the Governing Tax, Legal and Accounting Considerations*, Vol. 2, 2003, chap. 6, P.7.

<sup>731</sup> *Easterbrook, Fischel, The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, P. 109-145; *Davies, Hopt, Control Transactions*, in: *The Anatomy of Corporate Law*, 2009, P. 225-227.

<sup>732</sup> შეად. *Burke, Federal Income Taxation of Corporations and Stockholders*, 6<sup>th</sup> ed., 2007, P. 425-428.

<sup>733</sup> აშშ-ის საგადასახადო სისტემის რაციონალიზებული უტილიზირების განზოგადებული მეცნიერული ხედვისთვის, იხ. *Schlunk, Rationalizing The Taxation of Reorganization and Other Corporate Acquisitions*, 27 *Va. Tax Rev.*, 2007, P. 23-52.

<sup>734</sup> *Frensch, The Social Side of Mergers and Acquisitions*, 2007, P.48.

შედევია.<sup>735</sup> ამიტომ კორპორაციული სტრუქტურის შეცვლა, როგორც შედეგის მოტივატორი, განსაკუთრებული ხარისხით არ გამოირჩევა.<sup>736</sup> ის, ძირითადად, გამოიყენება ეკონომიკური ღირებულების ზრდის ბერკეტად: შემდეგი საზოგადოების მენეჯმენტი სამიზნე საზოგადოების სუსტ მენეჯმენტს ათავისუფლებს და თვითონ წარმართავს კორპორაციულ მართვას იმგვარად, რომ სამიზნე საზოგადოების საბაზრო თუ საბალანსო ღირებულება იზრდება.<sup>737</sup> როგორც წესი, საფუძველთა შორის ზემოთ განხილული ეკონომიკური და სამართლებრივი საფუძველები დომინირებენ. ისინი შედეგისა და შერწყმის საკანდო საკითხთა კონუნქციურ თუ დიზუნქციურ დიაპაზონს განსაზღვრავენ.

M&A-ის საფუძველთა შემდეგ, ლოგიკური ბალანსის შესანარჩუნებლად, მისი შინაარსობრივი მხარე, განხორციელების მექანიზმები და სახეები დოგმატურ-თეორიულად უნდა გაანალიზდეს.

### 3.3. M&A-ის კონცეფტუალური არსი

კორპორაციულ ტრანზაქციათა კონცეფტუალური დატვირთვა ფუნდამენტური მნიშვნელობის კონსტრუქციული მოცემულობაა. მოცემულობის შესაცნობად აუცილებელია *de lege ferenda* განიმარტოს შერწყმა და შედეგა. სისტემატურად და გასაგებად განმარტებული ტერმინები საჭიროა ისეთი კომპლექსური ფენომენის ანალიზისთვის, როგორიცაა M&A. მისი არსის სტიგმატიზირებული კონცეფციის თანახმად, ის არის ერთი კომპანიის მიერ მეორე კომპანიის სრული ან ნაწილობრივი შედეგა,<sup>738</sup> ან მთლიანის ან ნაწილის<sup>739</sup> შესყიდვა.<sup>740</sup> ერთი კომპანიის მიერ მეორის შედეგა, ეტიმოლოგიურად, შეიძლება განიმარტოს როგორც დაუფლება (*Take-over*). კლასიკურად, დაუფლებით შედეგას ადგილი აქვს მაშინ, როდესაც სამიზნე საზოგადოება კოტირებულია საფონდო ბირჟაზე და მის აქციონერებთან წვდომა შემთავაზებელს შედეგის შესახებ საჯარო შეთავაზების მექანიზმით აქვს, როდესაც სამიზნე საზოგადოების აქციონერების ერთგვარ წაქეზებას აკეთებს, რათა მათ (მეწილეებმა) შემთავაზებელს მიყიდონ თავიანთი აქციები.<sup>741</sup> თითოეული ტრანზაქცია გამოირჩევა სიდიდითა და

<sup>735</sup> შესაძლებელია მენეჯმენტი არ შეიცვალოს, თუმცა ეს იშვიათ შემთხვევაშია მოსალოდნელი და, როგორც წესი, არ ხდება.

<sup>736</sup> იმ შემთხვევის გარდა, თუ მტრულ დაუფლებას არ ეხება საკითხი.

<sup>737</sup> Raghvendra Rau, The Empirical Evidence on Mergers, in: Mergers, Acquisitions, and other Corporate Restructuring, 2008, P. 229.

<sup>738</sup> შეად. Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 18.

<sup>739</sup> Halibozeck, Kovacich, Mergers and Acquisition Security, 2005, P. 4.

<sup>740</sup> აშშ-ში SEC ოფიციალურად განმარტავს ნასყიდობას, რომელიც მოიცავს ნებისმიერ ნასყიდობის ზელშეკრულებას ან ფასიანი ქაღალდის ან ფასიან ქაღალდში წილის განაწილებას, რომელსაც გააჩნია ეკონომიკური ღირებულება. იხ. Hazen, The Law of Securities Regulation, 6<sup>th</sup> ed., 2009, P. 241.

<sup>741</sup> Horn, Cross-Border Mergers and Acquisitions and the Law: An Introduction, in: Cross-



კომპლექსურობით. გარდა ამისა, არსებობს უამრავი განმარტება. მაგალითად, ორი ფირმის გაერთიანება არის ნებაყოფლობითი გაერთიანება ეკონომიკურად მსხვილი კომპანიის ჩამოსაყალიბებლად მათი დაფარვის ზონაში არსებულ<sup>742</sup> სამეწარმეო საქმიანობის მთლიან სექტორსა თუ მის რომელიმე ნაწილში<sup>743</sup> სხვა განმარტების თანახმად, ორ საზოგადოებას შორის კომბინაცია არის შემძენის მიერ საკუთრების უფლების სრული ან ნაწილობრივი შეძენა სამიზნე საზოგადოებაში სამიზნე საზოგადოების ქონების გადაცემით (*asset deal*) თუ აქციათა გადაცემის მექანიზმის გამოყენებით (*share deal*).<sup>744, 745</sup>

ზოგადად, ტერმინი „შერწყმა“ შესაძლებელია განიმარტოს ფართო და ვიწრო გაგებით. ფართო გაგებით, ის არის ნებისმიერი ბიზნეს ტრანზაქცია, რომლის საშუალებითაც რამდენიმე ერთმანეთისგან დამოუკიდებელი კომპანია ერთი და იგივე პირდაპირ თუ არაპირდაპირ კონტროლს ექვემდებარება.<sup>746</sup> საერთო კონტროლი მიმართებული კომპანიის აქციონერთა ხელშია. ის შეიძლება მიღწეულ იქნეს შეძენით ან დაუფლებით, როგორც ზემოთ აღინიშნა. ტრანზაქციის შესახებ გადაწყვეტილების მიმღები (მენეჯმენტი, აქციონერები) ორგანო/პირები აქციონერებზე დაყრდნობით კონტროლირებად საზოგადოებაში ყოფნით კმაყოფილნი არიან და სურთ შეძენილ საზოგადოებაში დარჩენა. ტრანზაქციის შედეგად, იქმნება კომპანიათა გაფართოებული ჯგუფი.<sup>747</sup> მისი ვიწრო გაგებით, შერწყმა არის ტრანზაქცია, სადაც ერთი ან რამდენიმე მონაწილე კომპანია წყვეტს არსებობას, როგორც სამართლის დამოუკიდებელი სუბიექტი. ამ შემთხვევაში შედეგები დგება მხოლოდ „გადარჩენილი“ საზოგადოების მიმართ. ყველა სხვა საზოგადოება მიმართებულ საზოგადოებას შეერწყმება.<sup>748</sup>

Border Mergers and Acquisitions and the Law, (edit. Horn), 2001, P. 4.

<sup>742</sup> საუბარია თითოეული კომპანიის მოქმედების დაფარვის გეოგრაფიულ არეალზე.

<sup>743</sup> Frensch, The Social Side of Mergers and Acquisitions, 2007, P. 23.

<sup>744</sup> Frensch, The Social Side of Mergers and Acquisitions, 2007, P. 23-24.

<sup>745</sup> აქვე აღსანიშნავია, რომ *share deal* წილობრივ ანუ აქციიდან გამომდინარე უფლებამოსალობათა გადასვლას მოიცავს, ხოლო *asset deal* ქონებრივ შეძენათა კატეგორიაში ჯდება. ეს უკანასკნელი შესაძლებელია იყოს როგორც ნებისმიერი მატერიალური ქონებრივი სიკეთე, მაგალითად, დანადგარები, უძრავი ქონება, მოწყობილობა და ა.შ., ისე, არამატერიალური ქონებრივი სიკეთე, მაგალითად, ინტელექტუალური საკუთრება, კორპორაციის სახელწოდება, გუდვილი და სხვა, რომელსაც ეკონომიკური ღირებულება გააჩნია. იხ. Swartz, Lee, The Corporate, Securities, and M&A Lawyer's Job, 2007, P.7; Haas, Corporate Finance, 2011, P. 39-40. შეად. ქირია, ქერაშვილი, Mergers & Acquisitions – საწარმოთა შერწყმა და შეძენა (სამართლებრივი საფუძვლები) „სამართლის ჟურნალი, №1, 2012, გვ. 166-167.

<sup>746</sup> გერმანიაში კონტროლი არის კორპორაციათა ჯგუფის ფორმირების განმსაზღვრელი კრიტერიუმი: თუ ამ ჯგუფის ყველა წევრის ფუნქციონირების კოორდინირებისთვის ცენტრალიზებული სამეწარმეო პოლიტიკის ქვეშ გამოიყენება კონტროლი, ასეთ ჯგუფს კონცერნს უწოდებენ (*Konzern*). იხ. გერმანიის „სააქციო საზოგადოებათა შესახებ“ კანონი (*Aktiengesetz*), მუხლი 18.

<sup>747</sup> Horn, Cross-Border Mergers and Acquisitions and the Law: An Introduction, 2001, P. 4.

<sup>748</sup> Horn, Cross-Border Mergers and Acquisitions and the Law: An Introduction, 2001, P.5.



არსებობს „შერწყმა თანასწორთა შორის“.<sup>749</sup> მისი არსი ტექნიკურ მხარეში მდგომარეობს: ტრანზაქციაში მონაწილე ორივე კორპორაცია, თეორიულად, გაუნიხილება თანასწორუფლებიან მხარედ და ორივე მხარის აქციონერების მიმართ თანაბრად კეთდება ახალი კომპანიის ან ჰოლდინგური კომპანიის შექმნის შეთავაზება.<sup>750</sup> ახალი აქციების აღნიშნული სტრატეგიით გადანაწილების ოფიციალური მიზანია, რომ ტრანზაქციის დასრულების შემდეგ ორივე კომპანიის აქციონერებს ახლადშექმნილი კომპანიის ან კომპანიათა ჯგუფში თანაბარი კონტროლის განხორციელების უფლება და მექანიზმები ჰქონდეთ.<sup>751</sup> თუმცა, „შერწყმა თანასწორთა შორის“ სიმპტომურ მსგავსებას იჩენს „მეგობრულ დაუფლებასთან“ და ხშირად გაურკვევლობის საბაბიც გამხდარა, როგორც ეს *Deutsche Bank*-სა და *Dresdner Bank*-ს შორის მოხდა 2000 წლის აპრილში.<sup>752</sup> მოკლედ, ტერმინთა თეზისური განმარტება მის შინაარსობრივად განმარტციელებელ მექანიზმთა სქემატურ განხილვაზე გადასვლის და ამ მექანიზმთა ანალიზის სრულფასოვან საშუალებას იძლევა.

დაბოლოს, ხაზგასმით უნდა აღინიშნოს, რომ ნაშრომის მიზანი შერწყმის და შეძენის პროცესუალური და ნიუანსირებული ანალიზი არ არის, ანუ მისი პრაქტიკული შესრულების ისეთი მექანიზმები, როგორიც წინასწარი შეთანხმება, უზრუნველყოფის საშუალებაზე დათქმა, კონფიდენციალობის მემორანდუმი, აუდიტორული შემოწმების განხორციელების დეტალური მექანიზმი და ეტაპები, ხელშეკრულების შედგენა, სახელშეკრულებო კონდიციათა განსაზღვრა და ხელმოწერაა. შერწყმა და შეძენა სს-ის სტრუქტურული ცვლილების საფუძვლად არის აღებული, რომელთა პროცესუალური განხორციელების დეტალები კვლევის არსს ცდება. შეძენა-შერწყმის იდეის ფორმირებიდან შედეგების ინტეგრირებამდე რამდენიმე ეტაპი ლაკონურად შეიძლება ასე შეჯამდეს: ფორმულირება, ანუ სტრატეგიისა და ინტეგრაციის პროცესის განვითარება; ლოკალიზება, ანუ წინა სახელშეკრულებო მდგომარეობა; მოლაპარაკება, ანუ ხელშეკრულების არსებით ნაწილზე შეთანხმება; ინტეგრირება, ანუ პოსტტრანზაქციული მდგომარეობა – შედეგების რეალიზება. თუმცა, *M&A*-ის დაწყების, განვითარებისა და იმპლემენტირების პროცედურული ჯაჭვის სქემატურ-დიაგრამული გაშლა მისი არსის სრულფასოვან სურათს შექმნის.<sup>753</sup>

<sup>749</sup> “merger between equals”.

<sup>750</sup> *Frensch*, *The Social Side of Mergers and Acquisitions*, 2007, P. 25.

<sup>751</sup> „შერწყმა თანასწორთა შორის“ განხორციელდა *Daimler*-სა და *Chrysler*-ს შორის 1998 წელს. იხ. *Ferris, Drake*, *Accounting and Tax Factors in Mergers and Acquisitions*, in: *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring*, (edit. *Chandrashekar Krishnamurti, Vishwanath S.R.*), 2008, P.180-182.

<sup>752</sup> შეთანხმება უარყოფილ იქნა *Dresdner Bank*-ის მიერ 2000 წლის 5 აპრილს. იხ. *Frankfurter Allgemeine*, 6 April, 2000, P. 1 (English and German Editions), მითითებულია: *Horn*, *Cross-Border Mergers and Acquisitions and the Law: An Introduction*, 2001, P.5.

<sup>753</sup> იხ. დიაგრამა II. წყარო: *Galpin, Herndon*, *The Complete Guide to Mergers and Acquisitions*, 2007.



დიაგრამა II. M&A-ის ტრანზაქციული პროცესი და ძირითადი საკითხები.

ფორმულირება		ლოკალიზება	შემოწმება	მოლაპარაკება	ინტეგრირება	ორგანიზაციული
ძირითადი მოქმედებები	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ბიზნეს</li> <li>• სტრატეგიების</li> <li>• წარმოდგენა</li> <li>• განვითარების</li> <li>• სტრატეგიის</li> <li>• ჩამოყალიბება</li> <li>• შეძენის</li> <li>• კრიტიკულობები</li> <li>• ს განსაზღვრა</li> <li>• დადგენილი</li> <li>• სტრატეგიების</li> <li>• იმპლემენტირება</li> <li>• ბის დაწყება</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• სამიზნე კომპანიებისა და ბაზრების იდენტიფიცირება</li> <li>• სამიზნე საწარმოს შერჩევა</li> <li>• წინარე შეთანხმების საკითხები</li> <li>• M&amp;A-ის გეგმის განვითარება</li> <li>• ინფორმაციის გასაიდუმლოება</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• DD ანალიზის მართვა:</li> <li>• ფინანსური</li> <li>• კულტურული</li> <li>• სამართლებრივი</li> <li>• გარემოს დაცვასთან დაკავშირებული</li> <li>• საექსპლოატაციო</li> <li>• ინტელექტუალური კაპიტალის</li> <li>• კვლევის შედეგების შეფასება</li> <li>• ინტეგრირების წინასწარი გეგმის ჩამოყალიბება</li> <li>• მოლაპარაკების პარამეტრების განსაზღვრა</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ხელშეკრულების ასპექტების პუნქტობრივი ჩამოყალიბება:</li> <li>• სამართლებრივი</li> <li>• სტრუქტურული</li> <li>• ფინანსური</li> <li>• ინტეგრაციის გუნდის გაარანტირება</li> <li>• ტრანზაქციის დახურვა</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ინტეგრაციის გეგმის დასრულება და სისრულეში მოყვანა</li> <li>• სტრუქტურა</li> <li>• პროცესი</li> <li>• ადამიანები</li> <li>• სისტემები</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ორგანიზაციული ბერკეტების ბიზნეს სტრატეგიებით გრძელვადიანი დაგეგმარება სამომავლო ორგანიზაციული წარმატების ხელშეწყობისთვის</li> <li>• წესები და პოლიტიკა</li> <li>• მიზნები და ღონისძიებები</li> <li>• ჯილდოები და მოწონება</li> <li>• პრაქტიკული სწავლება</li> <li>• კომუნიკაციები</li> <li>• ბაჟი და ნორმები</li> <li>• ორგანიზაციული სტრუქტურა</li> <li>• ცერემონიები და ღონისძიებები</li> <li>• მენეჯმენტის მოქმედებები</li> <li>• მატერიალური გარემო ვითარება</li> </ul>
სადავო საკითხები და რისკები	<ul style="list-style-type: none"> <li>• შეფასებები</li> <li>• ინფორმაციის/საბაზრო წყაროები</li> <li>• შინაარსი</li> <li>• კომპეტენციები</li> <li>• მომხმარებლები</li> <li>• ქვეყნები</li> <li>• კაპიტალი</li> <li>• სიმძლავრე</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ღირებულება/ინვესტირების უკუგება</li> <li>• სტრატეგიული თავსებადობა</li> <li>• კულტურული თავსებადობა</li> <li>• სინქრონულობა</li> <li>• ხელმძღვანელობის თავსებადობა</li> <li>• პოტენციური სინერგიიზმი</li> <li>• ფუნქციონირების ზანგრძლივობა</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ვალდებულებები</li> <li>• ადამიანური კაპიტალის შენარჩუნება</li> <li>• ადამიანური კაპიტალის შემცირება</li> <li>• ფინანსური ასპექტების შენარჩუნების ზანგრძლივობა</li> <li>• ინტეგრირების ძირითადი საკითხები</li> <li>• სინერგიიზმი და მასშტაბის ეკონომია</li> <li>• ინვესტირების უკუგება</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ფასი</li> <li>• შესრულება</li> <li>• ადამიანები</li> <li>• დაცულობა</li> <li>• მმართველობა</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• სისწრაფე</li> <li>• უთანხმოება</li> <li>• ღირებულება</li> <li>• წლიური შემოსავლები</li> <li>• შედეგები</li> <li>• აღქმა/წარმოდგენები:</li> <li>• აქციონერების</li> <li>• საზოგადოების</li> <li>• მომხმარებლების</li> <li>• თანამშრომლების</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ორგანიზაციული სრულყოფა, ცვლილებები</li> <li>• ინდუსტრიული ევოლუცია</li> <li>• კონკურენციის წინააღმდეგობა</li> <li>• სამუშაო ძალის მუდმივი ცვლა, რასაც დემოგრაფიული და მერყევი პრეფერენციები განაპირობებს</li> </ul>

### 3.4. კორპორაციის შექმნა, მასში მონაწილე სუბიექტები და შესრულების ფორმები



#### 3.4.1. კორპორაციითა შექმნა

კორპორაციითა შორის შექმნის<sup>754</sup> ტრანზაქციის განხორციელების მრავალი ინსტრუმენტი არსებობს მასში მონაწილე სუბიექტთა სიმრავლესთან ერთად. საერთო ჯამში, კორპორაციითა შორის მატერიალური თუ არამატერიალური ქონებრივი სიკეთის შესახებ დადებული ყველა ტრანზაქცია, ფაქტობრივად სიკეთეთა გადასვლის მექანიზმია. მათ, ზოგადად, შეძენა შეიძლება ეწოდოს. შესყიდვა ან ქონების გაყიდვა შესაძლებელია გამოყენებულ იქნეს არა მარტო სამეწარმეო საქმიანობის გაფართოების ან სხვა კომპანიის შესაძენად, არამედ ნებაყოფლობითი რეორგანიზაციის ან რეკაპიტალიზაციის<sup>755</sup> მეთოდად.<sup>756</sup> ქონების ან აქციების შესყიდვა კორპორაციულ კომბინაციათა შორის განსხვავებული დიქტომიით გამოირჩევა. მისი შინაარსობრივი დატვირთვა კორპორაციითა შორის ტრანზაქციის სტრუქტურირების იმგვარ მეთოდში მდგომარეობს, როდესაც ორი გასაერთიანებელი<sup>757</sup> საზოგადოება შეთანხმების საფუძველზე ფუნდამენტურ სტრუქტურულ ცვლილებას ახორციელებს ისე, რომ თითოეული მათგანი სამართალსუბიექტობას ინარჩუნებს.<sup>758</sup> მეორე მიმართულება გამოიხატება შემძენის მიერ სამიზნე საზოგადოებაში შესასყიდი ქონებისა და, შესაბამისად, ვალდებულებათა კონტროლის საშუალებაში, რაც განსხვავებულია სხვა ტიპის ტრანზაქციითა სტრატეგიებისგან.<sup>759</sup>

მოკლედ, თავად შერწყმა შესყიდვასთან ერთად მიერთების სახეობაა. თუმცა, მათ შორის რადიკალური სხვაობაც არსებობს როგორც სამართლებრივი, ისე ტექნიკური თვალსაზრისით.<sup>760</sup> ისინი და მათი თანმდევი შედეგები ფორმათა განხილვის პარალელურად უნდა იქნეს განხილული. თავად შექმნის სახეები-

<sup>754</sup> Mergerstat-ის განმარტებით, კორპორაციული შექმნა არის კომპანიის მინიმუმ 10%-ის საჯაროდ გაცხადებული ტრანზაქცია, სადაც შესასყიდი ფასი მინიმუმ 1\$ მილიონია, ხოლო მონაწილე მხარე აშშ-ის ორგანიზაციაა. ეს ტრანზაქციები არ მოიცავს გაყოფას ან გამოსყიდვას. იხ. Flom, Mergers & Acquisitions: The Decade in Review, 54 U. Miami L.Rev., 2000, P. 769.

<sup>755</sup> Gevurtz, Corporation Law, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 779-782. რეკაპიტალიზაციის მეთოდად გამოიყენება პრივილეგირებული აქციების რეფინანსება, რომელიც მიიღწევა მხოლოდ შექმნისთვის შექმნილი კომპანიისთვის სამიზნე საზოგადოების ქონების მიყიდვით შემძენი საზოგადოების აქციითა სანაცვლოდ. იხ. Goldberg v. Meridon, 567 F. 2d 209 (2d Cir. 1977); Blumenthal v. Roosevelt Hotel, Inc., 115 N.Y.S.2d 52, 57 (sup. Ct. 1952).

<sup>756</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P.9.

<sup>757</sup> იქნება ეს სამეწარმეო საქმიანობის, წარმოებისა თუ აქციითა გაერთიანება.

<sup>758</sup> Clark, Corporate Law, 1986, P. 405.

<sup>759</sup> Haas, Corporate Finance, 2011, P. 571-572.

<sup>760</sup> Clark, Corporate Law, 1986, P. 402-406.



დან გამოსაყოფია ქონებრივი შეძენა ფულით,<sup>761</sup> ქონებრივი შეძენა აქციებით,<sup>762</sup> წილობრივი (აქციური) შეძენა ფულით<sup>763</sup> და წილობრივი შეძენა აქციათა საშუალებით<sup>764, 765</sup> შეძენისა და შერწყმის ტრანზაქციის სახეთა სტრუქტურისა და მისი შედეგების განხილვამდე, აუცილებელია კორპორაციულ კომბინაციათა პროცესში მონაწილე სუბიექტთა დიამეტრული გამოჯვანა.

### 3.4.2. კორპორაციულ კომბინაციათა პროცესში მონაწილე სუბიექტები

ურთიერთობა, სამართლებრივი გაგებით, ორ ან მეტ სუბიექტს შორის შემდგარი კავშირი, ან სუბიექტის გამოვლენილი დამოკიდებულებაა ამა თუ იმ ობიექტთან ან ობიექტურ გარემოებასთან. ყველა ურთიერთობას თავისი მონაწილე პირი ჰყავს. გამონაკლისს არც *M&A* წარმოადგენს. თუ გათვალისწინებულ იქნება კორპორაციულ კომბინაციათა არსი, რომელიც გულისხმობს ორი ან მეტი კომპანიის ჩართვას ერთ სამართლებრივ ურთიერთობაში მასში მონაწილე „შუამავლების“ ჩათვლით, მაშინ მარტივად ჩამოყალიბდება ის პრიზმა, რომელშიც პოზიციებს რამდენიმე „მოთამაშე“ ინაწილებს<sup>766</sup> საერთო შედეგის – ტრანზაქციის დახურვის მიღწევამდე. მათი ანოტირებული ვარიანტის ჩამოყალიბებამდე, ეტიმოლოგიური დახასიათება უნდა იქნეს წარმოდგენილი. ტრანზაქციაში მონაწილე სუბიექტთა შორის პირველ პოზიციაზე საინვესტიციო ბანკების განხილვა იქნება მიზანშეწონილი; მეორე სუბიექტად შემძენი საზოგადოების მენეჯმენტი; ლოგიკურად, მესამე პოზიციაზე შეიძლება სამიზნე საზოგადოების მენეჯმენტის განხილვა; მეოთხე სუბიექტად ტრანზაქციაში მონაწილე საზოგადოებათა აქციონერები; მომდევნო მონაწილეთა შორის ინსტიტუციონალური ინვესტორები და *hedge* ფონდები. დაბოლოს, აუდიტორული კომპანიები, როგორც „ორმაგი გულმოდგინების“ განხორციელების ინსტიტუციონალური ორგანოები.<sup>767</sup>

<sup>761</sup> *cash-for-asset-acquisition*.

<sup>762</sup> *stock-for-asset-acquisition*.

<sup>763</sup> *cash-for-stock-acquisition*.

<sup>764</sup> *stock-for-stock-acquisition*.

<sup>765</sup> *Oesterle, Mergers and Acquisitions*, 2006, P. 10-20. შეად. *Clark*, *Corporate Law*, 1986, P. 418-420.

<sup>766</sup> *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 24-30.

<sup>767</sup> აღნიშნულ მონაწილე სუბიექტთა კლასიფიცირება კაპიტალის ბაზარზე ფუნქციონირებად საზოგადოებათა მიმართ რანგირებულ შკალას წარმოადგენს.

### 3.4.2.1. საინვესტიციო ბანკები



საქართველოში ნებადართულია რეგულირებადი და არარეგულირებადი საინვესტიციო ფონდების<sup>768</sup> დაფუძნება და საქმიანობა.<sup>769</sup> რეგულირებად ბაზარზე ან მის გარეთ მათი ფუნქციონალური გამოყენება რამდენიმე განსხვავებული სუბიექტის მიერ შეიძლება განხორციელდეს. ერთ-ერთი საინვესტიციო ბანკია.

საინვესტიციო ბანკები კაპიტალის ბაზარზე განხორციელებულ ტრანზაქციებში უდიდეს როლს თამაშობენ. მათი აქტივობა რამდენიმე სფეროთი შემოიფარგლება. პირველ რიგში, ისინი გამოუძებულ დაკვირებასა და კვლევას აწარმოებენ საფონდო ბირჟის შესაფერისი M&A-ის „წყვილთა“<sup>770</sup> გამოსავლენად.<sup>771</sup> შემდეგ ისინი კავშირს ამყარებენ შერწყმის ან შეძენის პოტენციურ კანდიდატთა შორის და წარუდგენენ მათ ტრანზაქციის ღირებულებას.<sup>772</sup> ისინი უზრუნველყოფენ სტრატეგიულ და ტაქტიკურ რჩევებს შეძენის განხორციელების შესაძლებლობებზე; ამოწმებენ პოტენციურ მყიდველს (*screening*) *due diligence*-ის პროცედურის მხარდაჭერით, სთავაზობენ მათ ხელშეკრულებას და პოტენციურ მხარეებს ტრანზაქციის სტრუქტურირებაში ეხმარებიან.<sup>773</sup> საბოლოოდ, ისინი შუამავლებისა და, ზოგჯერ, ბროკერ-დილერის ფუნქციებსაც ითავსებენ.<sup>774</sup> ამასთან, აღნიშნული ფუნქციების განხორციელებისთვის საინვესტიციო ბანკები იღებენ ჰონორარს,<sup>775</sup> რომელიც დამოკიდებულია ტრანზაქციის ღირებულებაზე, თუმცა ის, როგორც წესი, დასადები ხელშეკრულების 1-2%-ს უდრის ზოლმე.<sup>776</sup>

<sup>768</sup> საინვესტიციო ფონდი არის იურიდიული პირი ან კოლექტიური საინვესტიციო სქემა, რომელიც იქმნება ინვესტორის ფულის აკუმულირებისა და განთავსების მიზნით. იხ. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონი, მე-2 მუხლის 55-ე პუნქტი.

<sup>769</sup> ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონი, 43<sup>1</sup> მუხლის პირველი პუნქტი.

<sup>770</sup> კომპანიათა შორის არჩევანის გაკეთება ერთ-ერთი ურთულესი საქმეა. მაგალითად, 1974 წლის მონაცემთა რეკორდული, როდესაც *Airwick*-ის ინდუსტრიის შეძენამდე *Ciba-Geigy*-მ 18 000-მდე კომპანია განიხილა, როგორც პოტენციური სამიზნე ობიექტი. იხ. *Vishwahath, Krishnamurti, Searching for Acquisitions*, 2008, P. 26.

<sup>771</sup> *Horn, Cross-Border Mergers and Acquisitions and the Law: An Introduction*, 2001, P.6.

<sup>772</sup> ე.წ. *Fairness Opinion Letter*. ეს არის მესამე პირის მიერ წერილობით ჩამოყალიბებული და ხელმოწერილი დოკუმენტი, რომელიც შეთავაზებული ხელშეკრულების ღირებულების შესაბამისობას ადასტურებს ისეთი ტრანზაქციებისთვის, როგორიც არის შერწყმა, ქონების შეძენა, სატენდერო შეთავაზება და *LBO*. იხ. *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P.25.

<sup>773</sup> *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 25.

<sup>774</sup> *Vishwahath, Krishnamurti, Searching for Acquisitions*, 2008, P. 26-28.

<sup>775</sup> ამიტომ ისინი აშშ-ში ცნობილი არიან როგორც კაპიტალის ბაზრის საუკეთესო მოვაჭრეებად და გასამრჯელოს „შემგროვებლებად“. იხ. *Horn, Cross-Border Mergers and Acquisitions and the Law: An Introduction*, 2001, P. 6.

<sup>776</sup> *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5<sup>th</sup> ed.,



პარალელურად, რაც უფრო მსხვილია მოსალოდნელი ტრანზაქცია, მით უფრო დიდი საინვესტიციო კომპანიაა საჭირო.<sup>777</sup> ასეთ დროს, ხშირად, გამოიყენება სინდიკატური საინვესტიციო ბანკები, რომლებიც კონკრეტულ პირთა ბებით თანხმდებიან შემძენი კორპორაციისგან ახლად გამოშვებულ ფასიან ქაღალდების შესყიდვაზე,<sup>778</sup> რომელიც, თავის მხრივ, შემძენს ტრანზაქციის დასაფინანსებლად სათანადო ფინანსური სახსრებით უზრუნველყოფს.

### 3.4.2.2. აუდიტორული ფირმები

უდიდესი მნიშვნელობა ენიჭებათ აუდიტორულ ფირმებს. ისინი ამოწმებენ სამიზნე საზოგადოების ყველა განხორციელებულ ქმედებას და ფინანსურ მონაცემს, რომელიც ტრანზაქციის ღირებულების გამოთვლის უმთავრეს წყაროს<sup>779</sup> წარმოადგენს.<sup>780</sup> აუდიტორული კომპანია, როგორც წესი, იურიდიული პირია, რომელიც ოპერირებს კაპიტალის ბაზარზე, ახორციელებს სახელშეკრულებო ნებაყოფლობით თუ სავალდებულო აუდიტს<sup>781</sup> და წარმოადგენს ფინანსური ანგარიშგებისა და ბუღალტრული აღიჯგვის აუდიტს.<sup>782</sup> ნებისმიერი შეძენა იწყება *due diligence*-ის პროცედურებით, რომელსაც, როგორც წესი, გამყიდველი კორპორაცია აწარმოებს იმისთვის, რომ გასაყიდი ფასი დაფიქსირდეს.<sup>783</sup> მათ ფუნქციაში შედის მრავალწახნაგიანი ტრანზაქციის დადების შესაძლო ვარიანტიდან ოპტიმალური საგადასახადო და ფინანსური სტრუქტურის შეთავაზება და უზრუნველყოფა.<sup>784</sup> ფინანსური თუ სამართლებრივი აუდიტის

2010, P. 25.

<sup>777</sup> შეად. Hopt, Takeover, Secrecy, and Conflict of Interests: Problems for Board and Banks, in: Takeovers in English and German Law, (edit. J. Payne), 2002, P. 54-56.

<sup>778</sup> Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 26.

<sup>779</sup> ნებისმიერი ტრანზაქციის ღირებულების გამოთვლისთვის გამოიყენება კომპანიის ქონება, ინდუსტრიაში მისი ადგილი, ფინანსური პოზიცია, რეპუტაცია, მენეჯმენტი, კომერციული საიდუმლოებანი, ტექნოლოგიები, სავაჭრო ნიშანი და ა.შ. იხ. Vishwahath, Krishnamurti, Searching for Acquisitions, 2008, P. 27.

<sup>780</sup> Horn, Cross-Border Mergers and Acquisitions and the Law: An Introduction, 2001, P. 7.

<sup>781</sup> მაგალითად, კომერციული ბანკი ვალდებულია მოიწვიოს გარე აუდიტი და ეროვნული ბანკის მიერ დადგენილი წესით ჩაატაროს გარე აუდიტორული შემოწმება. იხ. „კომერციული ბანკების საქმიანობის შესახებ“ კანონის 27-ე მუხლი.

<sup>782</sup> აუდიტორულ ფირმათა საქმიანობას 2012 წლის 31 დეკემბრამდე არეგულირებდა „აუდიტორული საქმიანობის შესახებ“ საქართველოს კანონი. 2013 წლის 1 იანვრიდან ამოქმედდა საქართველოს კანონი „ბუღალტრული აღიჯგვისა და ფინანსური ანგარიშგების აუდიტის შესახებ“.

<sup>783</sup> საუბარია ფინანსურ *due diligence*-ის პროცედურაზე. იხ. Howson, Due Diligence, 2003, P. 45-68. *due diligence*-ის დეტალური ანალიზი ქვემოთ არის შემოთავაზებული. იხ. IV 3.4.5.

<sup>784</sup> გამონაკლისია „მტრული დაუფლების“ შესახებ შეთავაზების ეტაპი, როდესაც, ფაქტობრივად,

განხორციელება DD-ის ზემდგომ ფუნქციონალურ დანიშნულებას შეადგენს. შესაბამისად, აუდიტორის აუდიტორულ დასკვნაში წარმოდგენილი შედეგები კორპორაციულ კომბინაციათა დაგეგმარებასა და დადების გადაწყვეტილების მიღების მთავარი მოტივატორია.

აუდიტორული ფირმის პარარელურად, M&A-ის პროცესში განსაკუთრებული მნიშვნელობით ხასიათდება სამიზნე საზოგადოებისა და შემძენი/მიმპერტე-ბელი კომპანიის მენეჯმენტისა და აქციონერების როლი, ინსტიტუციონალური ინვესტორებისა და Hedge ფონდების ფუნქციონალური მხარე.<sup>785</sup>

### 3.4.2.3. ინსტიტუციონალური ინვესტირება, HEDGE ფონდები და კერძო ფონდები<sup>786</sup>

გამორჩეულია ინსტიტუციონალური ინვესტორების ფუნქციონალური დატვირთვა M&A-ის პროცესში.<sup>787</sup> ისინი, კაპიტალის ბაზრის საშუალებით, ტრანზაქციათა დაფინანსებასა და მომხმარებელთა პროფილის შექმნას უზრუნველყოფენ,<sup>788</sup> რომლებიც ორიენტირებული არიან საშუალო და მსხვილი კომპანიების სასესხო თუ საკუთარი კაპიტალით დაფინანსებაზე.<sup>789</sup> მსხვილი ტრანზაქცია ინსტიტუციონალური ინვესტორისგან მსხვილ კაპიტალს მოითხოვს, რასაც ისინი ერთგვარი ანაზღაურების კუთხითაც უკეთებენ უტილიზაციას.<sup>790</sup> თუ აქციათა საკონტროლო პაკეტის შეძენა დგას დღის წესრიგში, მაშინ ინსტიტუციონალური ინვესტორი ცდილობს გამყიდველისგან ერთგვარი ფასდაკლების მიღებას გასაყიდ აქციათა პაკეტზე.<sup>791</sup> ინსტიტუციონალურ ინვესტორთა კატალოგი შედგება საჯარო და კერძო საპენსიო ფონდების, სადაზღვევო კომპანიების, ბანკის სატრასტო დეპარტამენტებისა და ე.წ. *mutual* ფონდებისგან.<sup>792</sup> იმ შემთხვევაში, როდესაც ინსტიტუციონალური ინვესტორები ხდებიან ამა თუ

გამორიცხულია *due diligence*-ის განხორციელება. იხ. *Horn, Cross-Border Mergers and Acquisitions and the Law: An Introduction*, 2001, P. 8.

<sup>785</sup> *Horn, Cross-Border Mergers and Acquisitions and the Law: An Introduction*, 2001, P.6-7.

<sup>786</sup> private equity funds.

<sup>787</sup> მაგალითად, აშშ-ის ფასიანი ქაღალდების კომისიის მიერ გასულ საუკუნეში ჩატარებული ემპირიული კვლევები ინსტიტუციონალურ ინვესტორთა მსხვილ კაპიტალურ საკუთრებაზე მოუთითებს, რომელიც მტრული შეძენის დროს სამიზნე საზოგადოების წინააღმდეგ გამოიყენებოდა. იხ. *The Office of Economic Analysis, SEC, Institutional Ownership, Tender Offers and Long-Term Investments*, 1985, P. 1-23.

<sup>788</sup> *Vishwahath, Krishnamurti, Cross-Border acquisitions*, 2008, P. 187.

<sup>789</sup> *Pomerleano*, Introduction, 2005, P. XLVII.

<sup>790</sup> ე.წ. *offsetting effect*.

<sup>791</sup> *Gaughan*, *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, 5<sup>th</sup> ed., 2011, P. 566.

<sup>792</sup> *Fairfax*, *Shareholder Democracy*, 2011, P. 53; *Depamphilis*, *Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 27.



იმ კომპანიის აქციონერები, ისინი ფედერალური რეგულირების განსაკუთრებულ რეჟიმში ექცევიან: თუ გადაწყვეტენ ხმის მინდობილობით განკარგვას (*proxy*) ან ფლობენ საკონტროლო პაკეტს, ვალდებული არიან შეავსონ ფასიანი ქაღალდების კომისიაში ე.წ. *proxy statement*.<sup>793, 794</sup>

რაც შეეხება *Hedge* ფონდებსა<sup>795</sup> და კერძო სექტორს, ისინი, ძირითადად, ამხანაგობის ტიპის საზოგადოების ან ოფშორული საინვესტიციო კორპორაციების სახით გამოდიან ურთიერთობებში. მსგავსი სამართლებრივი კონსტრუქცია კომპლემენტარს შესაძლებლობას აძლევს კორპორაციაში მოიპოვოს კონტროლი და ზეგავლენა მოახდინოს მენეჯმენტზე ყოველგვარი სამართლებრივი შეზღუდვის გარეშე. იმ კომპანიებს, სადაც *Hedge* ფონდებსა<sup>796</sup> და კერძო სექტორს<sup>797</sup> ინვესტიცია აქვთ განხორციელებული, პორტფოლიო კომპანიებს უწოდებენ.<sup>798</sup> თავის მხრივ, საპენსიო ფონდები და სადაზღვევო კომპანიები ინვესტიციებს იმ კორპორაციებში ანიჭებენ უპირატესობას, სადაც *hedge* ფონდებს აქვთ კაპიტალი დაბანდებული.<sup>799</sup> მოკლედ, ზემოაღნიშნული სუბიექტები აქ-

<sup>793</sup> *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 98.

<sup>794</sup> საქართველოში ინსტიტუციონალური ინვესტორების საქმიანობის მომწესრიგებელი რეგულაციები „ეროვნული ბანკის შესახებ“ ორგანულ კანონსა (მაგალითად, სადაზღვევო კომპანია. სარეგულაციო საკითხი, ძირითადად, საქმიანობაზე ზედამხედველობას ეხება, 51-ე მუხლი) და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონშია მოცემული (მაგალითად, რეგულირებადი და არარეგულირებადი საინვესტიციო ფონდები, 43<sup>1</sup> მუხლი). მათი დაფუძნება მეწარმეთა შესახებ კანონის მიხედვით ხდება.

<sup>795</sup> *Cooper, Ramsey, A Hedge Fund Perspective*, in: *Swaps & Other Derivatives in 2003*, (chair *Rosen*), 2003, P. 215-221.

<sup>796</sup> *Fairfax, Shareholder Democracy*, 2011, P. 53-58.

<sup>797</sup> *Macey, Corporate Governance*, 2008, P. 241-251.

<sup>798</sup> *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P.27-28.

<sup>799</sup> *Hedge fund*-ის პარალელურად უნდა განიმარტოს *Private Equity fund*. *Hedge* ფონდი *Private Equity fund*-გან განსხვავდება ინვესტირების სტრატეგიით, ე.წ. *Lock-up* პერიოდით (ანუ ინვესტიციის განხორციელების ხანგრძლივობით, რომელიც მას მოეთხოვება) და მისი პორტფოლიოს ლიკვიდურობით. *Hedge* ფონდის სტრატეგია ისეთი ფინანსური ინსტრუმენტებით ვაჭრობას მოიცავს, როგორიც სასესხო ფასიანი ქაღალდი, აქცია, ოპციონები და ფიუჩერსებია. *Hedge* ფონდის მაღალი რისკის შემცველი სტრატეგია მოიცავს კორპორაციის რესტრუქტურიზაციას (მაგალითად, რესტრუქტურიზაციის სასესხო დაფინანსებას (*LBO*)) და საკრედიტო დერივატივებს. *Hedge* ფონდის ინვესტორებს გაცილებით ზომიერი შემზებლობა აქვთ მათ მიერ ინვესტირებულ ფულთან, ვიდრე *Private Equity* ფონდის ინვესტორებს. ისინი თავიანთი ინვესტიციის ლიკვიდურობის ზრდას სხვადასხვა კომპანიებში შედარებით მცირე ინვესტიციების განხორციელების გზით აღწევენ, რომლის კონვერტირება ნაღდ ფულში მარტივად არის შესაძლებელი. *Hedge* ფონდები თავიანთ ინვესტიციას 6 თვიდან 18 თვემდე პერიოდში ყიდიან, რათა შეინარჩუნონ საკმარისი ლიკვიდურობა. ზოგადად, *Lock-up* პერიოდი ერთი წლიდან სამ წლამდე მერყეობს. *Hedge* ფონდისგან განსხვავებით, *Private Equity* ფონდის მენეჯერები მაღალ არალიკვიდურ ინვესტიციებს გასცემენ არაკონტირებულ, დახურულ კომპანიათა ფასიან ქაღალდებში. ინვესტიციის თავდაპირველ პერიოდად განისაზღვრება ორი-სამი წელი, ხოლო

ტიურ როლს ასრულებენ შერწყმის და შეძენის ტრანზაქციათა ფორმირებაში. ისინი სპეციფიკური (*sue generis*) გაერთიანებებია, თუმცა, ფუნქციური თვალსაზრისით, ჰომოგენურობით გამოირჩევიან.



### 3.4.3. კოორპორაციითა შეძენის სამართლებრივი ფორმები, მქაანიზმები და ფინანსური ასპექტები

ტრანზაქციის სტრუქტურის ჰეტეროგენული ხასიათი მის სამართლებრივ ფორმას განაპირობებს. ტრანზაქციის შეძენით ფორმირებას რამდენიმე გასხვავებული წინაპირობა აქვს. წინაპირობები განსხვავდებიან შემძენი საზოგადოებისა და სამიზნე საზოგადოების პერსპექტივიდან. შემძენი საზოგადოების მენეჯმენტს თუ სურს კონკურენტი საწარმოს შესყიდვა<sup>800</sup> ან წარმოების ან ეკონომიკური სექტორის გაფართოება და არ სურს საკანონმდებლო რეგულაციების<sup>801</sup> ქვეშ მოხვედრა,<sup>802</sup> ის ახორციელებს სამიზნე საზოგადოების შესყ-

ამ ვადის გასვლის შემდეგ მისი ხანგრძლივობა 5-7 წლის ვადით შეიძლება განისაზღვროს, მაგრამ ამ პერიოდში ახალ ინვესტიციათა შემოდინება ნაკლებად ხდება. საბოლოოდ, მათი ხანგრძლივობა 10 წლამდე პერიოდს შეადგენს, რის შემდეგაც ფონდის წევრებს შორის ხდება ფულის ან წილების განაწილება საინვესტიციო პორტფოლიოს ფარგლებში. ასეთი ფონდები აფინანსებენ ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზებას კაპიტალის ბაზარზე (*IPO*), სასესხო დაფინანსებით გამოსყიდვას (*LBO*) და კორპორაციის რესტრუქტურირებას. განსხვავებით *Hedge* ფონდისგან, *Private Equity* ფონდი რისკების კონტროლის მექანიზმად იმ კომპანიის მენეჯმენტში აქტიურ მონაწილეობას იყენებს, რომელშიც ინვესტიცია აქვს განხორციელებული. იხ. *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 28-29.

<sup>800</sup> აშშ-ის ანტიმონოპოლიური კანონმდებლობა, კერძოდ, *Clayton Act*-ის მე-7 პარაგრაფი (ორიგინალი ვარიანტი კრძალავდა და ის მოიცავდა შერწყმის კომბინაციასაც, თუმცა შემდგომ წლებში, 1928, 1950 წლებში, მასში გარკვეული ცვლილებები შეიტანა კონგრესმა) პირდაპირ კრძალავს ისეთი ტიპის შეძენას, რომელიც ბაზარზე მონოპოლიური მდგომარეობის მოპოვებისკენ არის მიმართული ან ამცირებს კონკურენტუნარიან გარემოს. იხ. *ABA Section of Antitrust Law, Mergers and Acquisitions*, 3<sup>rd</sup> ed., 2008, P.2-8.

<sup>801</sup> არსებობს ერთი გამონაკლისი: თუ შემძენი საზოგადოება სამიზნე საზოგადოების აქციებს ნაღდი ფულით ყიდულობს, მაშინ ის არ ჯდება გადასახადისგან თავისუფალ ტრანზაქციათა კატეგორიებში (*IRC, SEC.368 (a)*), რადგან საგადასახადო ვალდებულებისგან გათავისუფლებული რეორგანიზაცია მოიცავს მხოლოდ აქციების შეძენას ხმის მიცემის უფლების მქონე აქციების სანაცვლოდ და არა ნაღდი ფულით შეძენას. შესაბამისად, ასეთი ტრანზაქცია იბეგრება აშშ-ის საგადასახადო კანონმდებლობის თანახმად. იხ. *Klein, Coffee, Business Organization and Finance*, 10<sup>th</sup> ed., 2007, P. 223; *Burke, Federal Income Taxation of Corporations and Stockholders*, 6<sup>th</sup> ed., 2007, P. 242-244.

<sup>802</sup> იგულისხმება ტრანზაქციის ნორმატიული რეგულირება, რადგან შეძენის ტრანზაქციის რეგულირება ხდება არა საკანონმდებლო დონეზე (*by operation of law*), არამედ ქონების გადაცემის შესახებ სახელშეკრულებო ურთიერთობათა ბაზისზე. იხ. *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 7.



იღვას.<sup>803</sup> თავის მხრივ, სამიზნე საზოგადოებას შესაძლოა არ სურდეს გადახდისუუნარობის საქმის წარმოების და იძულებითი ლიკვიდაციის დაწყება და იწყებს შემდეგი კომპანიის მოძიებას ქონების გაყიდვის ხელშეკრულების დასაღებად.<sup>804</sup> შესყიდვის დროს ხდება სამიზნე საზოგადოების მთლიანი ან-თითქმის მთლიანი ქონების შეძენა<sup>805</sup> ისე, რომ კომბინაციაში მონაწილე ორივე კორპორაცია ინარჩუნებს სამართალსუბიექტობას.<sup>806</sup> ხელშეკრულების საგანი სამიზნე საზოგადოების ინდივიდუალიზირებული ქონებაა მისი მატერიალური თუ არამატერიალური ქონებრივი სიკეთით.<sup>807</sup> შესაბამისად, შეძენის ხელშეკრულება კომპლექსური ხასიათის შეთანხმებას წარმოადგენს.<sup>808</sup> მის კომპლექსურობას განაპირობებს კომბინაციაში მონაწილე საზოგადოებათა მიერ სავალდებულო მოთხოვნათა დაცვა. კერძოდ, ორივე საზოგადოების ბორდი მონაწილეობს შეთანხმების მიღწევაში: ფასის განსაზღვრა, ანაზღაურების სახეობაზე შეჯერება,<sup>809</sup> გარანტიებსა და სხვა გარემოებებზე შეთანხმება.<sup>810</sup>

შეძენის ტრანზაქციის დამტკიცება ცალკე დილემას წარმოადგენს. პრობლემის ორ სხვადასხვა პოლუსს ხმის მიცემის პროცედურა და შეთანხმების ოფციური ხასიათი განაპირობებს. შეძენის დროს, ეკვაიერი საზოგადოება მოქმედებს ღირე ქტორთა საბჭოს მეშვეობით და მას, როგორც წესი, აქციონერთა თანხმობა არ სჭირდება სამიზნე საზოგადოების ქონების შესაძენად.<sup>811</sup> შემდეგნის-

<sup>803</sup> *Gevurtz, Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 692.

<sup>804</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 10.

<sup>805</sup> *Cox, Hazen, Business Organizations Law*, 3<sup>rd</sup> ed., 2011, P. 611-612. M.B.C.A. §12.01, Official Comment, 2009.

<sup>806</sup> *Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2009, §7044, P. 25.

<sup>807</sup> *Swartz, Lee, The Corporate, Securities, and M&A Lawyer's Job*, 2007, P.7.

<sup>808</sup> *Gevurtz, Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 693.

<sup>809</sup> შეძენის საშუალების განსაზღვრა – ნაღდი ფულის თუ აქციების სანაცვლოდ – რამდენიმე მნიშვნელოვან ფაქტორზეა დამოკიდებული: უნდა შეფასდეს შემდეგი საზოგადოების ქონება; უნდა შეფასდეს სამიზნე საზოგადოების ქონება; გამოანგარიშებულ უნდა იქნეს იმ აქციათა მაქსიმალური მაჩვენებელი, რაც შეიძლება გადაეცეს სამიზნე საზოგადოების აქციონერებს; უნდა განისაზღვროს ტრანზაქციის შედეგების სავარაუდო განვითარების ყველა შესაძლო სქემა. მაგალითად, თუ A კომპანიას სურს B კომპანიის 100 000 აქციის შეძენა, რომლის ცალობრივი ღირებულება 230 დოლარია, მაშინ ტრანზაქციის ღირებულება 23 000 000 დოლარს შეადგენს. თუ A კომპანიის აქციის ღირებულება 200 დოლარია, მაშინ B კომპანიის ერთი აქციის მისაღებად A კომპანიას მოუწევს  $(230/200)=1.15$  აქციის მიცემა, ანუ ჯამში 115 000 აქციის გადახდა. *Vishwahath, Krishnamurti, Design of Consideration in Acquisitions: Cash and Stock Offers*, 2008, P. 146-148.

<sup>810</sup> *Swartz, Lee, The Corporate, Securities, and M&A Lawyer's Job*, 2007, P. 7-11; *Gevurtz, Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 693.

<sup>811</sup> საკმარისია მხოლოდ ბორდის მიერ ტრანზაქციის დამტკიცება. იხ. *Cox, Hazen, Business Organizations Law*, 3<sup>rd</sup> ed., 2011, P. 607-608. თუმცა, განსხვავებული პოზიცია მდგომარეობს „თანაბარი ზომის“ კომპანიათა შორის შეძენის ფორმირებისას. არსებობს მოსაზრება, რომ მათი თანაბარეკვივალენტური ქონებრივი მდგომარეობა შემდეგი საზოგადოების აქციონერთა კრების თანხმობასაც ხდის სავალდებულოს. შეად. *Clark, Corporate Law*, 1986, P. 416.



გან განსხვავებით, სამიზნე საზოგადოების ბორდი განსაზღვრავს (და ამტკიცებს აქციონერთა საერთო კრებაზე წარდგენამდე) ქონების გაყიდვის შესახებ ტრანზაქციის დებულებებს,<sup>812</sup> ხოლო აქციონერთა საერთო კრება იწონებს (კენჭს უყრის) მას.<sup>813</sup> იმ შემთხვევაში,<sup>814</sup> თუ ქონების გაყიდვა კორპორაციის საკუთრების საკმარისობისთვის რაოდენობრივად მნიშვნელოვანია, სცდება ჩვეულებრივი საქმიანობის ფარგლებს<sup>815</sup> და საფრთხეს უქმნის საზოგადოების საქმიანობასა და არსებობას.<sup>816</sup> პარალელურად, შესაძლებელია ტრანზაქცია კომპანიის ღირებულების ნახევარზე მეტს არ წარმოადგენდეს, მაგრამ შეადგენდეს მის სუბსტანციურ ნაწილს და მოითხოვდეს აქციონერთა საერთო კრების მიერ მის მოწონებას.<sup>817</sup>

განსხვავებით აშშ-გან, ქართული მეწარმეთა კანონი, ტრანზაქციაზე უფლებამოსილების ერთგვარ დიფერენცირებულ დელეგირებას აკეთებს. განსხვავებულია ტრანზაქციაში მონაწილეთა ნებელობითი გამოვლინებები. ორივე მათგანის ინტერაქცია გარიგების ნამდვილობას უზრუნველყოფს. მეწარმეთა შესახებ კანონი, განსხვავებით აშშ-გან, როგორც გამსხვიებლის, ისე შემძენი კომპანიის საერთო კრების კომპეტენციაში გაწერს გადაწყვეტილების მიღების უფლებამოსილებას.<sup>818</sup> ანგარიშვალდებულ საწარმოში სამეთვალყურეო საბჭოს არსებობის პირობებში, ასეთი გადაწყვეტილების მიღება (ქონებრივი გასხვიება) მხოლოდ სამეთვალყურეო საბჭოს თანხმობით არის შესაძლებელია.<sup>819</sup>

<sup>812</sup> შესაბამისად, მოქმედებას იწყებს დირექტორთა ფიდუციური მოვალეობები. იხ. *Radin, The Business Judgment Rule*, 6<sup>th</sup> ed., Vol. III, 2009, P. 457-534; *Haas, Corporate Finance*, 2011, P. 672-676.

<sup>813</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 13-14.

<sup>814</sup> აქ იმ შემთხვევაზეა საუბარი, როდესაც აქციონერთა კრების გადაწყვეტილება აუცილებელია საზოგადოების ქონების ნასყიდობის ხელშეკრულების დასადასტურებლად. ამასთან, არსებობს სამოსამართლო პრაქტიკა, რომლის მიხედვითაც, თუ კორპორაცია გაკოტრების საფრთხის წინაშე დგას და საჭიროა დაუყოვნებელი გადაწყვეტილების მიღება ქონების გაყიდვის შესახებ, მაშინ ის შეიძლება ბორდმა აქციონერთა კრების გარეშე გაყიდოს. იხ. *Oskalossa Sav. Bank v. Mahaska County State Bank*, 219 N.W. 530 (Iowa 1928).

<sup>815</sup> ანალოგიური დანაწესია მოცემული მეწარმეთა შესახებ კანონში, რომელიც ყველა ღონისა თუ რაოდენობის (რაოდენობის დაკონკრეტება სამეთვალყურეო საბჭოს შეუძლია, ანუ იმ მინიმუმის კონსტანტირება, რომლის ზღვრის გადაცდომა „ჩვეულებრივ“ და „არაჩვეულებრივ“ სამეწარმეო საქმიანობის გამიჯნავი წერტილი იქნება. 55-ე მუხლის მე-8 პუნქტის ლ) ქვეპუნქტი.) ქონებრივი გასხვიებასა თუ შეძენას, რომელიც ჩვეულებრივ სამეწარმეო საქმიანობის ფარგლებს ცდება, საერთო კრების კომპეტენციაში აქცევს. იხ. მეწარმეთა შესახებ კანონის 54-ე მუხლის მე-6 პუნქტის ლ) ქვეპუნქტი.

<sup>816</sup> აღნიშნულის კონსტანტირება დელავერის უზენაესმა სასამართლომ საქმეზე *Gimberl v. Signal Co.*, 316 A.2d 619 1974 წელს მოახდინა. იხ. *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 516-521.

<sup>817</sup> *Katz v. Bregman* 431 A.2d 1274 (Del. Ch. 1981). ვრცლად, იხ. *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 521-526.

<sup>818</sup> მეწარმეთა შესახებ კანონის 54-ე მუხლის მე-6 პუნქტის ლ) ქვეპუნქტი.

<sup>819</sup> მეწარმეთა შესახებ კანონის 55-ე მუხლის მე-8 პუნქტის ლ) ქვეპუნქტი



კომპეტენციათა დელეგირების გეომეტრიული სიზუსტის არარსებობა მართვის ორგანოთა შორის კაზუსტიკურ ვითარებას ქმნის. მეწარმეთა შესახებ კანონი აქციონერთა საერთო კრებისა და სამეთვალყურეო საბჭოს კომპეტენციათა გამიჯვნისას, ევენტუალურად, ერთგვარ გადაფარვას ახდენს. საერთო კრების გადასაწყვეტ კატეგორიაში ქონებრივ შეძენა/გასხვისებას (*asset deal*) აქცევს. საერთო კრების კომპეტენციაში ქონებრივი და წილობრივი შეძენის გამიჯნული დაკონკრეტება არ არის წარმოდგენილი. გენერალური პრეზუმფციიდან გამომდინარე, საერთო კრების „ქონებრივი“ გასხვისების კომპეტენცია ფართო გაგებით შეიძლება განიმარტოს და მასში წილობრივი შეძენა/გასხვისებაც იქნეს მოაზრებული. მაგრამ ჰიპოტეტურ პრეზუმფციას სათავეშივე გამორიცხავს სამეთვალყურეო საბჭოსთვის კანონმდებლის მიერ დელეგირებული უფლებამოსილება. გენერალური დათქმა ეხება და მიჯნავს წილობრივ<sup>820</sup> და ქონებრივ<sup>821</sup> შეძენასა და გასხვისებას. ეს ნიშნავს, რომ კანონმდებლის მიერ საერთო კრების „ქონებრივი“ გარიგების დადების კომპეტენციის მიზნობრივი ცნება არ მოიცავს „წილობრივ“ შეძენა/გასხვისებას. აქ ვერ იმოქმედებს, ე.წ. საერთო კრების დაუწერელი კომპეტენციის დოქტრინა, რადგან მისი პრაქტიკირება მხოლოდ მაშინ არის შესაძლებელი, როდესაც სფეროს (საკითხის) მარეგულირებელი საკანონმდებლო დონეზე დელეგირებული კომპეტენცია მართვის არც ერთ სტრუქტურულ ორგანოს არ გააჩნია.<sup>822</sup> კოლიზიურ ვითარებას სამეთვალყურეო საბჭოს კომპეტენციაში იმ საკითხის გაწერა ქმნის, რომელიც არ არის მოცემული საერთო კრების უფლებამოსილებათა ლისტინგში. აღწერილი შემთხვევა უფლებამოსილებათა გადაფარვის კლასიკურ მოდელად არ უნდა იქნეს განხილული. მას „უფლებამოსილებათა აღმავალი შთანთქმა“ უნდა ეწოდოს. ეს კი წარმოუდგენელი ცდომილებაა. სამეთვალყურეო საბჭო ღირექტორატთან ერთად საერთო კრების წარმომადგენელი და ძირითადი პოლიტიკის პრაქტიკული აღმასრულებელია. მათ შორის ჩამოყალიბებული ურთიერთობა „პრინციპალ-აგენტის“ კონცეფტუალურ კონტექსტშია მოქცეული, სადაც გამორიცხულია აგენტისთვის პრინციპალის საკუთრებაზე იმაზე მეტი კომპეტენციის დელეგირება, რაც თავად საკუთრების მიმნდობს აქვს. მეტადრე, სახეზეა საკანონმდებლო ხარვეზი.<sup>823</sup> მიუხედავად ამისა, ხარვეზ-

<sup>820</sup> მეწარმეთა შესახებ კანონის 55-ე მუხლის მე-8 პუნქტის ა) ქვეპუნქტი.

<sup>821</sup> მეწარმეთა შესახებ კანონის 55-ე მუხლის მე-8 პუნქტის ლ) ქვეპუნქტი.

<sup>822</sup> დაუწერელი კომპეტენციის შესახებ არსებობს ცნობილი გერმანული სასამართლო გადაწყვეტილება, სადაც ზემოაღნიშნული თეზაა გატარებული. იხ. BGHZ 83, 122 ff (Hozmüller) = NJW 1982, S. 1703 ff; BGHZ 153, 47 = NZG 2003, 280 ff.

<sup>823</sup> აღნიშნული კაზუსტური საკითხის საბანკო სექტორის რეგულაციებზე დაყრდნობით შეიძლება გადაწყვეტილიყო. მაგრამ, კომერციული საქმიანობის შესახებ კანონის მე-14 მუხლის მე-5 პუნქტი სამეთვალყურეო საბჭოს კომპეტენციის მოსაწესრიგებლად მეწარმეთა შესახებ კანონს უთითებს სამი სპეციფიკური დათქმის დამატებით, რომელთაგან არც ერთი არ ეხება ქონებრივ თუ წილობრივ შეძენა/გასხვისებას. ლოგიკურად, ამოსავალი წერტილი მეწარმეთა შესახებ კანონში უნდა იქნეს მოძიებული.



ის განეიტრალება ნების კერძო ავტონომიის პრინციპული უტილიზირებით სრულდება. კანონმდებლის ნორმატიული დათქმა დისპოზიციური ხასიათისაა, რომლის შეცვლა საწესდებო დებულებებშია განხორციელებადი. შესაბამისად, ნებისმიერი ტიპოლოგიის მეწარმე სუბიექტს კერძო ავტონომიის პრინციპით ისეთი თავისუფლების დიპაზონი და მასში ლავირების საშუალება გააჩნია, რომ საწესდებო დათქმით „უფლებამოსილებათა აღმავალი შთანთქმის“ საშიშროების პრევენცირება კითხვის ნიშნის ქვეშ დგება.

რაც შეეხება შეძენას, შესყიდვის ხელშეკრულების ოფციურ<sup>824</sup> მხარეს შეთანხმების საგნის<sup>825</sup> დამოუკიდებლად განსაზღვრის შესაძლებლობა ადგენს. ზოგადად, როდესაც კორპორაცია თავის ქონებას მიყიდის მეორე კორპორაციას, ამ უკანასკნელზე სამიზნე საზოგადოების ვალები და ვალდებულებები, როგორც წესი, არ გადადის.<sup>826</sup> აღნიშნული დანაწესის გამოყენებას წინაპირობად ქონების გადაცემის ხელშეკრულების სამართლიანი პუნქტების განსაზღვრა, ამ ქონების კეთილსინდისიერად გადაცემა და სამართლიანი ანაზღაურების მიღება უდევს.<sup>827</sup> ეს გამომდინარეობს შეძენის ხელშეკრულების მარტივი ვალდებულებით სამართლებრივი ხასიათიდან, სადაც მხარეებს შეუძლიათ განსაზღვრონ ის აქტივები

<sup>824</sup> დებულებათა განსაზღვრის დისპოზიციური შესაძლებლობა, სადაც ხელშეკრულების თავისუფლების პრინციპი სრული დატვირთვით რეალიზდება. იხ. *Durham, The Fall and Rise of Freedom of Contract*, 1999, P. 281-301. შეად. *Bebchuk, Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments*, 102 Harv. L. Rev., 1989, P. 1820.

<sup>825</sup> შეთანხმების საგნის მიმართებით რამდენიმე მნიშვნელოვანი განსაზღვრებაა გასაკეთებელი. ის, პირველ რიგში, მოიცავს იმ ქონებრივ, ტექნიკურ შენობა-ნაგებობებს, მოწყობილობებსა და დანადგარებს, რომელზეც დგას კორპორაციის, როგორც სამართლებრივი მოცემულობის, შინაარსობრივი მხარე. ისინი ეკონომიკური გაგებით საწარმოს ერთიანობას ქმნიან, რომელიც მანუფაქტურულ-ტექნიკურ მხარეს უზრუნველყოფს მომხმარებელამდე პროდუქტის მიტანისთვის. რაც შეეხება მეორე ნაწილს, აქ უკვე მოიაზრება არამატერიალური ქონებრივი სიკეთე, გუდვილი, საზოგადოების სახელი, ფრენშიზი, საზოგადოების სამომავლო გამოთვლადი ღირებულება; ქონებრივ და არაქონებრივ სიკეთესთან ერთად, სახელშეკრულებო შეთანხმების საგანს არსებული, წარსულში სამიზნე საზოგადოების მიერ განხორციელებული ქმედების სამომავლო ვალდებულება ან დელიქტიდან წარმოშობილი ვალდებულებები და ვალები (სესხები, კრედიტები) წარმოადგენს, რომელიც გადადის შემძენზე და რომელიც შეიძლება, ასევე, ქონებრივ ან არაქონებრივ ურთიერთობასაც მოიცავდეს. ამიტომ, *asset acquisition* ქონებრივი შეძენის დესკრიფციულ ეკვივალენტს წარმოადგენს. იხ. *Swartz, Lee, The Corporate, Securities, and M&A Lawyer's Job*, 2007, P.7-8; *Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials*, 2000, P. 747-749. შეად. *ქირია, ქერაშვილი, Mergers & Acquisitions – საწარმოთა შერწყმა და შეძენა (სამართლებრივი საფუძვლები)*, „სამართლის ჟურნალი, №1, 2012, გვ. 163, 166-167.

<sup>826</sup> *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2009, §7122, P. 172-179, 209.

<sup>827</sup> *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2009, §7122, P. 216-217.



და პასივები, თუ რა გადავა შემძენზე<sup>828</sup> და რა არ გადავა.<sup>829, 830</sup> აღნიშნულ ზოგად დებულებას რამდენიმე კონცეპტუალური გამონაკლისი აქვს.<sup>831</sup> შემსყიდველი კორპორაციის ვალდებულებათა უფლებამონაცვლედ მიჩნევის გინერირება<sup>832</sup> შეიძლება თუ ხელშეკრულებაში გამოხატული<sup>833</sup> ან ნაგულისხმევი იყო ვალდებულებათა გადასვლა,<sup>834</sup> ან სახეზეა კორპორაციათა დე ფაქტო შერწყმა ან კონსოლიდაცია,<sup>835</sup> ან არსებობს თაღლითურად დადებული ტრანზაქციის ელემენტები,<sup>836</sup> ან შემძენი კორპორაცია გამყიდველი კომპანიის საქმიანობის გამგრძელებლად მიიჩნევა.<sup>837</sup> ყველა დანარჩენ შემთხვევაში, შემძენი საზოგად

<sup>828</sup> ეკვაირ კორპორაციას რამდენიმე საფუძველი შეიძლება გააჩნდეს. პირველი, მას შეიძლება არ სურდეს საკუთარი აქციონერების წილობრივი მონაწილეობის შემცირება სამიზნე საზოგადოების აქციონერთა შემომატების ხარჯზე; არ სურდეს შეუფასებელ პასივებზე პასუხისმგებლობის აღება; ან სურდეს სამიზნე საზოგადოების ცალკე სამართლებრივ სუბიექტად დარჩენა საგადასახადო მიზნებისთვის. იხ. *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 527.

<sup>829</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 8.

<sup>830</sup> საინტერესოა, მაგრამ ამ შემთხვევას თავისი „გაგრძელება“ აქვს. მისი „გაგრძელების“ მიხედვით, თუ მყიდველი არ იკისრებს გამყიდველი საწარმოს ვალების საკუთარი პასუხისმგებლობის ქვეშ აღებას შესყიდვის ხელშეკრულებით, ამით ის პასუხისმგებლობას „გადაივადებს“. კერძოდ, თუ სუბსტანციურად მთლიანი ქონების შეძენა განხორციელდა და სამიზნე საზოგადოება დაშლას გადაწყვეტს, ჩვეულებრივ, სამიზნე საზოგადოების აქციონერებისთვის შემძენისგან მიღებული შემოსავლის განაწილებამდე, ეკვაირ საზოგადოებას მოეთხოვება მისი ვალების გადახდა. იხ. *Gevurtz, Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 687. ქვემოთ განვითარებული მოსაზრება მიმდინარე სქოლიოში წარმოდგენილ შემთხვევას ერთგვარი ეჭვის ქვეშ აყენებს, მაგრამ, საინტერესოა, რომ დელიქტური სამართალი შემძენ საზოგადოებას პასუხისმგებლობის სუბიექტად აქცევს იმ ვალდებულებებისთვის, რომელიც შეძენილი ფირმის მიმართ წარსულში დადგა, ან მიმდინარე საქმიანობაში იქნება ან მომავალში დადგება მისი ქონებიდან გამომდინარე. იხ. *Klein, Coffee, Business Organization and Finance*, 2007, 10<sup>th</sup> ed., P. 222-223. შეად. *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2009, §7114, P. 173.

<sup>831</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 7-8.

<sup>832</sup> *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 1097-1144.

<sup>833</sup> *Carbelo-Rodriguez v. Clark Equipment Cp.*, 147 F Supp 2d 63 (D 2001); *Knoll Pharmaceutical Co. v. Automobile Insurance Co.*, 167 F Supp 2d 1004 (ND III 2001).

<sup>834</sup> *Richmond, Virginia v. Madison Management Group*, 918 F2d 438 (CA4 1990); *Keller v. Clark Equipment Co.*, 715 F2d 1280 (CA8 1983); *Tracy by Tracy v. Winchester Repeating Arms Co.*, 745 F Supp 1099 (Ed Pa 1990).

<sup>835</sup> *Cargo Partner AG v. Albatrans, Inc.*, 352 F3d 41 (CA2 2003); *Kaiser Foundation Health Plan of Mid-Atlantic States v. Clary & Moory, P.C.*, 123F3d 201 (CA4 1997).

<sup>836</sup> თუ ტრანზაქცია სხვა კორპორაციის აქციონერთა მოსატყუებლად თაღლითურად დაიდო, მაშინ იმ კორპორაციის აქციონერები უფლებამოსილი არიან „გაყენონ“ ასეთ ქონებას მის „მჭერამდე“ და დაიკაფოფილონ მოთხოვნა ან შემძენი სამიზნე საზოგადოების უფლებამონაცვლედ იქნენ ცნობილი. *Lessard v. Applied Risk Mgmt.*, 307 F3d 1020 (CA9 2002); *Alcan Aluminum Corp. v. Electronic Metal Products, Inc.*, 837 P2d 282 (Colo App 1992).

<sup>837</sup> საუბარია „სამეწარმეო საქმიანობის განგრძობადობის შესახებ“ თეორიაზე. უკანასკნელ შემთხვევაში ჩვეულებრივი რეორგანიზაციის პროცედურა მოიაზრება. რეორგანიზაციის თანახმად კი, ქონებასთან ერთად ყველა ვალი და ვალდებულება უფლებამონაცვლეზე გადადის.



დოება არ არის პასუხისმგებელი შეძენილი საზოგადოების ვალებსა და ვალდებულებებზე. ვალდებულებათა გადასვლა უმნიშვნელოვანესი საკითხია, რომელიც ქონების შეძენა-გადასვლის პარალელურ რეჟიმში უნდა იქნეს გაანალიზებული. მაგალითად, ქართული საგადასახადო კანონმდებლობით, საგადასახადო ვალდებულება შეძენილი ქონების პროპორციულად გადადის გამყოფი ბალანსით. ქონების შეძენის და გადასვლის მექანიზმთა სინთეზური დესკრიფცია შეძენის კომბინაციის სრულფასოვან პანორამას შექმნის *M&A*-ის ლაბორინთულ პროცესში.

### 3.4.3.1. სამიზნე საზოგადოების ქონებრივი შეძენა და სახეები

#### 3.4.3.1.1. ქონებრივი შეძენა<sup>838</sup>

##### 3.4.3.1.1.1. ქონებრივი შეძენა ნაღდი ფულით<sup>839</sup>

ქონების შეძენის შესრულების ორი ძირითადი სამართლებრივი ინსტრუმენტალური მიდგომა არსებობს. პირველი - სამიზნე საზოგადოების ქონების ნაღდი ფულის სანაცვლოდ შეძენა, ხოლო მეორე შემძენი საზოგადოების აქციათა სანაცვლოდ შესყიდვაა. არჩევანის თავისუფლება არსებული რეგულაციების სოფისტიკური მანიპულაციებისთვის გამოიყენება.<sup>840</sup> კორპორაციული კომბინაციის *CAFAA*-ის სახით ფორმირების პირველი ეტაპი სავარაუდო ტრანზაქციისთვის ხმის მიცემის სეგმენტია. სამიზნე საზოგადოების აქციონერები საერთო კრებაზე ღებულობენ ტრანზაქციის შესრულების შესახებ გადაწყვეტილებას. საპირისპიროდ, შემძენი საზოგადოების აქციონერებს, განსხვავებით საქართველოსგან, არ სჭირდებათ ხმის მიცემა. მეორე ეტაპზე, ეკვაიერი კომპანია ნაღდ ფულს იხდის სამიზნე საზოგადოების ყველა ან თითქმის მთლიანი ქონების სანაცვლოდ,<sup>841</sup> ხოლო სამიზნე საზოგადოება გადასცემს ქონებას და იმ

იხ. *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2009, §7124.10, P.277-288. მეწარმეთა შესახებ კანონის 14<sup>4</sup> მუხლის მე-4 და მე-5 პუნქტები ადგენენ რეორგანიზირებულ საწარმოთა უფლებამონაცვლეს, ხოლო საქართველოს საგადასახადო კოდექსის 56-ე მუხლი პირდაპირ მითითებას აკეთებს რეორგანიზირებული საზოგადოების უფლებამონაცვლის მიერ საგადასახადო ვალდებულებათა შესრულების მოვალეობაზე.

<sup>838</sup> *asset acquisition*.

<sup>839</sup> ე.წ. *cash-for-asset-acquisition (CAFAA)*.

<sup>840</sup> *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 9.

<sup>841</sup> მაგალითად, თუ შემძენი ყიდულობს სამიზნე საზოგადოების 100 000 დოლარად ღირებულ შენობას, მაშინ შემძენი ვალდებულია იგივე რაოდენობის ნაღდი ფული გადაიხადოს. ეს არის შეფასების ისტორიული მეთოდი. იხ. *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 259.



კონკრეტულ ვალდებულებებს, რაც მათ სახელშეკრულებო შეთანხმების საგანს წარმოადგენდა.<sup>842</sup> ქონების ფულით შეძენის შედეგად, სამიზნე საზოგადოების აქციონერებს რჩებათ უბრალოდ „სამართალსუბიექტი“ კორპორაცია, რომლის ერთადერთი კაპიტალს შეძენის ტრანზაქციიდან შემოსული ფული წარმოადგენს.<sup>843</sup> ისინი აღარ ფლობენ სხვა სახის აქტივს ამ საზოგადოებაში.<sup>844</sup> შესაბამისად, სამიზნე საზოგადოების აქციონერებს საშუალება ეძლევათ პირდაპირ გაინაწილონ მიღებული შემოსავალი<sup>845</sup> ან განაცხადონ საწარმოს ლიკვიდაციის<sup>846</sup> დაწყების შესახებ.<sup>847</sup> ლიკვიდაციის დაწყებას, თავის მხრივ, აქციონერთა კრების გადაწყვეტილება ესაჭიროება.<sup>848</sup> საზოგადოების დაშლის შემდეგ აქციონერები ღებულობენ ნაღდ ფულს მათი წილების პროპორციულად.<sup>849</sup> თუ

<sup>842</sup> Oesterle, Mergers and Acquisitions, 2006, P.11.

<sup>843</sup> Haas, Corporate Finance, 2011, P. 574-579.

<sup>844</sup> ამიტომ, ასეთ დროს დღის წესრიგში დგება კორპორაციის დაშლის საკითხი, რადგან სახეზე მისი ქვეკაპიტალიზაციაა და თუ შეძენის შედეგად სამიზნე საზოგადოებას აღარ დარჩება აღმასრულებელი მენეჯმენტი, ქონება (რადგან მისი ერთადერთი კაპიტალი ქონების გაყიდვით შემოსული ფულია), მაშინ ის ფორმალური სახის მეწარმე სუბიექტად აღიქმება და სამართლებრივი რეგულაციებიდან გამომდინარე დაიშლება, ან მისი ალტერნატიული ვარიანტი: განახორციელონ მიღებული ფულის რეინვესტიცია, რის შედეგადაც სამიზნე კორპორაცია პოლდინგური ტიპის საზოგადოებად გარდაიქმნება. იხ. *Gevurtz, Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 695; *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2009, §7083, P. 106-107; §7046, P. 31-34. თუ რეინვესტირებას განახორციელებს სამიზნე საზოგადოების აქციონერი ფასიან ქაღალდებში ან აქციებში, მაშინ ის ჩაჯდება რეორგანიზაციის განმარტებაში და ტრანზაქცია საგადასახადო ბეგარისგან გათავისუფლდება. იხ. IRC, SEC. 368 (a).

<sup>845</sup> ასეთ შემთხვევაში სამიზნე საზოგადოება ორმაგი დაბეგვრის რეჟიმში მოექცევა: პირველად დაიბეგრება, როდესაც სამიზნე საზოგადოება, როგორც სამართალსუბიექტი გაყიდის ქონებას, ხოლო მეორედ – როდესაც შემოსული ფული აქციონერებს შორის მათი წილების პროპორციულად განაწილდება. იხ. *Haas, Corporate Finance*, 2011, P. 575.

<sup>846</sup> *Gevurtz, Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 695. შეად. *Clark, Corporate Law*, 1986, P. 419.

<sup>847</sup> განასხვავებენ საზოგადოების საქმიანობის შეწყვეტას (*dissolution*) და საზოგადოების დაშლას (*wind-up*), რომლის საბოლოო შედეგი ლიკვიდაციის უტოლდება. სამეწარმეო საქმიანობის ნებაყოფლობითი შეწყვეტა საქმიანობის შეჩერებას ნიშნავს, რომელიც უნდა მიიღოს აქციონერთა საერთო კრებამ, შემდეგ კი შეავსოს სპეციალური შეტყობინება შტატების სამდივნოში შეწყვეტის შესახებ. ამის შემდეგ იწყება სწორედ დაშლის პროცედურა, რომელიც მოიცავს კორპორაციის ქონების „შეგროვებას“ და რეალიზაციას, კრედიტორთა მოთხოვნების დაკმაყოფილებას და დარჩენილი ნაწილის აქციონერებს შორის განაწილებას. *Dissolution*-ის შემდეგ, კორპორაციას მხოლოდ იმ გარიგებათა დადების უფლებამოსილება აქვს, რაც დაშლის პროცედურისთვის არის აუცილებელია. დაშლის პროცედურის დასრულების შემდეგ, ღირებულებითი ვალდებულება შტატების მდივანთან შეავსოს *The Article of Dissolution*, რის შემდეგაც შტატების სამდივნო გასცემს საქმიანობის შეწყვეტის შესახებ სერტიფიკატს (*certificate of dissolution*), და კორპორაცია წყვეტს არსებობას. იხ. *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 291-334; შეად. *Gevurtz, Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 695.

<sup>848</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 16. იხ. მეწარმეთა შესახებ კანონის მე-14 მუხლის პირველი პუნქტი.

<sup>849</sup> *Clark, Corporate Law*, 1986, P. 420. იხ. მეწარმეთა შესახებ კანონის მე-14 მუხლის მე-9





CAFAA შესრულება ორეტაპიანი კორპორაციული ქმედებით,<sup>850</sup> მაშინ სახეზე იქნება ისეთივე შედეგი, როგორიც *Cash-out Merger*-ის<sup>851</sup> დროს ღებება.<sup>852</sup> მაგრამ რა შედეგები ღებება CAFAA-ის დასრულების მომდევნო ეტაპზე კორპორაციითა სტრუქტურული ერთეულებისთვის?! პასუხი ორი მიმართულებით უნდა განვირცოთ. პირველი - შემძენ საზოგადოებასთან, ხოლო მეორე სამიზნე საზოგადოებასთან მიმართებით. შემსყიდველი საზოგადოების სტრუქტურა არც ორგანიზაციული და არც სტრატეგიული კონტროლის კუთხით არსებით ცვლილებას არ განიცდის. ის ყიდულობს სამეწარმეო საქმიანობის რომელიმე მისთვის მნიშვნელოვან სფეროში ფუნქციონირებადი საზოგადოების ქონებას ანუ ახორციელებს ერთგვარ დივერსიფიცირებულ ინვესტირებას. აქციონერთა სტრუქტურა, კაპიტალის სტრუქტურა<sup>853</sup> და ორგანიზაციული მართვის სტრუქტურა (მენეჯმენტი) უცვლელი რჩება. ერთადერთი ცვლილება ხდება კორპორაციის საბალანსო მონაცემებში: ხდება ნაღდი ფულის გადინება და მის ადგილს ნაკლებად ლიკვიდური ქონება იკავებს ანუ საბალანსო აღრიცხვის შემადგენელი სამი ელემენტი იცვლება.<sup>854</sup> ბუღალტრული აღრიცხვის ცვალებადობა მნიშვნელოვან ეკონომიკურ პერსპექტივათა ცვლილების საფუძველი შეიძლება გახდეს,<sup>855</sup> მაგრამ ის არსებით გავლენას კორპორაციის სტრუქტურულ ელემენტებზე, სამართლებრივი გაგებით, არ ახდენს.<sup>856</sup>

რაც შეეხება სამიზნე საზოგადოების ორგანიზაციულ და სტრატეგიულ

პუნქტის მეორე წინადადება.

<sup>850</sup> ქონების გაყიდვა და საზოგადოების დაშლა.

<sup>851</sup> *Cash-Out Merger*-ის ადაპტაცია ყველა იურისდიქციაში არ არის განხორციელებული. აღსანიშნავია, რომ აშშ-ში პირველი შტატი ფლორიდა იყო, რომელმაც 1925 წელს *Cash-Out Merger*-ის გამოყენების საკანონმდებლო ადაპტირება განიცადა. იხ. *Venturuzzo, Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposal, Working Paper №137, 2009*, P. 12.

<sup>852</sup> *Oesterle, Mergers and Acquisitions*, 2006, P. 6-7; შეად. *Gevurtz, Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 760-764.

<sup>853</sup> შეად. *Lind, Schwarz, Lathrope, Rosenberg, Fundamentals of Corporate Taxation*, 8<sup>th</sup> ed., 2012, P. 114-124.

<sup>854</sup> მცირდება ბალანსში არსებული ნაღდი ფულის წილობრივი მონაცემი, იზრდება ქონებრივი მაჩვენებელი, მაგრამ, რაც მთავარია, ეს არ ხდება ერთმანეთის პირდაპირპროპორციულად (თუმცა ბალანსი არ ირღვევა), რადგან შემძენი საზოგადოება, როგორც წესი, სამიზნე საზოგადოების შეძენის დროს მის (სამიზნე) კორპორაციის ქონების საბაზრო ღირებულებაზე მეტს იხდის. ფული და ქონება კი ბალანსის ერთი და იმავე მხარეს არის განთავსებული. იხ. *Klein, Coffee, Business Organization and Finance*, 2007, 10<sup>th</sup> ed., P. 225-230; *Pinto, Branson., Understanding Corporate Law*, 3<sup>rd</sup> ed., 2009, P. 78-85; *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 260.

<sup>855</sup> შერწყმის და შეძენის დაფინანსების, მისი ღირებულების და საბალანსო აღრიცხვის შესახებ ეკონომიკური ფორმულირებისთვის, იხ. *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 281-396.

<sup>856</sup> ის არ იწვევს კაპიტალის სტრუქტურის ან აქციონერთა სტრუქტურის ცვლილებას და რჩება ცალკე სამართლის ფიქციად, სუბიექტად. იხ. *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2009, §7044, P. 25.



სტრუქტურულ ცვლილებას, მასში ცვლილებათა განხორციელება ყოველგვარი ზეგავლენის გარეშე მიმდინარეობს. მისი საფუძველი აქციონერთა საერთო კრებისა და მენეჯმენტის ნებაყოფლობითი გადაწყვეტილებაა. ქონების ნაღდი ფულის სანაცვლოდ გაყიდვის თაობაზე.<sup>857</sup> ქონების გაყიდვა შეიძლება სამიზნე საზოგადოების სრული ორგანიზაციული რესტრუქტურის პარალელურად დაედოს საფუძვლად. მიუხედავად იმისა, რომ აქციონერთა სტრუქტურა უცვლელი რჩება<sup>858</sup> და არ იცვლება მენეჯმენტი, იცვლება საბალანსო მონაცემთა სტრუქტურა – მის სრულ კაპიტალიზაციას (ქონებას) ქონების გაყიდვით შემოსული სავალუტო აქტივი წარმოადგენს, რომლის ნაწილიც საგადასახადო და სალიკვიდაციო პროცესში კრედიტორთა დასაკმაყოფილებლად მიედინება.<sup>859</sup> მიუხედავად იმისა, რომ კორპორაციას არსებობა მსგავსი ფორმითაც (ქონების გარეშე) შეუძლია განაგრძოს, ის, ძირითადად, ან ჰოლდინგურ კომპანიად გარდაიქმნება<sup>860</sup> ან ლიკვიდაციას განიცდის.<sup>861</sup> ჰოლდინგური საზოგადოების ჩამოყალიბება აქციონერთა სტრუქტურული ცვლილებების სამომავლო დეტერმინანტი შეიძლება გახდეს.<sup>862</sup> ზოლო, სანამ ქონების გამსხვილებელი კომპანია ლიკვიდაციას მოახდენდეს, ის ჩვეულებრივ ინარჩუნებს სამართლებრივ იდენტობას, როგორც ქონების გაყიდვამდე. თუ სამიზნე საზოგადოება ლიკვიდაციას განაზოგადოებს, აქ კორპორაციულ სტრუქტურულ ერთეულთა ცვლილებაზე მსჯელობა ავტომატურად წყდება.

#### 3.4.3.1.1.2. ქონებრივი შეძენა აქციების საშუალებით

ქონების შეძენა ეკვივრებს კომპანიის აქციების სანაცვლოდ მეწარმე სუბიექტის ქონებრივი შესყიდვის მეორე ინსტრუმენტალური საშუალებას. ქონებრივი შეძენის ეს სახე ფაქტობრივ იდენტურობას იჩენს ნაღდი ფულით შეძენასთან. მოცემულ შემთხვევაშიც ღდება ნასყიდობის ხელშეკრულება, სადაც განისაზღვრება შესასყიდი ქონების, აქტივებისა და პასივების რაოდენობა, რომელიც შეძენი საზოგადოების პასუხისმგებლობის ქვეშ გადავა. მაგრამ ნაღდი ფულით შეძენისგან განსხვავებით, აქ ანაზღაურების სახედ აქციების კონსტანტირება ხდება.<sup>863</sup> ტექნიკურად ეს ნიშნავს სამიზნე საზოგადოების-

<sup>857</sup> *Gilson*, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, 1986, P. 526-528.

<sup>858</sup> ანუ არ ხდება აქციონერთა როტაცია.

<sup>859</sup> *Cox, Hazen*, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 310-320.

<sup>860</sup> *Fletcher*, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2009, §7083, P. 106.

<sup>861</sup> *Oesterle*, Mergers and Acquisitions, 2006, P. 12. შეად. *Cox, Hazen*, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 292-293.

<sup>862</sup> თუ ასეთი ჰოლდინგის წილებს გაასხვიებენ და ინვესტიციას განაზოგადოებენ მასში.

<sup>863</sup> *Haas*, Corporate Finance, 2011, P. 579.



ვის მისივე ქონების სანაცვლოდ შეძენი საზოგადოების ხმის უფლების მქონე აქციების გადაცემას,<sup>864</sup> ანუ შეძენი კორპორაცია იყენებს საკუთარ აქციებს სხვა კომპანიის ქონებრივი შეძენისთვის.<sup>865</sup> თუ აქციებით ქონებრივი შეძენის შემდგომ სამიზნე კორპორაცია გამოიყენებს შეძენის მეორე ეტაპის რეალიზების სამართლებრივ შესაძლებლობას, მაშინ ტრანზაქციის სქემა შემდეგნაირად განვითარდება: სამიზნე საზოგადოება, რომლის ქონება შეძენი საზოგადოების აქციებისგან შედგება, მიიღებს ლიკვიდაციის შესახებ გადაწყვეტილებას, ხოლო მისი აქციონერები ლიკვიდაციის დასრულებისას მიიღებენ შეძენი საზოგადოების აქციებს *pro rata* სალიკვიდაციო დივიდენდის სახით.<sup>866</sup> საზოგადოების დაშლის გარდა, სამიზნე საზოგადოებას შეუძლია შეძენი კორპორაციისგან მიღებული ანაზღაურება აქციონერებს შორის გაანაწილოს კაპიტალის შემცირების საშუალებით.<sup>867</sup> შედეგი ისეთივე დადგება, როგორც შერწყმის შედეგად.<sup>868</sup>

განსხვავებით ნაღდი ფულით ქონებრივი შეძენისგან, აქციებით შეძენა საგადასახადო გადასახადისგან თავისუფალ ტრანზაქციათა რიცხვს მიეკუთვნება.<sup>869</sup> თითქმის მსგავსი რეგულირებაა ქონებრივი შეძენის ორივე მეთოდის ხმის მიცემის კუთხით: სამიზნე კორპორაციის აქციონერთა საერთო კრების გადაწყვეტილებაა ორივე შემთხვევაში საჭირო, ხოლო შეძენი საზოგადოების აქციონერები ხმის მიცემის გზით მონაწილეობას არ ღებულობენ შეძენის ტრანზაქციის ფორმირებაში.<sup>870</sup> თუ შეძენი საზოგადოება თანხმდება ქონებრივ

<sup>864</sup> IRC SEC. 368 (a)(1)(c).

<sup>865</sup> Oesterle, Mergers and Acquisitions, 2006, P. 13.

<sup>866</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 21; Haas, Corporate Finance, 2011, P. 580.

<sup>867</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 22.

<sup>868</sup> Oesterle, Mergers and Acquisitions, 2006, P. 6.

<sup>869</sup> Federal Income Tax, Code and Regulations, (edit. Dickinson), 2012-2013, P. 341-342.

საქართველოს საგადასახადო კოდექსი, 152-ე მუხლი.

<sup>870</sup> Oesterle, Mergers and Acquisitions, 2006, P. 13. აშშ-ში მოცემული საკითხის რეგულირება განსხვავებულია შტატების სიმრავლესთან ერთად. მაგალითად, დელავერის საკორპორაციო სამართალი არ ითხოვს შეძენი საზოგადოების აქციონერთა საერთო კრების გადაწყვეტილებას მაშინ, როცა ბიზნეს კორპორაციათა მოდელური კანონი ასეთ მოთხოვნას აყენებს, თუ ხმის მიცემის ძალაუფლება 1/6-ით მცირდება აქციებით ქონებრივი შეძენის შემთხვევაში. იხ. R.M.B.C.A §6.21 (f). მეწარმეთა შესახებ კანონში ასეთი რეგულაცია არ არის, თუმცა პარტნიორთა საწესდებო შეთანხმებით შესაძლებელია ხმის უფლების დელუციის კვოტის დადგენა. აშშ-ის საკანონმდებლო რეგულაციასთან მიმსგავსებული ნორმატიულად დადგენილი ორმაგი რესტრიქცია საქართველოში კომერციული ბანკების საქმიანობის შესახებ კანონშია მოცემული. კერძოდ, კომერციულ ბანკს სხვა იურიდიული პირის საწესდებო კაპიტალის 20%-ზე მეტის ფლობა („ფლობა“, მიმდინარე მიზნებისთვის, უნდა განიმარტოს „შეძენად“), ეროვნული ბანკის ნებართვის გარეშე, არ შეუძლია (I რესტრიქცია), რომელიც, იმავედროულად, არ უნდა აღმატებოდეს ბანკის სააქციო კაპიტალის 15%-ს (II რესტრიქცია). ე.ი. კომერციული ბანკის საერთო კრებისა და სამეთვალყურეო საბჭოს მიერ მიღებულ გადაწყვეტილებათა პრაქტიკირებას ეროვნული ბანკის თანხმობაც სჭირდება, თუ ზემოაღნიშნულ ზღვარს მიღმა მოისურვებს



შეძენაზე აქციათა სანაცვლოდ, მაგრამ მას არ გააჩნია საკმარისი ნებადართული (*authorized*) და გამოშვებული (*issued*) აქციები, მაშინ ბორდი (დირექტორატი) იძულებულია მიმართოს აქციონერთა საერთო კრებას ახალი აქციების გამოშვებისთვის წესდებაში ნებადართული აქციების რაოდენობის გაზრდაზე. ცვლილებების შესატანად.<sup>871</sup> უკანასკნელი კომპლექსური ოპერაციული ქმედება *ex ante* შიდა ორგანიზაციულ რეგულირებას მოითხოვს.

სამიზნე საზოგადოების ქონებრივი შეძენა აქციების საშუალებით შემძენი საზოგადოების აქციონერთათვის ორ ნეგატიურ შედეგს წარმოშობს.<sup>872</sup> პირველი, ტრანზაქციის წარუმატებლობა, რომელიც ქონებრივი შეძენის შედეგად დადგა, არ ხდება მათთვის პროტესტის უფლების მინიჭების (*appraisal right*) საფუძველი.<sup>873</sup> მეორე, მიუხედავად შტატების მიხედვით განსხვავებულობისა, შემძენი საზოგადოების აქციონერების აქციებით ქონებრივი შეძენის ტრანზაქციის ფორმირებაში ხმის უფლებით, ძირითადად, ვერ სარგებლობენ.<sup>874</sup>

დაბოლოს, ქონებრივი შეძენა აქციების სანაცვლოდ კონკრეტულ *ex post*

---

ბანკი ტრანზაქციის დადებას. იხ. კომერციული ბანკების საქმიანობის შესახებ კანონი, მე-10 მუხლის პირველი პუნქტის ა) ქვეპუნქტი. *R.M.B.C.A*-ის პარალელურად, ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟის (*NYSE*) ოფიციალური მოთხოვნაა, რომ თუ კორპორაცია (ქონებრივი) შეძენის დროს საკუთარი განთავსებული აქციების 20%-ზე მეტს იყენებს, მაშინ სავალდებულოა აქციონერთა საერთო კრების მიერ მისი მოწონება. მაგალითად, ასეთი შემთხვევა იყო *Time-Warner*-ის შერწყმის დროს. იხ. *Friedlander, The Delaware General Corporation Law and Takeovers: Overturn Time-Warner Three Different Ways*, 33 Del. J. Corp. L., 2008, P. 639. არსებობს მყიდველი საზოგადოების აქციონერთა საერთო კრების გადაწყვეტილების საჭიროებისგან თავის არიდების მექანიზმიც, რომელსაც “*reverse asset sale*” ეწოდება. იხ. *Haas, Corporate Finance*, 2011, P. 580-581. საქართველოს კაპიტალის ბაზარზე ფუნქციონირებად მეწარმე სუბიექტთა შორის გარიგებათა დადების ზოგად წესებს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონის IV თავი ადგენს, რომელიც არ მოიცავს წილობრივი შეძენის ლოტურ თუ სხვა სახის შეზღუდვას. ამავე კანონის მე-18 მუხლის მე-3 პუნქტი საჯარო ფასიანი ქაღალდებით საფონდო ბირჟაზე საჯარო ვაჭრობას საფონდო ბირჟის წესებზე გადაამისამართებს. სსბ-ის წესები, კერძოდ, „საქართველოს საფონდო ბირჟის“ ვაჭრობის წესები *NYSE*-ის მსგავს შეზღუდვას არ ითვალისწინებს. შესაბამისად, შეძენის მასშტაბებთან დაკავშირებული კორპორაციული გადაწყვეტილება უნარიანობის სტრატეგია წესდებაში უნდა იქნეს გაწერილი.

<sup>871</sup> *Gevurtz, Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 695. მეწარმეთა შესახებ კანონის 54-ე მუხლის მე-6 პუნქტის ა) ქვეპუნქტისა და 59-ე მუხლის მე-3 პუნქტის კომბინირებული ანალიზის მიხედვით, საერთო კრების ექსკლუზიურ უფლებამოსილებაში შედის.

<sup>872</sup> გარდა ამისა, შეძენის ეკონომიკური ანალიზის მიხედვით, შესყიდვის ტრანზაქცია შემძენი საზოგადოების აქციონერთა საკეთილდღეოდ არ ხდება და არ აისახება ის ე.წ. *shareholder wealth*-ზე. იხ. *Magenhem, Mueller, Are Acquiring-Firm Shareholders Better off After an Acquisition?*, in: *Knights, Raiders, And Targets*, (edit. *Coffee, Lowenstein, Rose-Ackerman*), 1998, P. 171-193.

<sup>873</sup> *Hariton v. Arco Electronic, Inc.*, 188 A.2d 123 (Del. 1963).

<sup>874</sup> *Gevurtz, Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 694. აშშ-გან დიფერენცირებული მოწესრიგებაა მოცემული ქართულ რეალობაში, სადაც მეწარმეთა შესახებ კანონი შემძენ და სამიზნე საზოგადოების აქციონერებს დიზენქციურად ანიჭებს ტრანზაქციის საკითხის განხილვაზე ხმის უფლებას.



კორექტირებას იწვევს კომბინაციაში მონაწილე ორივე საზოგადოებისთვის. სამიზნე საზოგადოებისთვის თითქმის იდენტური შედეგი ღებება, რაც ფულით ქონებრივი შეძენის დროს შეძენის პირველ ეტაპზე, ლიკვიდაციამდე განსხვავება მხოლოდ სამიზნე საზოგადოების ქონებრივ მდგომარეობაშია: შემძენი კომპანიის აქციები წარმოადგენს.<sup>875</sup> თუ სამიზნე საზოგადოების წევრები გადაწყვეტენ ლიკვიდაციას, მაშინ იგივე შედეგი დადგება გამყიდველი კორპორაციისთვის, რაც ფულით შეძენის მეორე ეტაპზე, მაგრამ შეიცვლება შემძენი საზოგადოების აქციონერთა სტრუქტურა. ეკვაიერ საზოგადოებაში შესყიდული საზოგადოების აქციონერები შედიან. ხდება „გადარჩენილი“ კორპორაციის აქციების სუსტი კონცენტრაციების შექმნა.<sup>876</sup> ამან კი, შეიძლება, ორგანიზაციული კუთხით, მენეჯმენტის შეცვლის შესაძლებლობაც მისცეს ახლად შემოსულ აქციონერებს.<sup>877</sup> რაც შეეხება კაპიტალის სტრუქტურას, შემძენი საზოგადოების კაპიტალის სტრუქტურა შეიძლება იმ შემთხვევაში შეიცვალოს, თუ მას ტრანზაქციის შესასრულებლად არ აქვს საკმარისი ნებადართული და გამოშვებული აქციები და გადაწყვეტს მათ გამოშვებას. ახალი აქციები და მათი გამოშვების დაფინანსების გზები, იქნება ეს სასესზო თუ შიდა დაფინანსება, არის რეკაპიტალიზაციის ერთ-ერთი საფუძველი,<sup>878</sup> პირდაპირ აისახება კაპიტალის სტრუქტურაზე და შეცვლის მას.<sup>879</sup> იმის მიხედვით, თუ როგორი პროპორციულობით შევა სამიზნე საზოგადოების აქციონერთა „ტალღა“ შემძენ საზოგადოებაში, შეიძლება კონტროლის ცვლილებაც გამოიწვიოს, თუმცა ეს ყოველი ინდივიდუალური ტრანზაქციის ღირებულებისა და ყველა განთავსებულ აქციათა რაოდენობრივი მაჩვენებლის თანაფარდობის შედეგად მიღებული რიცხვის ტოლია, რომლის „უცნობი წევრები“ ცვლადი სიდიდეებია და თითოეული ტრანზაქციის მოცემულობიდან უნდა დადგინდეს. ეს კი მის შემდგომ ანალიზს, ნაშრომის მიზნებიდან გამომდინარე, მიზანშეუწონელს ხდის.<sup>880</sup>

<sup>875</sup> წინა შემთხვევაში მის ადგილს ნაღდი ფული იკავებდა.

<sup>876</sup> ე.წ. Dilution of shares.

<sup>877</sup> განსაკუთრებით *reverse asset sale*-ის დროს, როდესაც სამიზნე საზოგადოების ყოფილი აქციონერები უფრო მეტი აქციების მფლობელები ხდებიან შემძენ საზოგადოებაში, ვიდრე შემძენი საზოგადოების „ორიგინალი“ მეწილეები. Haas, Corporate Finance, 2011, P. 580.

<sup>878</sup> Hamilton, Corporations, 2000, P. 627-628, 665.

<sup>879</sup> Lind, Schwarz, Lathrope, Rosenberg, Fundamentals of Corporate Taxation, 8<sup>th</sup> ed., 2012, P. 121-135; Klein, Coffee, Business Organization and Finance, 2007, 10<sup>th</sup> ed., P. 7-8; Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 3, 2010, P. 385-391.

<sup>880</sup> აქციებით ქონებრივი შეძენის ერთ-ერთ ბოლო ელემენტად უნდა გამოიყოს სამიზნე საზოგადოების კრედიტორთა დაცვის ინსტიტუტი, როდესაც სუბსტანციური ქონების გაყიდვა ხდება სამიზნე საზოგადოების მიერ. სამოსამართლო პრაქტიკის მიხედვით, მაგალითად, American Ry Co. v. Commonwealth, 228 S. W. 433 (Ky. 1920), Everett v. Carolina Mortgage Cco., 1 S.E.2d 109 (N.C. 1939), ასეთ შემთხვევაში, სამიზნე საზოგადოების აქციონერების მიმართ პირდაპირ პასუხისმგებელ პირად შემსყიდველი კომპანია გამოჰყავთ. თუმცა, არსებობს საპირისპირო



### 3.4.3.2. სამიზნე საზოგადოების წილობრივი შემენა

#### და სახეები

#### 3.4.3.2.1. წილობრივი შემენა

##### 3.4.3.2.1.1. წილობრივი შემენა ნაღდი ფულით

სამიზნე საზოგადოების წილობრივი შესყიდვა შეძენის მესამე სპეციფიკური მეთოდური მექანიზმია. წილობრივი შესყიდვა, მსგავსად ქონებრივი შესყიდვისა, ორი მიმართულებით შეიძლება განვითარდეს. მიმართულებათა სხვაობას ტრანზაქციის ფინანსური სახესხვაობა განაპირობებს. თუ ანაზღაურების სახედ ნაღდი ფულია განსაზღვრული, მაშინ სახეზე იქნება წილობრივი შეძენა ნაღდი ფულით, ხოლო თუ ანაზღაურების სახე შეძენი საწარმოს აქციებია, მაშინ – წილობრივი შეძენა აქციებით. შესაძლებელია მათი შერეული ფორმით გამოყენებაც: ნაწილი წილთა შეძენა აქციებით, ნაწილის კი ფულით.

ქონებრივი შეძენისგან მარგინალური დიფერენცირების პირობებში, აქციებით წილობრივი შეძენა მნიშვნელოვანი თავისებურებით ხასიათდება. წილობრივი შეძენის დროს ხდება აქციათა ორგანიზებული მართვის ბაზარზე ან მის გარეთ<sup>881</sup> ან კერძო მოლაპარაკების<sup>882</sup> წარმოების შედეგად სამიზნე საზოგადოების განთავსებულ აქციათა შესყიდვა.<sup>883</sup> ქონებრივი შეძენისგან წილობრივი შეძენის დივერგენსული ბუნება შესყიდვის სამიზნე სუბიექტში ვლინდება. კერძოდ, წილობრივი შეძენის დროს შემსყიდველი კორპორაცია პირდაპირ აქციონერებთან იწყებს მოლაპარაკებას და არა კორპორაციასთან და მენეჯმენტთან. მოლაპარაკება წარმოებს უშუალოდ ნასყიდობის ხელშეკრულების დასადასტურებლად, სადაც ხდება თითოეული კლასის<sup>884</sup> აქციის ღირებულებაზე შეთანხმება.<sup>885</sup> ერთ ან რამდენიმე აქციონერთან წარმოებული მოლაპარაკების შედეგად, ეკვივარი

გადაწყვეტილებაც. მაგ. იხ. Lamb v. Leroy Corp., 454 P.2d 24 (Nev. 1969). სამოსამართლო პრეცედენტების გარდა, არსებობს დოქტრინალური დაცულობაც, რომელიც ცნობილია “The Trust Fund Theory”-ის სახელწოდებით. ეს უკანასკნელი სამოსამართლო პრაქტიკაშიც არის გაანალიზებული. იხ. Erchard v. Boone State Bank, 65 F.2d 48, 54 (8<sup>th</sup> Cir. 1933); Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 35-36.

<sup>881</sup> ე.წ. მეორად ბაზარზე. იხ. სვანაძე, სანაძე, ზიზანიშვილი, მძინარიშვილი, ლორთქიფანიძე, ახობაძე, გოგიშვილი, საბირჟო საქმე და ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, 1998, გვ. 198-227. მეორადი ბაზარი მოიცავს როგორც ორგანიზებულ კაპიტალის ბაზარს ანუ საფონდო ბირჟას, ისე არასაბირჟო ბაზარს. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონის მე-18 მუხლის პირველი პუნქტი საჯარო ფასიანი ქაღალდებით საფონდო და არასაფონდო ბირჟაზე ვაჭრობის შესაძლებლობას განამტკიცებს. მნიშვნელოვანია ამავე მუხლის მე-6 პუნქტის ის ფაქტობრივი რეგულაცია, რომელიც საფონდო ბირჟაზე საჯარო ვაჭრობაზე დაშვებული ფასიანი ქაღალდებით გარიგების დადებას ორგანიზებული ბაზრის გარეშაც ითვალისწინებს.

<sup>882</sup> Schuster, Efficiency in Private Control Sales-The Case for Mandatory Bids, 2010, P. 2.

<sup>883</sup> Haas, Corporate Finance, 2011, P. 589.

<sup>884</sup> სამიზნე ობიექტი, ძირითადად, ხმის უფლების მქონე აქცია ანუ ჩვეულებრივი აქციაა.

<sup>885</sup> Kahan, Sales of Corporate Control, Jleo, V.9 N.2, 2011, P. 370.

თანდათანობით ხდება საზოგადოების საკონტროლო პაკეტის მფლობელი ან ერთიანად, თუ საკონტროლო პაკეტის მფლობელ აქციონერთან წარმატებულად დაასრულებს მოლაპარაკებას და ყველა სხვა აქციონერიც მიჰყიდის აქციებს. ტრანზაქციის რეზულტატი მშობელ-შვილობილი კომპანიაა. შემძენი საზოგადოება ხდება სამიზნე საზოგადოების მთლიანი (100%) ან ნაწილობრივი (<100%) მფლობელი.<sup>886</sup> წილობრივი შეძენისთვის გამოიყენება შემძენი საწარმოს ნაღდი ფული, ანუ სამიზნე საზოგადოების აქციონერები თავიანთი წილის დათმობის სანაცვლოდ ღებულობენ წინასწარ შეთანხმებულ თანხას. შესაბამისად, ფიქსირდება წმინდა შემოსავალი და ის მოექცევა დაბეგვრად ტრანზაქციათა შორის.<sup>887</sup> ტრანზაქციის დასრულების შედეგად, შემძენი საზოგადოება სამიზნე საზოგადოების სრულ ან ნაწილობრივ, მაგრამ საკონტროლო პაკეტს ფლობს.<sup>888</sup> არანაირი ცვლილება არ ხდება სამართალსუბიექტობის კუთხით. შემძენი საზოგადოებაც და სამიზნე საზოგადოებაც ინარჩუნებენ დამოუკიდებელი იურიდიული პირის სტატუსს.<sup>889</sup>

წილობრივ შეძენას რამდენიმე მნიშვნელოვანი უპირატესობა აქვს. პირველი, თუ სამიზნე საზოგადოებას ჰყავს აქციონერი, რომელიც ფლობს ხმის უფლების მქონე აქციათა იმ რაოდენობას, რაც მას კორპორაციაზე კონტროლის შესაძლებლობას აძლევს, მაშინ გამარტივებულად არის შესაძლებელი მიზნის მიღწევა, რადგან მოლაპარაკებაში მხოლოდ ერთი პირი იქნება ჩართული.

მორე, თუ შემძენ საზოგადოებას არ სურს თუნდაც სახელშეკრულებო საფუძველზე სამიზნე კორპორაციის რაიმე ვალდებულებაზე პასუხისმგებლობის აღება, მაშინ მისთვის წილობრივი შეძენა ხელსაყრელ კომბინაციას წარმოადგენს. ეს ნიშნავს, რომ შემძენი კორპორაცია, მიუხედავად იმისა, სამიზნე საზოგადოებას როგორი სახის კრედიტორი ეყოლება, პირადად არ აგებს პასუხს. მისი პასუხისმგებლობა მხოლოდ სამიზნე საზოგადოებაში მისი წილობრივი მაჩვენებლით შემოიფარგლება.<sup>890</sup> აქედან გამომდინარე, წილობრივ შეძენას ქონებრივი შეძენისა და შერწყმის შუალედურ მოვლენად განიხილავენ – ქონებრივისგან განსხვავებით, არ ხდება ვალდებულებათა „შერჩევა“. სამიზნე საზოგადოებას თუ აღმოაჩნდა უცნობი ვალდებულებების მთელი რიგი წყება, მაშინ შემძენს მოუწევს შვილობილი კომპანიის ლიკვიდაციით დააკმაყოფილოს კრედიტორთა მოთხოვნა. ეს კი მისთვის წამგებიანია, რადგან დაკარგავს ინვე-

<sup>886</sup> Oesterle, Mergers and Acquisitions, 2006, P. 16.

<sup>887</sup> Ginsburg, Levin, Mergers, Acquisitions, and Buyouts, A Transactional Analysis of the Governing Tax, Legal and Accounting Considerations, Vol. 1, 2003, chap. 2, P. 9.

<sup>888</sup> Gevurtz, Corporation Law, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 701.

<sup>889</sup> შეად. Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., 2009, vol. 15, §7044, P. 25.

<sup>890</sup> აქ მოქმედებას „limited Liability“ იწყებს. იხ. Hansmann, Kraakman, Squire, Law and Rise of the Firm, 2006, P. 1; Hansmann, Kraakman, The Essential Role of Organizational Law, Yale Law Journal, 2000, P. 1-14.



სტირებულ თანხას<sup>891</sup>.

მესამე, თუ საგადასახადო მიზნებისთვის უნდა ცალკე სუბიექტად დატოვოს სამიზნე საზოგადოება, წილობრივი შეძენით ის ცალკე სამართლებრივ სუბიექტად იტოვებს სამიზნე, ანუ უკვე შევილობილ კორპორაციას. მიუხედავად იმისა, რომ წილობრივი შეძენის დროს სამიზნე საზოგადოების ბორდის ან აქციონერთა კრების გადაწყვეტილება არ არის საჭირო,<sup>892</sup> თუ ტრანზაქცია მოცულობითია ან შემძენი კოტირებულია კაპიტალის ბაზარზე, განსხვავებით საქართველოს-გან, სადაც ასეთ ტრანზაქციაზე თანხმობის გამცემი ორგანო სამეთვალყურეო საბჭოა, საჭირო ხდება შემძენი საზოგადოების დირექტორთა საბჭოს მიერ ტრანზაქციის დამტკიცება.<sup>893</sup> მოკლედ, პირველი ეტაპი სრულდება სამიზნე საზოგადოებაში აქციათა მინიმუმ საკონტროლო პაკეტის შეძენით.

თუ სამიზნე საზოგადოების ყველა აქციონერი არ გაყიდის თავის აქციას, მაგრამ შემძენი მიაღწევს საკონტროლო პაკეტის ზღვრულ მაჩვენებელს (50%+1 აქცია), მას შეუძლია ტრანზაქციის მეორე ეტაპის რეალიზების დაწყება. კერძოდ, ის მცირე აქციონერებს განდევნის შეძენილი კორპორაციის ლიკვიდაციის განხორციელებით. მცირე აქციონერები აქციათა სანაცვლოდ მიიღებენ ფულს.<sup>894</sup> სიტუაცია კვალიფიცირდება როგორც ე.წ. *cash-out-merger*<sup>895</sup> (*freeze-out*).<sup>896</sup>

<sup>891</sup> ეს განასხვავებს შერწყმისგან წილობრივ შეძენას, რადგან შერწყმის დროს ვალდებულია გადასვლა ავტომატურად ხორციელდება. იხ. *Gevurtz, Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 703.

<sup>892</sup> ამიტომ ის ხშირად კონტროლის არასასურველი შეცვლის მექანიზმად გამოიყენება, მაგალითად „მტრული დაუფლებისთვის“.

<sup>893</sup> *Gevurtz, Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 702. ეს ანტიმონოპოლიური კანონმდებლობის მოთხოვნაა. აშშ-ში ეს არის *Williams Act*, რომელიც, იმავდროულად, სატენდერო შეთავაზების საბაზისო ნორმებს შეიცავს. იხ. *Ferranini, Miller, A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe*, Law Working Paper №139/2010, 2010, P. 6; *Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials*, 2000, P. 817-825.

<sup>894</sup> ფულის სანაცვლოდ გაძევებულმა აქციონერებმა შეიძლება ისარგებლონ პროტესტის უფლებით (*appraisal right*), თუ სასამართლო ორეტაპიან წილობრივ შეძენას დე-ფაქტო შერწყმად დააკვალიფიცირებს. იხ. *Applestein v. United Bd. & Carton Corp.*, 60 N.J. Super. 333, 159 A.2d 146 (Ch. 1960). თუმცა, აქციების გაყიდვას აქციონერები ინდივიდუალურად ახორციელებენ, ამიტომ, როგორც წესი, ისინი არ სარგებლობენ პროტესტის უფლებით. იხ. *Orzek v. Englehart*, 41 Del. Ch. 361, 195 A.2d 375 (1963).

<sup>895</sup> მას ხშირად „*second step*” *merger*-ს ან „*back-up*” *merger*-ს უწოდებენ. იხ. *Haas, Corporate Finance*, 2011, P. 590. შეად. *Clark, Corporate Law*, 1986, P. 467-471.

<sup>896</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 133. „ურჩა” აქციონერთა გაძევებას ორი ძირითადი მოტივატორი აქვს. პირველი, შემძენი საზოგადოება მცირე აქციონერთა მოცილებით ზრდის საკუთარ შემოსავალს კორპორაციის სამომავლო შემოსავლებში მოთხოვნათა შემცირებით. თუ ამას დაემატება მცირე აქციონერთათვის გაღებული აქციათა დაბალი ფასი, მაშინ მთლიანი ფირმის სამომავლო შემოსავლები კიდევ გაიზრდება და მცირე აქციონერთა გაძევებაც ღირებული იქნება. თავის მხრივ, მცირე აქციონერთათვის არსებობს ორიგინალურ შეთავაზებაზე (რომელზეც უარი თქვეს) უფრო დაბალ ფასად აქციების გაყიდვის შანსი, ამიტომ წილობრივი შეძენის მეორე ეტაპზე, ისინი თანხმდებიან თავდაპირველი



რაც შეეხება წილობრივი შეძენის შედეგად კორპორაციაში გამოწვეულ სტრუქტურულ ცვლილებებს, ფაქტობრივად, იცვლება სამიზნე საზოგადოების აქციონერთა სტრუქტურა. გამონაკლისი არც შემძენი კორპორაციის სტრუქტურული ცვლილებაა. ეს უკანასკნელი კონკრეტული თავისუფალი საზოგადოების (free-cash-flow) ინვესტირებას მისი ზრდის პერსპექტივით ახორციელებს,<sup>897</sup> რაც ეკვაიერისთვის არც აქციონერთა სტრუქტურის, არც მენეჯმენტის და არც კაპიტალის სტრუქტურის შეცვლის საფუძველს არ წარმოადგენს, უბრალოდ ბალანსში მატულობს ქონება. მთავარი ცვლილება მაინც სამიზნე საზოგადოებაში სტრატეგიულ ცვლილებას ეხება. ეს კონტროლის შეცვლაა. სამიზნე საზოგადოება, განსხვავებით ქონებრივი შეძენისგან, ტრანზაქციის პირველივე ეტაპის დასრულებისას ვეღარ აკონტროლებს საზოგადოებას. ამან კი შეიძლება მენეჯმენტის შეცვლა, მცირე აქციონერთა განდევნა, ან სულაც, თუ ეკვაიერი წილობრივი შეძენის ორეტაპიან მექანიზმს გამოიყენებს, ლიკვიდაცია გამოწვიოს. წილობრივი შეძენა ნაღდი ფულით, როგორც წესი, კონტროლის შეძენის და გაყიდვის უმთავრეს მექანიზმს წარმოადგენს.<sup>898</sup> სხვა სტრუქტურული ცვლილება, როგორც კომბინაციის კონკრეტული სახეობის კაუზალური შედეგი, არ არის მოსალოდნელი.

### 3.4.3.2.1.2. წილობრივი შეძენა აქციების საშუალებით<sup>899</sup>

წილობრივი შეძენა აქციების საშუალებით, გარკვეული განსხვავებული შედეგების მიუხედავად, სუბსტანციურ სტრუქტურულ იდენტობას იჩენს ფულით წილობრივი შეძენის პროცედურულ სქემასთან. წინა ტრანზაქციული სტრუქტურისგან განსხვავებით, აქციებით შეძენის დროს მიმდევრული საზოგადოება სამიზნე საზოგადოების აქციონერებთან მოლაპარაკების ეტაპზე მათი აქციების სანაცვლოდ სთავაზობს საკუთარ აქციებს, რომელსაც ის ტრანზაქციის ანაზღაურებისთვის უშვებს და გასცემს.<sup>900</sup> კერძო მოლაპარაკება ტრანზა-

შთავაზების პირობებზე, რაც ტრანზაქციის ღირებულებით ჯამს მომგებიანად აქცევს. გაძევების მთავარი პირობა უმრავლესობის მიერ გამოსასყიდი აქციების უფრო მეტად შეფასებაა, ვიდრე ისინი მცირე აქციონერებს უზღიან. იხ. *Gevurtz, Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 761; *Pinto, Branson, Understanding Corporate Law*, 3<sup>rd</sup> ed., 2009, P. 283-303.

<sup>897</sup> *Sepe, Rogers, Private Sale of Corporate Control: Why The European Mandatory Bid Rule is Inefficient*, 2010, P. 4.

<sup>898</sup> *Stern, The Private Sale of Corporate Control: A Myth Dethroned*, 25 J. CORP. L., 1999-2000, P. 511-512; *Sepe, Rogers, Private Sale of Corporate Control: Why The European Mandatory Bid Rule is Inefficient*, 2010, P. 6-7.

<sup>899</sup> ე.წ. "stock-for-stock-acquisition".

<sup>900</sup> *Haas, Corporate Finance*, 2011, P. 591. შეად. *Dyck, Zingales, Private Benefits of Control: An International Comparision*, 2001, P. 2-5.



ქციის ამ სახით ფორმირების შემთხვევაში, მთავარი ფაქტორია. როცა საზოგადოებას ჰყავს მაკონტროლებელი აქციონერი (*blockholder*) ან აქციონერთა ჯგუფი, მათთან ინდივიდუალური მოლაპარაკება საკონტროლო პაკეტის (კონტროლის<sup>901</sup>) გაყიდვის თაობაზე, სამიზნე საზოგადოებაზე კონტროლის მოპოვების ეფექტური საშუალებაა.<sup>903</sup> ტრანზაქციის დასრულებისას სამიზნე საზოგადოების აქციონერები შემძენი საზოგადოების აქციონერები ხდებიან, ხოლო შემძენი მთლიან ან თითქმის მთლიან ნაწილს აკონტროლებს სამიზნე საზოგადოებაში.<sup>904</sup> აღნიშნული ტრანზაქცია, ფულით წილობრივი შეძენისგან განსხვავებით, გადასახადისგან თავისუფალ ტრანზაქციათა რიცხვს მიეკუთვნება, თუ ის რეორგანიზაციას გაუტოლდება.<sup>905</sup> იმისათვის, რომ ტრანზაქცია რეორგანიზაციას გაუტოლდეს, საჭიროა, რომ შემძენი საკუთარი აქციების მინიმუმ 80%-ს თმობდეს შესაძენი საზოგადოების ხმის უფლების მქონე აქციათა სანაცვლოდ.<sup>906</sup> ვალდებულებების გადასვლა ტრანზაქციის შედეგად არ ხდება. სამიზნე საზოგადოება ხდება შვილობილი საწარმო, ხოლო შემძენი შვილობილი

<sup>901</sup> არსებობს კონტროლის გაყიდვა „დირექტორობის“ გაყიდვით (*“sale of directorships”*). *“sale of directorships”*, აქციათა გაყიდვაზე შეთანხმების იმპლიციტურად ან ექსპლიციტურად გამოხატული მხარეა, როდესაც ხდება „დირექტორატის გაყიდვა“. სამიზნე საზოგადოების დირექტორები ბორდიდან წასვლის თაობაზე წერენ განცხადებას. დარჩენილი დირექტორები კი ირჩევენ მყიდველი საწარმოს კანდიდატ პირს დირექტორად. სამიზნე კორპორაციის ბორდის წევრები ასე ეტაპობრივად „გადადგებიან“, ხოლო მათი როტაცია შემსყიდველი კორპორაციის სასურველი კანდიდატებით განხორციელდება. ყოფილი დირექტორები ამ ქმედებას ანაზღაურების სანაცვლოდ აზორციელებენ. საბოლოოდ, მყიდველი საწარმო ბორდის უფლებამოსილებით აღჭურვილი სუბიექტი ხდება. ეს იმ დროს არის გამოსაყენებლად სასურველი მეთოდი, როდესაც აქციონერები კაუზალური კავშირის გარეშე არ არიან უფლებამოსილნი გაათავისუფლონ დირექტორი თანამდებობიდან, ანუ საკონტროლო პაკეტის შეძენის მიუხედავად, ეკვივირი კომპანია ვერ განაზორციელებდა ბორდის სასურველი წევრებით ფორმირებას. იხ. *Gevurtz, Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 666-667. შეადარე *“sale of office”*-ს. *Easterbrook, Fischel, The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, P. 132-134.

<sup>902</sup> განსხვავებით „მტრული დაუფლებისგან“, კონტროლის გაყიდვა კერძო მოლაპარაკების საფუძველზეა შესაძლებელი. პოტენციური მყიდველი და გამყიდველი მოლაპარაკების წარმოებისას აწვდიან ინფორმაციას კომპანიის შესახებ, წინასწარ თანხმდებიან (*letter of intent*), ხოლო მყიდველის დამაკმაყოფილებელი *due diligence*-ის ჩატარების შემდეგ თანხმდებიან შესყიდვის ფასზე და დებენ ხელშეკრულებას. იხ. *Sepe, Rogers, Private Sale of Corporate Control: Why The European Mandatory Bid Rule is Inefficient*, 2010, P. 6. წინასწარი შეთანხმების ეფექტის შესახებ, იხ. *Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials*, 2000, P. 567-573.

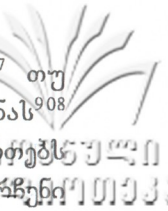
<sup>903</sup> *Gevurtz, Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 661-662.

<sup>904</sup> *Freeman, The Corporate Tax Practice Series: Strategies for Acquisitions, Dispositions, Spin-Offs, Joint Ventures, Financings, Reorganizations & Restructurings*, 2009, P. 286-287.

<sup>905</sup> IRC. SEC. 368(a)(1)(B). *Freeman, The Corporate Tax Practice Series: Strategies for Acquisitions, Dispositions, Spin-Offs, Joint Ventures, Financings, Reorganizations & Restructurings*, 2011, P. 294-302.

<sup>906</sup> *Ginsburg, Levin, Mergers, Acquisitions, and Buyouts, A Transactional Analysis of the Governing Tax, Legal and Accounting Considerations*, Vol. 3, 2003, chap. 12, P. 125, 128-129.





საზოგადოების ქონებით არის პასუხისმგებელი მესამე პირთა წინაშე.<sup>907</sup> თუ შემძენი მოისურვებს სამიზნე საზოგადოების მცირე აქციონერთა განდევნას<sup>908</sup> ან შეიღობილის შემოერთებას, ის ბორდის რეზოლუციის შემდეგ მიიღებს სამიზნე საზოგადოებას. მიერთების შედეგად, სამიზნე საზოგადოების აქციონერები შემძენის აქციონერები ხდებიან.<sup>909</sup>

პროცესუალურად, ტრანზაქციის შესრულება თითოეული კომპანიის მართვის ორგანოს მიერ დიფერენცირებულია. სამიზნე საზოგადოების აქციონერები ინდივიდუალურად იღებენ აქციათა გაყიდვის შესახებ გადაწყვეტილებას და არ არის საჭირო აქციონერთა კრების გადაწყვეტილება.<sup>910</sup> რაც შეეხება მყიდველ კორპორაციას, თუ ის კაპიტალის ორგანიზებულ ბაზარზე აქციებით საჯაროდ ვაჭრობს და მისი აქციების 20%-ზე მეტის გაცემა ხდება ტრანზაქციის შესასრულებლად ან უშვებს და გასცემს ახალ აქციებს ტრანზაქციის ანაზღაურების უზრუნველსაყოფად, რომელიც არსებულ აქციონერთა ხმის უფლების წილობრივ მაგნიტუდას ამცირებს, მაშინ აუცილებელია შემძენი საზოგადოების აქციონერთა მიერ ბორდის მიერ წარმოდგენილი ტრანზაქციის მოწონება, რათა გარიგება იყოს *intra vires*.<sup>911</sup> ასეთი ტიპის გარიგება შემძენი საზოგადოების აქციონერებს პროტესტის უფლებითაც აღჭურავს.<sup>912</sup>

აქციებით წილობრივი შესყიდვა რამდენიმე სახის სტრუქტურულ და ორგანიზაციულ ცვლილებას იწვევს. ეკვაირის მიერ ასეთი ტიპის ტრანზაქციის დაფინანსების მეთოდი (აქციები) კაპიტალის სტრუქტურისა და აქციონერთა სტრუქტურის ცვლილების საფუძველია, თუ წილობრივი შეძენის მეორე ეტაპს, სამიზნე საზოგადოების ლიკვიდაციას გამოიყენებს.<sup>913</sup> კაპიტალის სტრუქტურული ცვლილების საფუძველი ახალი აქციების გამოშვება ხდება, რადგან, როგორც წესი, პოტენციურ მყიდველს არ აქვს ტრანზაქციისთვის საკმარისი ავტორიზებული და გამოშვებული აქციები. ახალი აქციების დაფინანსების წყარო კი სესხის აღება<sup>914</sup> ან/და *Equity* დაფინანსება იქნება.<sup>915</sup> კაპიტალის სტრუქტურის ცვლილება, თავის მხრივ, საგადასახადო, სამომოსავლო და კორპორაციის სამომავლო ღირებულებაზე ახდენს გავლენას.<sup>916</sup>

<sup>907</sup> Oesterle, Mergers and Acquisitions, 2006, P. 17.

<sup>908</sup> Brockmeyer, Yerkes, Two-Spet Acquisition – “Freeze-Out” Minority Shareholders, in: Business Acquisitions, 2<sup>nd</sup> ed., 1983, P. 193-207.

<sup>909</sup> Cox, Hazen, Business Organizations Law, 3<sup>rd</sup> ed., 2011, P. 613.

<sup>910</sup> შეად. Oesterle, Mergers and Acquisitions, 2006, P. 19.

<sup>911</sup> Gevurtz, Corporation Law, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 702; Haas, Corporate Finance, 2011, P. 592; MBCA § 6.21(f); NYSE Listing Manual, Section 312.03 (C)(1). შეად. DGCL §§ 203.

<sup>912</sup> Cal. Corp. Code §§ 1200(b), 1201(a), 1300. შეად. DGCL §§ 122(4)&(11), §§ 123

<sup>913</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 22.

<sup>914</sup> Hamilton, Corporations, 2000, P. 220; Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 3, 2010, P. 388-391.

<sup>915</sup> Klein, Coffee, Business Organization and Finance, 2007, 10<sup>th</sup> ed., P. 251-254.

<sup>916</sup> Lind, Schwarz, Lathrope, Rosenberg, Fundamentals of Corporate Taxation, 8<sup>th</sup> ed., 2012, P.



სტრატეგიული სტრუქტურული ცვლილების მეორე ელემენტს ეკუთვნის კორპორაციის აქციონერთა სტრუქტურა წარმოადგენს. თუ სამიზნე საზოგადოება მის საკუთრებაში არსებული შვილობილი კომპანიის შემოერთებას გადაწყვეტს და მიიერთებს, მაშინ სამიზნე საზოგადოების აქციონერები გახდებიან მყიდველი საწარმოს აქციონერები. ეს აქციონერთა ლოტის ზრდასა და მყიდველი აქციონერის ხმის უფლების პროცენტულ შემცირებას გამოიწვევს.

მაგალითად, შემძენ *A* კომპანიას ჰყავს 100 აქციონერი, ხოლო სამიზნე *B* კომპანიას – 50. *A*-ს საკუთარი კაპიტალი შეადგენს 100 000 აშშ დოლარს, როგორც დაფუძნების ეტაპზე კაპიტალიზაციის შედეგს, რომელიც დაყოფილი იყო ნებადართულ (100 000), მაგრამ ნაწილობრივ განთავსებულ ხმის უფლების მქონე აქციებად. დავუშვათ, ნებადართულ 100 000 აქციიდან 60 000 აქცია იყო განთავსებული (*outstanding*), რომლებსაც მყიდველი საწარმოს ორიგინალი აქციონერები ფლობდნენ  $1/600$  პროპორციით, ანუ ერთი აქციონერი  $1\%$ -ს ფლობს. თუ შეთანხმების ხელშეკრულებაში ტრანზაქციის ღირებულება მყიდველი კორპორაციის 40 000 აქციით განისაზღვრა, მაშინ შემძენი საზოგადოება სამიზნე საზოგადოების აქციონერებს გადასცემს ნებადართულ, მაგრამ განუთავსებელ 40 000 აქციას.<sup>917</sup> თუ *A* მოახდენს *B*-ს მიერთებას, *B*-ს აქციონერები შერწყმის შედეგად გახდებიან *A*-ს აქციონერები. წილობრივი შემძენის ტრანზაქციის ორივე ეტაპის შესრულების ბოლოს *A*-ს აქციონერთა სტრუქტურა იცვლება: 100 000 განთავსებულ აქციას ფლობს 150 აქციონერი იმ ფონზე, როდესაც 40 000 აქციის კაპიტალიზაცია ორიგინალ აქციონერთა მიერ განხორციელდა<sup>918</sup> და არა შემოსულ აქციონერთა მიერ. შედეგად, *A*-ს აქციონერები თუ თავდაპირველად ფლობდნენ ხმის უფლების  $100\%$ -ს (ერთი აქციონერი კი –  $1\%$ -ს), ტრანზაქციის დასრულების შემდეგ პროცენტულად მათი ზვედრითი წილი, საერთო ჯამში, იქნება  $60\%$ , ხოლო თითოეულ აქციონერს საზოგადოების მართვის განხორციელებისას –  $0,6\%$ .<sup>919</sup> ნათელია, რომ აქციონერთა და აქციათა რაოდენობის ზრდამ *A*-ს ორიგინალ აქციონერთა საკუთრებაში არსებულ აქციათა ზრდა არ გამოიწვია (პირიქით, პროცენტულად შემცირდა), რამაც შემძენი აქციონერების პოზიციების შესუსტება და აქციათა სუსტი კონცენტრაციის შექმნას შეუწყო ხელი. ეს კი კონტროლის შემცირებას იწვევს, რაც, შესაძლოა, მენეჯმენტის შეცვლის ბაზისად იქნეს გამოყენებული.<sup>920</sup>

116-147.

<sup>917</sup> ამ აქციით დაფინანსება შეიძლება მოხდეს შემძენი აქციონერების პირადი შემოსავლებით (*equity financing*) ან/და სასესხო დაფინანსებით (*debt financing*). მაგალითისთვის, *equity financing* იქნება გამოყენებული.

<sup>918</sup> განსაკუთრებით თუ სახეზეა *equity financing*.

<sup>919</sup> ხოლო მიერთებული საზოგადოების ყოფილ თითო აქციონერს 800 აქცია ექნება საკუთრებაში. შესაბამისად,  $0,8\%$ . შედეგად,  $0,2\%$ -ით მეტი აქცია „შემომატებული“ აქციონერის საკუთრებაში შემძენი საზოგადოების აქციონერებთან მიმართებით.

<sup>920</sup> ეს დამოკიდებულია ტრანზაქციის ღირებულებაზე, აქციონერთა რაოდენობაზე, აქციათა

3.4.3.3. სამიზნე საზოგადოების შექმნა კაპიტალის  
ორგანიზებულ ბაზარზე – დაუფლება სატენდერო  
შეთავაზებით და მისი სახეები



3.4.3.3.1. დაუფლების არსის განმარტებისთვის

არსებობს კორპორაციათა შეძენის განხორციელებისთვის ორი, ერთმანეთისგან განსხვავებული, მოქმედების მეთოდური არეალი: კერძო მოლაპარაკებების წარმოება დროისა და ადგილის შეუზღუდავად და აქციათა ორგანიზებულ რეგულირებად ბაზარზე<sup>921</sup> სათანადო პროცედურულ მოთხოვნათა<sup>922</sup> დაცვით.<sup>923</sup> ბაზრის „ორგანიზებულობა“ ორი მიმართულებით უნდა განიმარტოს. პირველი, ფასიანი ქაღალდების ბრუნვის საკანონმდებლო რეგულატორული მოწესრიგება, რომელიც საერთოა ორგანიზებულ მეორად ბაზარზე ოპერირებადი ნებისმიერი ანგარიშვალდებული საზოგადოებისთვის. მეორე, ორგანიზებული ბაზრის სუბტიპტთა შორის რეგულაციურად მჭიდრო მოწესრიგება საფონდო ბირჟის ორგანიზატორი მეწარმე სუბიექტის საწესდებო და შიდა დებულებებით მოთხოვნილი სტანდარტული კრიტერიუმებით. ორივე მიმართულების კონუნქცია კაპიტალის ორგანიზებული ბაზრის სახეობაში ხდება. კაპიტალის ორგანიზებული ბაზრის სახეობათა სუბტიპური გამოვლინება ორგანიზებული მეორადი ბაზარია, რომლის ქვესახეობათა ჩაშლა საფონდო ბირჟად (*stock market*) და არასაბირჟო ბაზრად (*over-the-counter market*) იყოფა. ამ კუთხით, კაპიტალის ბაზარი კორპორაციაზე კონტროლის მოპოვების უმნიშვნელოვანესი სეგმენტია.<sup>924</sup> კონტროლის მოპოვება სამიზნე საზოგადოების საკონტროლო აქციათა რაოდენობის შეძენის ტრანზაქციაში მდგომარეობს. ფასიანი ქაღალდების ბაზარი კონტროლის მოპოვებას საწარმოში ხმების 10%-ზე მეტის შეძენად განმარტავს.<sup>925</sup> დილერს კონტროლის მოპოვება, ანუ შეძენა ორივე, კერძო მოლაპარაკებისა თუ სატენდერო შეთავაზების გზით ხელეწიფება.<sup>926</sup>

ღირებულებაზე რაოდენობასა და ა.შ.

<sup>921</sup> Hazen, Broker-Dealer Regulation, 2011, P. 3-13.

<sup>922</sup> Steinberg, Understanding Securities Law, 5<sup>th</sup> ed., 2009, P. 115-143.

<sup>923</sup> წინა თავში გაანალიზებულ იქნა წილობრივი შეძენის სახეები როგორც კერძო მოლაპარაკებების წარმოების ეგზისტენციალური შემთხვევა. მისი შებრუნებული ვარიანტი, საჯარო სატენდერო შეთავაზება, შეძენის თემატურად იგივე, თუმცა განსხვავებული პროცედურული მექანიზმია. შეძენის განსაჯაროებული სახის ანალიზი წარმოდგენილია მიმდინარე თავსა და მომდევნო პარაგრაფებში.

<sup>924</sup> Betton, Eckbo, Torbun, Corporate Takeovers, 2008, P. 1.

<sup>925</sup> იხ. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონის მე-2 მუხლის მე-20 პუნქტი.

<sup>926</sup> ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონის მე-15 მუხლის პირველი პუნქტი კონტროლის მოპოვებას შესაძლებლად მიიჩნევს („... შეუძლია გააკეთოს“) სატენდერო შეთავაზებით, ხოლო მე-18 მუხლის პირველი პუნქტი მეორადი გარიგების დადებას საფონდო ბირჟაზე და მის გარეთ ჩვეულებრივ საქმიანობათა კატეგორიაში მოიაზრებს.



ტრანზაქციითა შესრულების მოქმედების სფეროდ კაპიტალის ბაზარი სატენდერო შეთავაზებით კორპორაციული დაუფლების განმსაზღვრელი სუბსტანციური ნიშანია. მისი წინაპირობა ერთმანეთისგან განსხვავებული მოტივებია. კორპორაციითა დაპატრონება<sup>927</sup> აგრეგატის<sup>928</sup> ღირებულების მომსახურებას უნდა უზრუნველყოფდეს.<sup>929</sup> ღირებულების სტაგნაცია, რომელიც ინფორმაციული ვაკუუმის, ანუ ასიმეტრიულობის, ტრანზაქციითა ღირებულების, ტექნოლოგიური განვითარების სათანადო დონის არქონის თუ სხვა მიზეზთა გამო არის გამოწვეული, ბიძგის მიმცემია კორპორაციის შესასყიდად ან გასაყიდად.<sup>930</sup> ნებისმიერ შემთხვევაში, შეთავაზების წინადადება უკვე მომგებიანია სამიზნე საზოგადოების აქციონერთათვის.<sup>931</sup> შესაძლოა, კორპორაციის დაუფლების სხვადასხვა მოტივი არსებობდეს, მაგრამ ყოველ კონკრეტულ დაპატრონებას, ერთი კონკრეტული მოტივი დაედოს საფუძვლად. დაუფლების ფასილიტატორ პრეკონდიციითა შორის მონოპოლიური თუ ოლიგოპოლური მდგომარეობის მოპოვების მიზანი, ინფორმაციული უპირატესობა ანუ, როცა ფუნქციონირებადი ბაზრის ყველა მონაწილისთვის არ არის სამიზნე საზოგადოების ღირებულებისა და პერსპექტივების შესახებ ინფორმაცია ხელმისაწვდომი,<sup>932</sup> სინერგიული ეფექტის მიღწევა, მენეჯმენტის შეცვლა, ფინანსური ხელვა (საგადასახადო უპირატესობანი და შემცირებული სალიკვიდაციო ღირებულება)<sup>933</sup> და მენეჯმენტის პირადი დაინტერესება, მრავალსაზოვან კატეგორიებს<sup>934</sup> შორის ლიდერობენ.<sup>935</sup>

პარალელურად, დაპატრონების ჰეტეროგენული ნიშნებია შეთავაზების<sup>936</sup>

<sup>927</sup> ინგლისურენოვანი “takeover” –ის ქართულ შესატყვისად შესაძლებელია გამოყენებულ იქნეს დაუფლება, დაპატრონება. რაც შეეხება “hostile takeover”-ს, მის შესატყვისად, უფრო მიზანშეწონილი იქნება, „შთანთქმის“ გამოყენება.

<sup>928</sup> „აგრეგატი“ სამიზნე და შემთავაზებელი (bidder) აქციონერების შემოსავლებია. Schuster, Efficiency in Private Control Sales – The Case of Mandatory Bids, 2010, P. 2. აქციონერთა ღირებულების ზრდის შესახებ არსებობს “implicit contract theory”. დაუფლების ეკონომიკურად სასარგებლო შედეგების მიღწევა აქციონერთათვის სამიზნე საზოგადოების სტუქტურაში ცვლილებების განხორციელებით მიიღწევა. ცვლილება მოიცავს მენეჯმენტის შეცვლას მუშა-მოსამსახურეიდან დაწყებული აღმასრულებელი მენეჯერით დამთავრებული. “Implicit contract theory” თანახმად, ეს შემქმნის აძლევს ოპერაციული ხარჯების შემცირებისა და სამიზნე საზოგადოებიდან მისაღები ღირებულების ზრდის შესაძლებლობას. იხ. Klein, Coffee, Business Organization and Finance, 10<sup>th</sup> ed., 2007, P. 200-201. შეად. Gevurtz, Corporation Law, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 667-668.

<sup>929</sup> Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, 1986, P. 259.

<sup>930</sup> Hall, Effects of Takeover Activity in Corporate Research and Development, 1988, P. 72.

<sup>931</sup> Roll, Empirical Evidence on Takeover Activity and Shareholders Wealth, in: Knights, Raiders, And Targets, (edit. Coffee, Lowenstein, Rose-Ackerman), 1998, P. 241-242.

<sup>932</sup> შეად. Davies, Hopt, Control Transactions, 2009, P. 174.

<sup>933</sup> Klein, Coffee, Business Organization and Finance, 10<sup>th</sup> ed., 2007, P. 200.

<sup>934</sup> Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, 1986, P. 257 et seq.

<sup>935</sup> Roll, Empirical Evidence on Takeover Activity and Shareholders Wealth, 1988, P. 243-250.

<sup>936</sup> ე.წ. takeover bid, სადაც შემთავაზებელი (bidder) არის დაუფლების განხორციელების პოტენციური სუბიექტი.



ღირებულება, კონკურენციის მასშტაბურობა (*single-bid versus multiple-bid contests*),<sup>937</sup> წარმატებულობის ხარისხი, შეთანხმების სახე (*merger versus tender offer*), დაფინანსების მეთოდი (ფული ან აქცია), კომბინაციისადმი სამიზნე საზოგადოების დამოკიდებულება (*hostile versus neutral or friendly*), საბაზრო პირობების სფეროთა კვეთა: ჰორიზონტალურია თუ ვერტიკალური<sup>938</sup> და სხვა.<sup>939</sup>

სატენდერო შეთავაზებით სამიზნე საზოგადოებაში კონტროლის სრულად მოპოვება სწრაფი დაუფლების რეგულატორულად ტექნიკური და აპრობირებული საშუალებაა. ის შეიძლება განხორციელდეს კანონით განსაზღვრული საკონტროლო ზღვრის მიღწევამდე,<sup>940</sup> რომლის შემდგომ ეტაპზე *mandatory takeover bid*-ის შესრულების შესახებ წესები იწყებენ მოქმედებას.<sup>941, 942</sup> აქციათა საკონტროლო პაკეტის მოპოვება, როგორც აღინიშნა, კერძო მოლაპარაკების გზით ან ხმის უფლების მქონე აქციათა შესყიდვის შესახებ საჯარო სატენდერო შეთავაზებით არის შესაძლებელი.<sup>943</sup>

დაუფლება არის შემთავაზებლის (*bidder*) მცდელობა მოიპოვოს სამიზნე კომპანიაში (*target*) კონტროლი მისი განთავსებული აქციების ნაწილობრივი ან სრული შეძენის საშუალებით.<sup>944</sup> აშშ-ის ფედერალურ რეგულაციებში დაუფლების პროცესში მონაწილე შემთავაზებელი და სამიზნე საზოგადოება თანასწორუფლებიან სუბიექტებად არიან წარმოდგენილნი.<sup>945</sup>

<sup>937</sup> კონკურენცია მასშტაბურობაში შეთავაზებულ შესყიდვის წინადადებათა სიმრავლეს გულისხმობს. როგორც წესი, სამიზნე საზოგადოების აქციონერები სატენდერო შეთავაზების მოქმედების იურიდიული ძალის გასვლის ბოლო წუთამდე არ თანხმდებიან უკეთესი შეთავაზების მიღების მოლოდინის გამო. იხ. *Tirole, The Theory of Corporate Finance, Princeton University Press, 2006, P. 45-47. Gevurtz, Corporation Law, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 704.* სატენდერო შეთავაზების მქანიზმური ბერკეტის არჩევა შემთავაზებელს კონუნქციურ ჩარჩოში აქცევს: მას არ შეუძლია ნებისმიერი სხვა გზით აწარმოოს მოლაპარაკება და შეიძინოს სატენდერო შეთავაზებაში განხილული ფასიანი ქაღალდები. იხ. ფეშმ კანონი, მე-15 მუხლის მე-7 პუნქტის ა) ქვეპუნქტი.

<sup>938</sup> *Klein, Coffee, Business Organization and Finance, 10<sup>th</sup> ed., 2007, P. 199.*

<sup>939</sup> *Betton, Eckbo, Torbun, Corporate Takeovers, 2008, P. 2.*

<sup>940</sup> მეწარმეთა შესახებ კანონის 53<sup>2</sup> მუხლის პირველი პუნქტი ხმის უფლების მქონე აქციათა ნახევარზე მეტის შეძენას სავალდებულო სატენდერო შეთავაზების გაკეთების აქტივაციას იწვევს.

<sup>941</sup> *Hertig, McCahery, Company and Takeover Law Reforms in Europe: Misguided Harmonization Efforts or Regulatory Competition?*, in: *After Enron*, (edit. *Armour, McCahey*), 2006, P. 564-565.

<sup>942</sup> არსებობს ამ წესისგან თავის არიდების საშუალებები. ასეთ საშუალებაა საკონტროლო მაჩვენებლის ზღვარს ქვემოთ აქციათა პირველადი შესყიდვა. ამ შემთხვევაში, ინვესტორი, რომელსაც სურს კორპორაციის დაპატრონება, საზოგადოებაში აქციათა იმ რაოდენობას შეისყიდის, რომელიც მას თავიდან აარიდებს სავალდებულო სატენდერო შეთავაზების განხორციელების სამართლებრივ ვალდებულებას და საშუალებას მისცემს საზოგადოებაში მონაწილეობის გარკვეული პროცენტი შეისყიდოს მხოლოდ საბაზრო ღირებულებად. შეად. *Davies, Hopt, Control Transactions*, in: *The Anatomy of Corporate Law, 2009, P. 252-256.*

<sup>943</sup> *Brudney, Chirelstein, Corporate Finance, 1979, P. 709-710.*

<sup>944</sup> *Lipton, Steinberger, Takeovers & Freezeouts, 2002, chap. 1., P. 10.*

<sup>945</sup> *Bebchuck, Ferrell, A New Approach to Takeover Law and Regulatory Competition, 87 Va. L. Rev., 2001, P. 111-164.*



დაუფლების წინაპირობათა არსებობის პრაქტიკული გამოყენების საფუძველი სამიზნე საზოგადოებაში ხმის უფლების ზღვრული პროცენტული მაჩვენებლის მიღწევასთან ასოცირდება.<sup>946</sup> ეს მაჩვენებელი სხვადასხვა მართლწესრიგში განსხვავებულად ლავირებს. მისი არსი კი უცვლელია:<sup>947</sup> სამიზნე საზოგადოების საკონტროლო პაკეტის მიღწევა ერთგვაროვანია და ის კონკრეტულ ნორმატიულ რეგულირებაზეა დამოკიდებული.<sup>948</sup> დაუფლების პროცედურული განვითარება მხოლოდ სავალდებულო სატენდერო შეთავაზებას<sup>949</sup> არ მოიცავს. ის დაუფლების (შთანთქმის) დასრულების ბოლო, კონკრეტული პირობების

<sup>946</sup> *Bradly, Interfirm Tender Offer and Market For Corporate Control*, 1982, P. 268.

<sup>947</sup> თუმცა, საპირისპირო მოსაზრება უფრო არგუმენტირებულია. უნდა გაიმიჯნოს სავალდებულო სატენდერო შეთავაზება (*mandatory tender offer*) და დაუფლება (*takeover*) ერთმანეთისგან: შესაძლებელია დაუფლების პროცესი დაიწყოს საკონტროლო პაკეტის მიღწევამდე სატენდერო შეთავაზების გაკეთებით სამიზნე საზოგადოების მნიშვნელოვანი წილის შესასყიდად, რაც შემთავაზებლის ნებაზეა დამოკიდებული და დაპატრონების ქმედებათა საერთო ჯაჭვის პირველ რგოლს შეიძლება წარმოადგენდეს. მაგალითად, სატენდერო შეთავაზების მარეგულირებელი აშშ-ში არის *Williams Act*, რომელიც სამიზნე საზოგადოების 5%-ის შეძენას მისი რეგულირების ქვეშ აქცევს. საქართველოს ფასიანი ქაღალდების კანონი სატენდერო შეთავაზებას დისპოზიციური დათქმით აწესრიგებს (15.1 მუხლი). მაგრამ, თუ დისპოზიციური დათქმა იქნება გამოყენებული, ის შეეხება ხმის უფლების 10%-ზე მეტის მოპოვებაზე გაკეთებულ სატენდერო შეთავაზებას. იხ. *Williams Act*, sec. (13)(d). 5% და 10% არ არის საკორპორაციო სამართლით განსაზღვრული საკონტროლო ზღვარი და სავალდებულო სატენდერო შეთავაზების ვალდებულებას არ წარმოშობს, თუმცა, შესაძლოა, მტრული დაუფლების წინაპირობას წარმოადგენდეს ან მის განხორციელებას ემსაზურებოდეს, ანუ შთანთქმის პირველი რგოლი იყოს. იხ. *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 197-211; *Haas, Corporate Finance*, 2011, P. 634-644; *ABA Section of Antitrust Law, The Merger Review Process: A Step-By-Step Guide To U.S. And Foreign Merger Review*, 4<sup>th</sup> ed., 2012, P. 154-157; *Ferranini, Miller, A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe*, Law Working Paper №139/2010, 2010, P. 6-8; *Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials*, 2000, P. 862-864. საგულისხმოა, რომ დაუფლების დაწყება საკორპორაციო სამართლით დადგენილი საკონტროლო პაკეტის შეძენის ეტაპზე კი არ ზორციელდება, არამედ ფასიანი ქაღალდების სამართალში გამწესებული კონტროლის მოპოვების პირველი მცდელობის ეტაპზე. საკორპორაციო სამართლით დადგენილი საკონტროლო ზღვრის მიღწევა საშუალებას აძლევს შემძენს მთლიანად შთანთქმის სამიზნე საზოგადოება, ანუ ბაიდერი სატენდერო წინადადებას აკეთებს (ვალდებულება) ან იყენებს სავალდებულო მიყიდვის ნორმატიულ უფლებას (უფლება). *Williams Act*-ის ერთ-ერთი მოთხოვნაა, რომ შემძენმა სამიზნე საზოგადოების აქციათა შეძენის მიზანი გაიმიჯნოს – უნდა მას საზოგადოებაზე კონტროლის მოპოვება (*takeover*) თუ აქციების შესყიდვას უბრალოდ ინვესტირების მექანიზმად იყენებს. იხ. *Gaughan, Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, 5<sup>th</sup> ed. 2011, P. 76-78; *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 207-210. გამიჯვნისათვის, შეად. *Hertig, McCahery, Company and Takeover Law Reforms in Europe*, 2006, P. 559-565.

<sup>948</sup> *Klein, Coffee, Business Organization and Finance*, 10<sup>th</sup> ed., 2007, P. 190.

<sup>949</sup> იხ. ბურდული, სავალდებულო სატენდერო შეთავაზება, აქციათა სავალდებულო გაყიდვა, ჟურნალი „მართლმსაჯულება“, №2, 2007, გვ. 11-29. ასევე: *Kvintradze, Minority Shareholder Protection in Georgia and Germany, A Comparative Analysis*, Central European University, 2009, P. 25-40.





არსებობისას რეგულაციურად იმპერატიული და ერთ-ერთი შემადგენელი ელემენტია.<sup>950</sup> მისი მეორე მნიშვნელოვანი ელემენტი სატენდერო შეთავაზებაა, რომელიც კორპორაციის თვითრეგულირებად, მაგრამ *quo warranto* ქმედებას წარმოადგენს.<sup>951</sup> აღნიშნულ ელემენტთაგან პირველის ანალიზი კვლევის ფარგლებს ცდება, ხოლო მეორე – შესრულებული კვლევის გაგრძელებასთან დამაკავშირებელი რგოლია, რომლის შემდეგ დაუფლების სახეთა კლასიფიცირებითა და მისგან თავდაცვის საშუალებათა კოლატერული ანალიზით კვლევის ეს სეგმენტი შესრულდება.

### 3.4.3.3.2. სატენდერო შეთავაზება დაუფლების კონტექსტში

სატენდერო შეთავაზება,<sup>952</sup> სპეციფიკური, კაპიტალის ბაზარზე ორგანიზე-

<sup>950</sup> სავალდებულო სატენდერო შეთავაზება კონტინენტური ევროპის სახასიათო პოსტულატია, რომელიც დაუფლების ღირეტივაციაშია ასახული. ზოგადად, იხ. *Ryngaert, Cross-Border Takeover Regulation: A Transatlantic Perspective*, ECFR, 2007, P. 438-450. აშშ-ის *Williams Act*, განსხვავებით ქართული მიდგომისგან, სადაც მეწარმეთა შესახებ კანონის 53<sup>2</sup> მუხლი ითვალისწინებს სატენდერო შეთავაზების სავალდებულო სახეს, მსგავს რეგულაციას არ შეიცავს. სავალდებულო სატენდერო შეთავაზებას ორი ძირითადი მიზანი აქვს. პირველი, ის ნულიფიკაციას უკეთებს საკონტროლო პაკეტის მქონე აქციონერის იმ უფლებას, რომელიც მას საკონტროლო პაკეტის ფლობიდან გამომდინარე პირადი სარგებლის მიღების უფლებით აღჭურავდა. მეორე, პრინციპული მიზანი უმცირესობაში დარჩენილი აქციონერების სავალდებულო საკანონმდებლო დაცულობაა. იხ. *Ferranini, Miller, A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe*, Law Working Paper №139/2010, 2010, P. 16-17.

<sup>951</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 1, 2010, P. 243,244.

<sup>952</sup> სატენდერო შეთავაზება „მტრული“ დაუფლების საუკეთესო მექანიზმია, როდესაც საწარმოს ბევრი მცირე აქციონერი ჰყავს. შესაბამისად, სატენდერო შეთავაზების გაკეთება განთავსებულ აქციათა მიმართ ხდება, რაც „საჯარო“ სს-თვის სახასიათო ელემენტიდან („ლიაობიდან“) გამომდინარეობს. სატენდერო შეთავაზება ერთადერთი არ არის სამიზნე საწარმოს დაუფლების მექანიზმთაგან. მექანიზმთა ფორმულარი კიდევ ერთ მეთოდს, ე.წ. „ხმის უფლებით პაექრობას“ (*Proxy fights*) მოიცავს. „*Proxy fights*“ დაუფლების გავრცელებული, ძვირად ღირებული და შედარებით იშვიათად გამოყენებადი საშუალებაა. მისი არსი ხმის უფლების სწორი გამოყენებით სამიზნე საზოგადოების დაუფლების სურვილის პრაქტიკულ ინტეგრირებაშია. კანონმდებლობით, საწარმოში ფუნდამენტური ცვლილებების განხორციელებას საერთო კრებაზე აღმსრულებელი ორგანოს მხრიდან (ღირეტიტორთა საბჭოს, სამეთვალყურეო საბჭოს) შესაბამისი შეთავაზების გაკეთება საჭირო საერთო კრების მიმართ. ფუნდამენტურ ცვლილებათა კატეგორიაში შედის შერწყმის და სუბსტანციურად თითქმის მთლიანი საწარმოს გაყიდვა. შესაბამისად, აუცილებელია აქციონერთა საერთო კრების მიერ ასეთი ბაზისური ცვლილების დამტკიცება. თუ სამიზნე საზოგადოების აღმსრულებელი ორგანო ტრანზაქციის წინააღმდეგაა, მაშინ ეკვიური იწყებს „მტრულ“ დაუფლებას ან სატენდერო შეთავაზებით ან ხმის უფლების მანიპულაციური უტილიზირებით. იხ. *Palmiter, Corporations*, 2006, P. 582-583; *Pinto, Branson, Understanding Corporate Law*, 3<sup>rd</sup> ed., 2009, P. 361. ეს უკანასკნელი ანუ *proxy fights*-ის საშუალებით დაუფლება ეკვიუერის დაუფლების სტრატეგიაა, რომლის დროსაც შემძენის სტრატეგია შემდეგი სქემით ვითარდება: შემძენი საწარმო იწყებს სამიზნე საზოგადოების აქციათა მცირე პაკეტის შეძენას, ან მას უკვე აქვს გარკვეული რაოდენობის, მაგრამ არა საკონტროლო პაკეტის აქციები.



ბული ვაჭრობისთვის დამახასიათებელი სამართლებრივად რეგულირებადი<sup>953</sup> მოვლენაა.<sup>954</sup> კანონმდებლობა არეგულირებს იმ სატენდერო შეთავაზებებს, რომელიც კაპიტალის ორგანიზებულ მეორად ბაზარზე ფუნქციონირებადი კორპორაციის ხმის უფლების მქონე აქციათა მიმართ არის გაკეთებული.<sup>955</sup> ოფერტის ადრესატი,<sup>956</sup> მტრული დაუფლების დროს, სს-ის აქციონერები არიან.<sup>957</sup>

მისი სამართლებრივად ანტიმონოპოლიურ კანონმდებლობას დაქვემდებარებული რეგულირებადი ხასიათიდან გამომდინარე, პრაქტიკული შესრულება, საკანონმდებლო რეგულაციებით მონოპოლიური მდგომარეობის პრევენციის გამო, ხდება არა ჰორიზონტალური კომბინაციით, როდესაც ორივე საზოგადოება ერთი და იგივე სამეწარმეო საქმიანობას ახორციელებს, არამედ ვერტიკალური და კონგლომერირებული შეძენის შესასრულებლად.<sup>958</sup>

ნებისმიერ შემთხვევაში, ეკვაირს დაუფლების პროცესის სურვილის გამოვლენის დროს სამიზნე საწარმოში უკვე აქვს აქციათა პაკეტი ან ყავს აქციონერები, რომელთაც შერწყმის ტრანზაქციის შესრულება აინტერესებთ. იმისთვის, რომ ტრანზაქციის გამჟღავნებული მიზანი შესრულდეს, ეკვაირის ინტერესების განხორციელებას სამიზნე საწარმოს ბორდის საკუთარი ინტერესის სფეროში „გადმოყვანა“ ესაჭიროება. სამიზნე საზოგადოების ბორდის „გადმობირება“ ბორდის სასურველი წევრებით დაკომპლექტებით უნდა შესრულდეს. შედეგად, სამიზნე საზოგადოების ზემოაღნიშნული აქციონერთა ჯგუფი მაქსიმალურად ცდილობს, რომ ბორდის არსებულ წევრებს შეუწყვიტოს სასამსახურე ხელშეკრულება, ხოლო გამოთავისუფლებული ვაკანტური ადგილები დააკომპლექტოს იმ წევრებით, რომლებიც ტრანზაქციას დაუჭერენ მხარს და საერთო კრებას კორპორაციული კომბინაციის ინიციატივით მიმართავს. მენეჯმენტის ფორმირებისას გამართული საარჩევნო პროცესი წევრების გათავისუფლებასა და ახალი წევრების ნომინირებასა და დანიშნვას ემსახურება. იხ. *Enriques, Hasnmann, Kraakman, The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class in: The Anatomy of Corporate Law*, 2<sup>nd</sup> edition, 2009, P. 58-62; *Pinto, Branson, Understanding Corporate Law*, 3<sup>rd</sup> ed., 2009, P. 117-118, 121-122, 362-364. ხმის უფლებით პაექრობა სამიზნე საწარმოს აქციონერთა საერთო კრებაზე მიმდინარეობს, რომლის „ორგანიზატორი“ ამ შემთხვევაში ეკვაირი კომპანიაა. სწორედ აღნიშნულ პროცესს ეწოდება *proxy fights* ან *proxy contest*. იხ. *Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials*, 2000, P. 37-39, 536-563; *Pinto, Branson., Understanding Corporate Law*, 3<sup>rd</sup> ed., 2009, P. 179-193. ასევე: სქ. 1706.

<sup>953</sup> მისი სამართლებრივი რეგულირება სხვადასხვა ანტიდაუფლებით კანონმდებლობაშია მოცემული (*Williams Act, Security Exchange Act.*). იხ. *Ferranini, Miller, A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe*, Law Working Paper №139/2010, 2010, P. 8-15. სამართლის კუთხით, ის ფასიანი ქაღალდების სამართლის საგანია. *Steinberg, Understanding Securities Law*, 5<sup>th</sup> ed., 2009, P. 285. ქართულ კანონმდებლობაში სატენდერო შეთავაზების მეშვეობით სს-ის აქციათა შესყიდვა დარეგულირებულია „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ კანონის მე-15 მუხლის პირველი პუნქტით.

<sup>954</sup> მიუხედავად მისი სამართლებრივად რეგულირებადი შინაარსისა, უმეტეს საკანონმდებლო აქტში მისი პირდაპირი დეფინიცია არ არსებობს. *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., vol. 4, 2010, P. 211-212.

<sup>955</sup> *Oesterle, Mergers and Acquisitions*, 2006, P. 130.

<sup>956</sup> *Hurst, William, Cases and Materials on Corporations*, 1999, P. 706.

<sup>957</sup> *Easterbrook, Fischel, The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, P. 162.

<sup>958</sup> *Clark, Corporate Law*, 1986, P. 537.



სამიზნე კომპანიის აქციათა შესყიდვის მიზნით საჯარო სატენდერო შეთავაზების განხორციელება განსაკუთრებით ეფექტურია მაშინ, როდესაც მასში წილობრივი მონაწილეობა საგრძნობლად დანაწევრებულია (*dispersed*) და არ არსებობს ერთი აქციონერი (*blockholder*), რომელსაც გააჩნია მისი უფლების მქონე აქციათა ის რაოდენობა, რომ უშუალოდ განახორციელოს საზოგადოებაზე ეფექტური კონტროლი.<sup>959</sup> მისი განხორციელების წინაპირობად მინიმუმ ოფერენტის რწმენაა, რომ სამიზნე საზოგადოების მენეჯმენტი მოიწონებს შეთავაზებას ან მინიმუმ არ შეეწინააღმდეგება მას,<sup>961</sup> ანუ ნეიტრალური პერსონა იქნება.<sup>962, 963</sup> სატენდერო შეთავაზების აქტივაციის მოტივატორი საწარმოსთან, როგორც იურიდიულად ეგზისტენციალურ სუბიექტთან მოლაპარაკებას დაქვემდებარებული ტრანზაქციის, მაგალითად, შერწყმის ან ქონებრივი შეძენის შესრულება შეუძლებელი უნდა იყოს.<sup>964</sup> სატენდერო შეთავაზება რთული, კომპლექსურ მოვლენათა შემადგამელი მოცემულობის მატარებელი ტერმინია. ეს განაპირობებს მის დიქტომიას, როგორც ერთიანი დეფინიციის უქონლობის შედეგს. მისი არსის შინაარსობრივი დეტერმინაცია საკანონმდებლო<sup>965</sup> და დოქტრინალურ დონეზეა შესაძლებელი.<sup>966</sup> კაპიტალის ბაზრის მარეგულირებელი წესების მიხედვით, სატენდერო შეთავაზება შემთავაზებლის საჯარო განცხადებაა მესაკუთრის მიერ დეპოზიტურ ბანკში განთავსებულ ფასიან ქალაქობა განსაზღვრულ ფასად შესყიდვის თაობაზე.<sup>967</sup> სხვა სიტყვებით, სატენდერო შეთავაზება გულისხმობს სამიზნე კორპორაციის ყველა აქციონერის მიმართ განხორციელებულ საჯარო შეთავაზებას მათი საჯარო დიქტევაში არსებული აქციების შესყიდვის მიზნით.<sup>968</sup> ოფერტი, როგორც წესი, განხორციელებულია პირის ან პირთა (ინვესტორთა) ჯგუფის<sup>969</sup> მიერ კომპანიის აქციების კლასის ან კლასების ნაწილის ან სრულად შეძენის თაობაზე.<sup>970</sup> სატენდერო შეთავაზებით შეძენის არსი, შერწყმისა და ქონებრივი შეძენისგან

<sup>959</sup> *Brudney, Chirelstein, Corporate Finance*, 1979, P. 709.

<sup>960</sup> *Sepe, Rogers, Private Sale of Corporate Control: Why The European Mandatory Bid Rule is Inefficient*, 2010, P. 7.

<sup>961</sup> *Brudney, Chirelstein, Corporate Finance*, 1979, P. 710.

<sup>962</sup> *Hertig, McCahery, Company and Takeover Law Reforms in Europe*, 2006, P. 562-564.

<sup>963</sup> *Fleischer, Mundheim, Corporate Acquisition by Tender Offer*, 115 U. of Pa.L.Rev., 1967, P. 317-321.

<sup>964</sup> *Brudney, Chirelstein, Corporate Finance*, 1979, P. 709.

<sup>965</sup> *Hazen, The Law of Securities Regulation*, 6<sup>th</sup> ed., 2009, P. 388-393.

<sup>966</sup> ის შეიძლება მოიცავდეს კერძო მოლაპარაკების ელემენტებსა და აქციებით საჯარო ვაჭრობის ელემენტებსაც. იხ. *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 212-213.

<sup>967</sup> *Oesterle, Mergers and Acquisitions*, 2006, P. 130.

<sup>968</sup> *Pinto, Branson, Understanding Corporate Law*, 3<sup>rd</sup> ed., 2009, P. 148-150.

<sup>969</sup> *Aranow, Einhorn, Tender Offers For Corporate Control*, 1973, P. 83-94.

<sup>970</sup> *Kanter, Tender Offers Making and Meeting Them*, 1979, P. 12.



გასხვავებით, საზოგადოების წილობრივი შესყიდვა პირდაპირ აქციონერებისგან, მენეჯმენტისგან გვერდის ავლით შესაძლებლობაშია.<sup>971</sup> განსხვავება ტრანზაქციის მონაწილე პერსონათა სუბიექტივიზმშია.

ღირებულების<sup>972</sup> განსაზღვრა სატენდერო შეთავაზების კომპლექსურობის მეორე ნიშანია. მას, ძირითადად, კორპორაციის ეკონომიკურად პერსპექტიული<sup>973</sup> ხდება განსაზღვრავს.<sup>974</sup> პოტენციური მყიდველი მზად არის გადაიხადოს პრემიუმთანხა,<sup>975</sup> როგორც სატენდერო შეთავაზებისა და კონტროლის მოპოვების ღირებულება.<sup>976</sup> პრემიუმღირებულება საბაზრო ღირებულებაზე გაცილებით მეტია.<sup>977</sup> სატენდერო შეთავაზება და მასში გადახდილი პრემიუმთანხის ეკონომიკური პროგნოზირება ფასიან ქაღალდზე,<sup>978</sup> კაპიტალის ბაზარსა და ფირმის ეკონომიკურ პერსპექტივებზეა დამყარებული.<sup>979</sup>

ფასიან ქაღალდს ორი განზომილება აქვს: რისკი და მოსალოდნელი შემოსავალი. რისკის დივერსიფიცირებას შემძენი ინვესტირების საფუძველზე, მენეჯმენტის შეცვლასა და ლიკვიდური ბაზრის ათვისების შესაძლებლობის გამოყენებით ახდენს. მაგრამ ფასის განსაზღვრის მთავარი ელემენტი შესაძლო შემოსავლებში მდგომარეობს. თუ *bidder* შესაძენი აქციიდან სამომავლოდ 1%-იან ზრდას მაინც ელოდება, მაშინ მისი სატენდერო შეთავაზების პრემიუმღირებულების გადახდა, შესაძლებელია, მომგებიანი აღმოჩნდეს.<sup>980</sup>

სატენდერო შემთავაზებელი შეთავაზებით სამართლებრივად იბოჭავს თავს.<sup>981</sup> აქცეპტირების შემთხვევაში ის შეისყიდის განსაზღვრულ ფასად

<sup>971</sup> *Gevurtz, Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 704.

<sup>972</sup> *Williams Act*-ის მიღებისას კონგრესში გამართული დებატებისას შემუშავებულ იქნა სატენდერო შეთავაზების დეფინიცია (რომელიც არ იქნა საბოლოო ვერსიაში შეტანილი), სადაც ფასი მნიშვნელოვნად მაღალი უნდა ყოფილიყო საბაზრო ღირებულებასთან შედარებით (... *price substantially above the current market price*). იხ. *Aranow, Einhorn, Tender Offers For Corporate Control*, 1973, P. 71-82; *Kanter, Tender Offers Making and Meeting Them*, 1979, P. 8-14.

<sup>973</sup> *Easterbrook, Fischel, The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, P.162-163.

<sup>974</sup> *Klein, Coffee, Business Organization and Finance*, 10<sup>th</sup> ed., 2007, P. 190.

<sup>975</sup> *Betton, Eckbo, Torbun, Corporate Takeovers*, 2008, P. 17-18.

<sup>976</sup> *Haas, Corporate Finance*, 2011, P. 637.

<sup>977</sup> *Sepe, Rogers, Private Sale of Corporate Control: Why The European Mandatory Bid Rule is Inefficient*, 2010, P. 8-34.

<sup>978</sup> *Booth, Financing the Corporation*, 2010, P. 685-692.

<sup>979</sup> შეად. *Dyck, Zingales, Private Benefits of Control: An International Comparision*, 2001, P. 8-9.

<sup>980</sup> *Posner, Economic Analysis of Law*, 4<sup>th</sup> ed., 1992, P. 429.

<sup>981</sup> სატენდერო შეთავაზების სავალდებულო ძალა საკანონმდებლო დონეზეა განმტკიცებული. მას კონკრეტული შეზღუდვები უდევს საფუძვლად. მას შემდეგ, რაც შემძენი საჯარო სატენდერო შეთავაზების შესახებ განცხადებას აკეთებს, სატენდერო შეთავაზების მოქმედების პერიოდში მას ეკრძალება სამიზნე საზოგადოების აქციონერთა მიმართ, ტენდერის გარეთ, კერძო მოლაპარაკების წარმოება და აქციათა შეძენა. იხ. *Security Exchange Act, Rule 14e-5(a)*. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონის მე-15 მუხლის მე-7 პუნქტი.



კონკრეტული რაოდენობისა და კლასის აქციებს.<sup>982</sup> შეთავაზების გაკეთება ყველა აქციონერის მიმართ ხდება, რაც, თვისებრივად, პრაგმატულად, თავიდანვე გამორიცხავს შესაძენად შეთავაზებული ყველა აქციის ყიდვას,<sup>983</sup> რადგან აქციითა მესაკუთრე რაციონალურად „მოაზროვნეა“, რომლის პერსპექტიული ხედვა წილის უფრო მაღალ ფასად გაყიდვაში წარმოჩინდება. ხოლო შემძენის ტაქტიკური<sup>984</sup> ხედვა<sup>985</sup> შემდეგნაირია: სატენდერო შეთავაზების პირველ ეტაპზე შეიძინოს მაქსიმალურად მეტი ხმის უფლების მქონე აქცია<sup>986</sup> და თუ ის მი-  
აღწევს საკონტროლო მაჩვენებელს, განახორციელებს „short-form“ შერწყმას მცირე აქციონერთა განსადევნად.<sup>987</sup> ნიშანდობლივია, რომ ასეთი სატენდერო შე-  
თავაზება (აქციონერთა მიმართ) მტრული შესყიდვის დროს ხორციელდება.<sup>988</sup>

დოქტრინალური და საკანონმდებლო შინაარსობრივი დეფინიციების გარდა, არ-  
სებობს სამოსამართლო პრეცედენტული პრაქტიკა, რომელიც სატენდერო შეთავა-  
ზების, როგორც არსის, სუბსტანციური ელემენტების კონკრეტიზებას ახდენს.<sup>989</sup> ეს  
ელემენტები იმ ფაქტობრივ გარემოებათა ჩამონათვალშია, რომელთა არსებობისას  
აქციების შეძენა სატენდერო შეთავაზებად დაკვალიფიცირდება და დაექვემდებ-  
არება სპეციალურ ანტიმონოპოლიურ ნორმატიულ რეგულირებას.<sup>990</sup> უელმანის  
დოქტრინის (*Wellman v. Dickinson*) წინააღმდეგ საქმეში, სასამართლომ სატენდერო  
შეთავაზების განსაზღვრის რვა ფაქტობრივი გარემოება დაადგინა. სუბიექტის კო-  
რპორაციული ქმედება დაკვალიფიცირდება სატენდერო შეთავაზებად, თუ ის (1)  
აქციონერთა ფართო წრისადმია გაკეთებული, (2) რომელიც გამოშვებულ აქციათა  
მნიშვნელოვანი წილის (კონტროლის)<sup>991</sup> შეძენის მოთხოვნისკენ არის მიმართული;

<sup>982</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 213.

<sup>983</sup> Gevurtz, Corporation Law, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 704. ოფერენტის მიერ გაკეთებული სატენდერო განაცხადი სავალდებულო აქცეპტირების შესრულებას არ ითვალისწინებს. შემძენის გათვლა ჰიპოტეტური და პოტენციურია: ის პრემიუმ ღირებულების გადახდის გზით სამიზნე საწარმოს აქციონერთა აქცეპტირების პროვოცირებას ახდენს. რა თქმა უნდა, ყველა აქციონერი ნების ავტონომიურობითა და საკუთრების კონსტიტუციური უფლებით სარგებლობს – გასხვისება მათი ნებელობითი აქტია.

<sup>984</sup> ზოგადად, სატენდერო შეთავაზების განხორციელების ტაქტიკისთვის, იხ. Brudney, Chirelstein, Corporate Finance, 1979, P. 712-716.

<sup>985</sup> იხ. Betton, Eckbo, Torbun, Corporate Takeovers, 2008, P. 20-25.

<sup>986</sup> იხ. Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, 1986, P. 816.

<sup>987</sup> Ventrone, Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposal, Working Paper №137, 2009, P. 21-26; Haas, Corporate Finance, 2011, P. 682.

<sup>988</sup> Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 21.

<sup>989</sup> Wellman v. Dickinson, 475 F.Supp. 783, 823-824 (S.D.N.Y. 1979); Hurst, William, Cases and Materials on Corporations, 1999, P. 707-715; Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials, 2000, P. 864-875; SEC v. Carter Halwey Hale Stores, Inc., 760 F.2d 945 (Cir. 1985).

<sup>990</sup> Haas, Corporate Finance, 2011, P. 639-640.

<sup>991</sup> საქართველოს „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ კანონის მე-2 მუხლის მე-20 პუნქტი კონტროლს განმარტავს როგორც მნიშვნელოვან წილს, მნიშვნელოვან შენაძენს, როდესაც პირი ან პირთა გაერთიანება საწარმოში ხმების 10%-ზე მეტს ფლობს.



(3) რომლის ღირებულება აქციათა ბაზარზე დადგენილ ღირებულებაზე მეტია, (4) ხოლო ოფერტში შეთავაზებული პირობები მკაცრად განსაზღვრული, რომელიც არ დაექვემდებარება მოლაპარაკებით შეცვლას; (5) მიმართულია აქციათა ფიქსირებულ სატენდერო რაოდენობათა შეძენისკენ (6) კონკრეტულად დადგენილი დროის განმავლობაში, (7) სადაც აქციების გასხვისების გადაწყვეტილების მისაღებად შეთავაზებული პირების (აქცეპტანტის) დარწმუნება ზდება და (8) შეთავაზება გაცხადებულია საჯაროდ, რაც ხელს შეუწყობს აქციათა სწრაფ აკუმულირებას.<sup>992</sup>

მოკლედ, სატენდერო შეთავაზება სამიზნე საზოგადოების აქციათა შეძენის პროცედურული, ინსტრუმენტალური, კაპიტალის ბაზარზე დამკვიდრებული, სამართლებრივად რეგულირებადი მექანიზმი<sup>993</sup> და შეძენის პრაქტიკული დემონსტრირების უმნიშვნელოვანესი ინტერსტრუქტურული, სტატიკური ელემენტია.<sup>994</sup>

### 3.4.3.3.3. დაუფლებითი შეძენა: სახეები და გამოვლინებები

#### 3.4.3.3.3.1. „მეზობრული“ დაუფლება<sup>995</sup>

სატენდერო ოფერტის მრავალი სახეობა არსებობს.<sup>996</sup> მათ შორის ტიპოლო-

<sup>992</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 213-215.

<sup>993</sup> მისი მოწესრიგება ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონის მე-15 მუხლშია მოცემული, რომელსაც ეროვნული ბანკის სხვადასხვა რეგულაცია ავსებს.

<sup>994</sup> Klein, Coffee, Business Organization and Finance, 10<sup>th</sup> ed., 2007, P. 189-190.

<sup>995</sup> ე.წ. *friendly takeover*. იხ. Lipton, Steinberger, Takeovers & Freezeouts, 2002, chap. 1., P. 10-11.

<sup>996</sup> სატენდერო შეთავაზების ქვემოთ ახსნილი სახეობები ოფერტის განსხვავებული კონფიგურაციული სტრუქტურით ღიფერენცირებულია. არსებობს ნაწილობრივი სატენდერო შეთავაზება (*partially tender offer*), როდესაც შესაძენ აქციათა მაქსიმალური ზღვრული ოდენობაა დაფიქსირებული ოფერტში; არსებობს „ნებისმიერის“ ან „ყველას“ შეძენის ოფერტი (*any of all tender offer*), როდესაც გამოსასყიდ აქციათა ულიმიტო რაოდენობაა განსაზღვრული; სატენდერო შეთავაზება კლასიფიცირდება დაფინანსების კუთხით, იმის მიხედვით, ნაღდი ფულით (*cash tender offer* არის სატენდერო შეთავაზებით დაუფლების ამერიკული ვარიანტი, რომლის ინგლისურენოვან სინონიმს „*takeover bid*“ წარმოადგენს) თუ აქციებით ზდება ტრანზაქციის დაფინანსება; არსებობს, ასევე, „თვით-ტენდერი“ (*self-tender offer*), როდესაც საზოგადოება საკუთარი აქციების გამოსყიდვის შესახებ აკეთებს ოფერტს. იხ. Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials, 2000, P. 56-58, 778; Haas, Corporate Finance, 2011, P. 637-638. შეთავაზებას, რომელიც მესამე პირის, არაგამიტენტი კორპორაციის მიერ კეთდება, მესამე პირის მიერ გაკეთებული სატენდერო შეთავაზება ეწოდება (*third party tender offer*). იხ. Oesterle, Mergers and Acquisitions, 2006, P. 135-136. თუ, ე.წ. მომპარავი შემსყიდველი (*looter*) სამიზნე საზოგადოების აქციათა შეძენას ორეტაპიანი ღირებულებით ახორციელებს და ამით ფასთა სხვაობით მანიპულირებს, მაშინ სახეზე „კოერსული სატენდერო შეთავაზება“ (*coercive tender offer*). „კოერსიის“ დროს, „მომპარავი“ შემსყიდველი შეძენის პირველ ეტაპზე სამიზნე საზოგადოების 51% აქციების შეძენას მაღალ ფასად ახორციელებს. მაგალითად, თუ



გოურ სხვაობას<sup>997</sup> მონაწილე სუბიექტთა და შეთავაზების მოტივთა კლასიფიცირება უდევს საფუძვლად.<sup>998</sup> სუბიექტთა დიფერენცირება შეძენის მოტივის მაკვალიფიცირებელია. შეძენის მოტივის მიხედვით კი დაუფლების ხასიათი გამოითვლება: თუ დაუფლების მიზანს კონკურენტი საწარმოს ჩამოცილება, მენეჯმენტის შეცვლა, რისკების დივერსიფიცირება ან პასუხისმგებლობისგან თავის არიდება უდევს საფუძვლად, ის დისციპლინურ ანუ „მტრულ“ შეძენად განიხილება. თუ სატენდერო შეთავაზების ობიექტი სამიზნე საზოგადოება,

აქციის საბაზრო ღირებულება 50 დოლარია, პირველ ეტაპზე შემსყიდველი აქციონერებს 51%-ში სთავაზობს 80 დოლარს ნაღდი ფულით, ხოლო დარჩენილი 49%-ის შესყიდვას 60 დოლარად ღირებული სასესხო ფასიანი ქაღალდებით ახორციელებს. ჯამში, გაყიდული აქციის საშუალო ღირებულება 70.20 დოლარი გამოდის. თუ ფირმის ნამდვილი ღირებულება 75 დოლარია, პირველივე ეტაპზე ყველა თანხმდება ოფერტს:  $80\$ > 75\$$  პრინციპით. ინვესტორი „იძულებულ“ იქნა გაესხვისებინა 75 დოლარად ღირებული აქცია 70 დოლარად. იხ. *Easterbrook, Fischel, The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, P. 179, 220. აღსანიშნავია, რომ მსგავსი მანიპულაციებისგან თავის არიდების მექანიზმს ფასიანი ქაღალდების კანონმდებლობა არ შეიცავს (ქართულ კანონმდებლობაში „მანიპულაციის“ განმარტების მცდელობა ფასიანი ქაღალდების კანონმდებლობაშია მოცემული, რომლის თანახმად, მანიპულაციად ჩაითვლება საფონდო ბირჟაზე ფასიანი ქაღალდებით ისეთი გარიგებების დადება, რომელიც არ იწვევს ცვლილებას რეგისტრირებულ მონაცემებში და ხორციელდება მოჩვენებითი აქტივობის შექმნის მიზნით. იხ. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონი, 44-ე მუხლი.). ეს მანიპულაცია ჯდება, მაგალითად, აშშ-ის SEC-ის რეგულირების ფარგლებში, რომელიც სატენდერო შეთავაზების „საუკეთესო ფასის“ სტანდარტს მხოლოდ სატენდერო შეთავაზების განხორციელების ეტაპზე მოიცავს და არ არეგულირებს სამიზნე საზოგადოების შეძენის განხორციელების ორეტაპიანი მექანიზმის გამოყენების დროს. იხ. *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 224-226; *Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials*, 2000, P. 10-17.

<sup>997</sup> სატენდერო შეთავაზების სახეთა კლასიფიკაცია სატენდერო წინადადების განმახორციელებელი სუბიექტის ნებელობის ფორმირების წყაროშია. ნების ფორმირების წყარო ორი სახის სატენდერო შეთავაზებას მიჯნავს ერთმანეთისგან. ნების კერძო ავტონომიის ფარგლებში ფორმირებული შეთავაზების წინადადება ნებაყოფლობით სატენდერო შეთავაზების სახეს აყალიბებს. მისი განხორციელების წესი ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სამართლით არის კონსტანტირებული. ნების „ფორმირება“ შესაძლებელია წინასწარგანზრახულად (ორეტაპიანი შეძენის შემთხვევაში) ან, უბრალოდ, აქციათა პაკეტის შეძენით ჩვეულებრივი საინვესტიციო მიზნებისთვის, რომელსაც დაუფლების ეგენტულური სურვილი არ უდევს ქვეტექსტად. ორივე შემთხვევაში აქციათა სრული გამოსყიდვის შესახებ სატენდერო შეთავაზების გაკეთებას ნორმატიულად დადგენილი იმპერატიული მოთხოვნის აქტივირება, სათანადო კონდიციების მიღწევის შემდეგ, განაპირობებს და ყალიბდება სავალდებულო სატენდერო შეთავაზება, რომელიც შესაბამისი ნორმატიული აქტით ნებაყოფლობით სატენდერო შეთავაზებისგან, მცირე, მაგრამ მაინც განსხვავებულ პროცედურულ წესებს ადგენს, მაგალითად, კონტროლის მოპოვებიდან შეთავაზების გაკეთების ვადებში შეზღუდვა, სატენდერო შეთავაზების სამიზნე აქციათა სახეობები და ა.შ. ქართული სამეწარმეო კანონმდებლობის ერთგვარ ნოვატორულ მიდგომას წარმოადგენს ის, რომ ნებაყოფლობითი სატენდერო შეთავაზება დადგენილი და მოწესრიგებულია ფასიანი ქაღალდების ბაზრის (მუხლი 15) კანონით, ხოლო სავალდებულო სატენდერო შეთავაზების რეგულაცია მეწარმეთა შესახებ კანონშია (მუხლი 53 <sup>2</sup>) წარმოდგენილი.

<sup>998</sup> *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 21.



როგორც იურიდიული პირია, რომლის მიზანი სამეწარმეო გაერთიანებით მეტი სარგებლის მიღება და საბაზრო ძალაუფლების ზრდა, ანუ სინერგეტიკული ეფექტის მიღწევაა, მაშინ სახეზე ე.წ. „სინერგეტიკული“,<sup>999</sup> დაუფლების ელემენტებია.<sup>1000</sup>

დაუფლების სახეებად შეძენის კლასიფიცირების მეორე კლასიფიკატორი ტრანზაქციისადმი სამიზნე საზოგადოების მენეჯმენტის დამოკიდებულებაა. თუ მენეჯმენტი მოლაპარაკების წარმოებაზე თანხმდება, მაშინ სახეზე „მეგობრული“ დაუფლების ელემენტებია. ამიტომ, მეგობრულ დაუფლებას „მოლაპარაკებით“ მიღწეულ“ (*“negotiated takeover transaction”*) დაუფლებასაც უწოდებენ.<sup>1001</sup>

მოლაპარაკების წარმოება შესაძლებელია ორ შემთხვევაში. თუ სამიზნე საზოგადოების მენეჯმენტს სწამს, რომ ეკვიარის მიერ მისი შეძენა სასურველია მარკეტინგული და მენეჯერული თვალსაზრისით, მაშინ სამიზნე საზოგადოება იწყებს ტრანზაქციასა და დებულებებზე შეთანხმებას. მეორე შემთხვევაში, დაუფლების ტრანზაქციას კიდევ ერთი მონაწილე ემატება. თუ სამიზნე საზოგადოებას არ სურს შეძენის პირველი ტრანზაქციული მეთოდის განხორციელება, მაშინ ის ეძებს კონკურენტ შემთავაზებელს (*white knight*)<sup>1002, 1003</sup> რომელთანაც იწყებს მოლაპარაკებას მტრული შეძენის თავიდან ასაცილებლად.<sup>1004</sup> შედეგად, შეძენაზე გაკეთებული ნებისმიერი ტიპოლოგიური ბუნების შეთავაზება სამიზნე საზოგადოების გასხვისებას განაპირობებს. ამასთან, მნიშვნელობა არ აქვს ეს პირველი შემთავაზებელი თუ უკეთესი წინადადების განმახორციელებელი კონკურენტი საწარმო იქნება. თუ კონკურენტი საწარმოს მოძიება შესაძლებლობათა პოტენციურ დიაპაზონში ლავირებს, ფიდუციური მოვალეობა და „აქციონერთა ღირებულების“ ზრდის ღოჭტრინა უკეთესი წინადადების მოზიდვისკენ მენეჯმენტის ქმედებათა მიმართვას სავალდებულოდ შესასრულებელს ხდის.

შერწყმის ან ქონებრივი შეძენის შემთხვევაში, როდესაც კომბინაციაში მონაწილე ორივე კორპორაციის ბორდი (დირექტორატი) შეძენის შეთანხმების ფორმირებით ურთიერთშეთანხმებულ გადაწყვეტილებას აღწევს, ანუ სამიზნე საზოგადოების მენეჯმენტი (ბორდი და აქციონერები) არ ეწინააღმდეგებიან

<sup>999</sup> Morck, Shleifer, Vishny, Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers, in: Corporate Takeovers, (edit. Auerbach), 1988, P. 101-102.

<sup>1000</sup> Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 21.

<sup>1001</sup> Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, 1986, P. 817.

<sup>1002</sup> *white knight* განსხვავებულია *white squire*-გან. პირველის შემთხვევაში, „თეთრი რაინდი“ არის ის სუბიექტი, რომელიც სამიზნე საზოგადოების მტრული დაუფლების ალტერნატიულ შემძენად გამოდის და ეუფლება სამიზნე საზოგადოებაში კონტროლს. მისგან განსხვავებით, *white squire* არის აქციათა პაკეტის შემძენი ჩვეულებრივი ინვესტორი, რომელიც დაინტერესებულია ინვესტიციის გაკეთებით და მის მიზანს სამიზნე საზოგადოებაში კონტროლის მოპოვება არ წარმოადგენს. იხ. Radin, The Business Judgment Rule, vol. II, 2009, P. 2662.

<sup>1003</sup> Davies, Hopt, Control Transactions, in: The Anatomy of Corporate Law, 2009, P. 236-238.

<sup>1004</sup> Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, 1986, P. 817.

ტრანზაქციას, სახეზეა კლასიკური, ე.წ. მეგობრული დაუფლება.<sup>1005</sup> ამ დროს სამიზნე საზოგადოების ბორდის მიერ, აქციონერთა საერთო კრების გამართვამდე ხდება ტრანზაქციის დამტკიცება, რომელსაც იწონებენ აქციონერები.<sup>1006</sup> „მეგობრული დაუფლება“ ანტიმონოპოლიურად მკაცრი რეგულაციების თავის არიდების მექანიზმადაც გამოიყენება, როდესაც მისი შესრულება შერწყმის კორპორაციული კომბინაციით ხორციელდება.<sup>1007</sup>

კორპორაციული სტრუქტურის კუთხით, მეგობრული დაუფლება ისეთივე ცვლილების კაუზალურ პირობას წარმოადგენს, როგორიც ქონებრივი შეძენის დროს. მეგობრული შეძენა ქონებრივი შეძენისა თუ შერწყმისგან ტრანზაქციის შედეგობრიობის კუთხით იდენტურია. განსხვავება მათ შორის კომბინაციის პროცედურული მხარის (მენეჯმენტის თანხმობის) ტელეოლოგიურად განსხვავებული კუთხით ანალიზში მდგომარეობს, რასაც, უფრო ტექნიკური ან ფინანსური ხასიათი აქვს, ვიდრე შინაარსობრივად სუბსტანციური.

ყოველგვარ შეძენას, მათ შორის „მეგობრულ შეძენას“, ტექნიკურად განხორციელების სამართლებრივად სწორი გამოვლინება ესაჭიროება. თუმცა, სამართლოს მიერ ზოგიერთი კორპორაციული კომბინაცია არ კვალიფიცირდება „მეგობრულ“ შეძენად.<sup>1008</sup> მენეჯმენტის თანხმობით განხორციელებულ ტრანზაქციათა შესრულების სტრატეგიულ მექანიზმთა შორის გამოსაყოფია *leveraged buyout* და *management buyout*. მათი თეორიულ-სინქრონული ანალიზი შეძენით კომბინაციის სქემატური სურათის აღქმის კიდევე ერთ სპექტრს ქმნის.

### 3.4.3.3.3.1.1. LEVERAGED BUYOUT, როგორც

#### „მეგობრული“ დაუფლების მეთოდური გამოვლინება

საკორპორაციო სამართალში, შეძენის მრავალფეროვანი სამართლებრივი საშუალებებიდან, *leveraged buyout (LBO)* თვისებრივი სპეციფიკურობით გამოირჩევა.<sup>1009</sup> ის კონტროლის გადასვლის (შეცვლის) კერძო შემთხვევაა,<sup>1010</sup> რომლის მთავარი ასპექტი ტრანზაქციის ფინანსური უზრუნველყოფისა და შესრულების მეთოდოლოგიაში მდგომარეობს.<sup>1011</sup> *LBO* არ მოიცავს სხვა კომპანიათა მონაწილეობით კორპორაციულ კომბინაციას. ის არის კორპორაციის ინვესტორთა მიერ აქციათა შესყიდვა.<sup>1012</sup> ამ დროს ხდება წილობრივი შეძენა ნაღდი

<sup>1005</sup> Clark, Corporate Law, 1986, P. 532.

<sup>1006</sup> Klein, Coffee, Business Organization and Finance, 10<sup>th</sup> ed., 2007, P. 190-191.

<sup>1007</sup> Clark, Corporate Law, 1986, P. 537.

<sup>1008</sup> Radin, The Business Judgment Rule, vol. II, 2009, P. 2675-2685.

<sup>1009</sup> Tirole, The Theory of Corporate Finance, Princeton University Press, 2006, P. 47-48.

<sup>1010</sup> Williamson, Mergers, acquisitions, and Leveraged Buyouts: An efficiency assessment, in: Corporate Law and Economic Analysis, (edit. Bebchuk), 1990, P. 11.

<sup>1011</sup> Haas, Corporate Finance, 2011, P. 609.

<sup>1012</sup> Klein, Coffee, Business Organization and Finance, 10<sup>th</sup> ed., 2007, P. 191.



ფულის სანაცვლოდ, სადაც ინვესტორი ან ინვესტორთა ჯგუფი ნაღდი ფულის სანაცვლოდ ყიდულობენ სამიზნე საზოგადოების აქციონერთაგან აქციებს სატენდერო შეთავაზების საშუალებით.<sup>1013</sup> შედეგად, იურიდიულ დოკტრინაში „ლევერეჯირებული გამოსყიდვა“ სატენდერო შეთავაზების ვირტუალურ სინონიმად არის გაანალიზებული.<sup>1014</sup>

შემდგომი პროცედურული განხორციელებისთვის, ინვესტორი, ძირითადად, კერძო სექტორიდან (*private equity firm*), რომელიც ამხანაგობის ტიპის საზოგადოების ფორმით ფუნქციონირებენ, ქმნის „ფიქტიურ“ „შემდგენ“<sup>1015</sup> კორპორაციას, რომელსაც იყენებს LBO-ის განსახორციელებლად. შექმნილი კორპორაციის მთლიანი კაპიტალიზაცია ნაღდი ფულით არის განხორციელებული. ახლად ფორმირებული კორპორაცია წილობრივი შესყიდვისთვის საჭირო ძირითად თანხას, ინსტიტუციონალური ინვესტორისთვის მოკლევადიანი სასესხო ფასიანი ქაღალდების მიყიდვით მოიზიდავს. ამასთან, ინარჩუნებს მცირე რაოდენობის ნაღდ ფულსაც. დაფინანსების სტრუქტურების ეს ფორმა არის, ე.წ. *leveraged*. შესაბამისად, „შემდგენი“ კორპორაციის კაპიტალის სტრუქტურა ფორმირებულია გაზრდილი სასესხო სახსრების თანაფარდობით შიდა (*equity*) დაფინანსებასთან მიმართებით.<sup>1016</sup> სასესხო ფასიანი ქაღალდად კი გამოიყენება, ე.წ. *Junk bond*.<sup>1017</sup>

„შემდგენი“ კორპორაცია, მომდევნო ეტაპზე, მოზიდულ სახსრებს სამიზნე საზოგადოების აქციონერთა საჯარო აქციების საკონტროლო პაკეტის შესაძენად იყენებს. სასურველი ზღვრული ოდენობის შემდგენი შემდეგ, „ფიქტიური“ კორპორაცია შეერწყმება სამიზნე საზოგადოებას. გამომდინარე იქიდან, რომ სასესხო ფასიანი ქაღალდი უზრუნველყოფილი ფასიანი ქაღალდი იყო, შერწყმის შედეგად, სამიზნე საზოგადოების ქონების ნაწილი ამ ვალის უზრუნველსაყოფად გამოიყენება, რადგან შერწყმა ვალდებულებათა გაერთიანების ევენტუალური შედეგით ხასიათდება. თავის მხრივ, „ფიქტიური“ კორპორაცია სასესხო ვალდებულებების ნაცვლად სამიზნე საზოგადოების ხმის უფლების მქონე აქციათა მესაკუთრე ხდება.<sup>1018</sup> „ფიქტიური“ კორპორაციის მიერ გაცემული მოკლევადიანი სასესხო ფასიანი ქაღალდიდან დარიცხული ვალის გადახდა სამიზნე საზოგადოების ქონებაზე მიექცევა.<sup>1019</sup> ეს ნიშნავს, რომ ინვესტორი ან ინვესტორთა ჯგუფი სამიზნე საზოგადოებას მენეჯმენტისგან გვერდის ავ-

<sup>1013</sup> Haas, Corporate Finance, 2011, P. 609.

<sup>1014</sup> იხ. Hurst, William, Cases and Materials on Corporations, 1999, P. 706.

<sup>1015</sup> „ფიქტიურობას“ მისი სამიზნე საზოგადოების შემდგენი ერთადერთი საგნობრივი მიზანი განაპირობებს.

<sup>1016</sup> Oesterle, Mergers and Acquisitions, 2006, P. 27.

<sup>1017</sup> იგივე „high-yield bond“. იხ. Taggart, The Growth of the „Junk“ Bond Market and Its Role in Financing Takeovers, in: Mergers and Acquisitions, (edit. Auerbach), 1988, P. 5-24.

<sup>1018</sup> შეად. Gevurtz, Corporation Law, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 709.

<sup>1019</sup> Haas, Corporate Finance, 2011, P. 609.

ლთ დაეუფლა, რომლის თავდაპირველი გაცხადებული „განზრახვა“ შთანთქმის განხორციელება არ ყოფილა.<sup>1020</sup> ტრანზაქციის შედეგად, გადარჩენილი სამიზნე საზოგადოების მიერ „ფიქტიური“ კორპორაციის ვალდებულებათა შეთავსება შედეგები „ლია“ სს-ის „დახურულ“ სს-ად ტრანსფორმირებას, ანუ დედისტონგს. შეუწყობს ხელს,<sup>1021</sup> რომელსაც კაპიტალის სტრუქტურა გაზრდილი სასესხო კაპიტალიზაციის ფორმით<sup>1022</sup> ექნება ჩამოყალიბებული.<sup>1023</sup>

LBO-ის პროცესს უარყოფითი თვისებრიობაც ახასიათებს. სასესხო დაფინანსებით გამოსყიდვის დროს, ერთი მხრივ, ხდება არასასურველი დაუფლებისგან თავის არიდება, მაგრამ, მეორე მხრივ, სამიზნე საზოგადოების აქციონერებსა და დირექტორებს შორის წარმოიშობა ინტერესთა კონფლიქტი.<sup>1024</sup> ინტერესთა შეუთავსებლობას იმ შემთხვევაში აქვს ადგილი, როცა დირექტორატი ტრანზაქციის ორივე მხარეს არის და კორპორაციული ხელშეკრულების არსებითი პირობის (შესაძენი საწარმოს ან აქციის ღირებულების) ფორმირებისას მისთვის სასარგებლოდ შემცირებისკენ მიილტვის. ასეთი შემთხვევა, ტრანზაქციაში მონაწილე აქციათა ღირებულების გამოთვლის პროცესში წარმოიშობა.<sup>1025</sup>

ზემოაღნიშნული ანალიზი ფინანსური „ლევერიჯის“ ბაზაზე შესრულებული. „ლევერიჯი“ კაპიტალის სტრუქტურის დეტერმინანტია. ის, ტერმინოლოგიურად, გამოიყენება სასესხო და შიდა კაპიტალიზაციის ფინანსური შედეგების აღწერისთვის.<sup>1026</sup> სასესხო ფასიანი ქაღალდი, რომელიც დაფინანსების ამ მეთოდისთვის გამოიცემა, გამცემი კომპანიის ქონებით არის უზრუნველყოფილი. ასეთ სესხს ქონებაზე დაფუძნებული<sup>1027</sup> ან უზრუნველყოფილი სესხი<sup>1028</sup> ეწოდება.<sup>1029</sup> ნასესხები ფულის საინვესტიციო ბრუნვა შიდა დაფინანსების ფინანსურ ბერკეტს, „ლევერიჯს“ წარმოადგენს, ანუ მისი გამოყენება კომპანიისთვის სასარგებლო შედეგების დადგომას უწყობს ხელს.<sup>1030</sup> „ლევერიჯის“ დეფინიცია LBO-ის მთავარი განმსაზღვრელია. კორპორაციულ კომბინა-

<sup>1020</sup> Klein, *Coffee*, Business Organization and Finance, 10<sup>th</sup> ed., 2007, P. 190.

<sup>1021</sup> Pay’N Pak Stores v. Court Square Capital LTD (9<sup>th</sup> Cir. 1998).

<sup>1022</sup> Ventoruzzo, Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposal, Working Paper №137, 2009, P. 7-9.

<sup>1023</sup> Williamson, Mergers, acquisitions, and Leveraged Buyouts: An efficiency assessment, 1990, P. 11-14.

<sup>1024</sup> Vicari, Conflicts of Interest of Target Company’s Directors and Shareholders in Leveraged Buy-Outs, ECFR, 2007, P. 346-352.

<sup>1025</sup> Vicari, Conflicts of Interest of Target Company’s Directors and Shareholders in Leveraged Buy-Outs, ECFR, 2007, P. 352-362.

<sup>1026</sup> Klein, *Coffee*, Business Organization and Finance, 10<sup>th</sup> ed., 2007, P. 8.

<sup>1027</sup> ეწ. Asset-based lending.

<sup>1028</sup> ეწ. Secured lending.

<sup>1029</sup> იხ. Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 499.

<sup>1030</sup> Klein, *Coffee*, Business Organization and Finance, 10<sup>th</sup> ed., 2007, P. 9-11.



ციათა ფინანსურ-ეკონომიკური ემპირიული კვლევები, მის უმთავრეს სახასიათო ნიშნად ვალდებულებების შემცველი სასესხო ფასიანი ქაღალდის აქციაში გაცვლის ელემენტს გამოყოფენ.<sup>1031</sup>

LBO-ის საშუალებით საწარმოს დაუფლების მეორე ეტაპის შერწყმის ფორმით რეალიზირების გარდა, არსებობს შეძენილი საზოგადოების ქონებრივი გაყიდვა ან ბიზნესსაქმიანობის გასხვისების სამართლებრივი შესაძლებლობა. თუ *leveraged* დაფინანსებული ტრანზაქციისთვის აღებული ვალის გადახდა სამიზნე საზოგადოების მხოლოდ ნაწილობრივი ქონებრივი გასხვისების ნაცვლად შემძენი გადაწყვეტს კომპანიის მთლიან ქონებრივ ან სამეწარმეო საქმიანობის გაყიდვას, რადგან მიაჩნია, რომ სამიზნე საზოგადოების ბიზნესი მისი წარმატებულობის ინდიკატორად აღარ გამოდგება და მან ამოწურა სარგებლის მიღების ყველა პოტენციური შესაძლებლობა, ფორმირდება ტიპური განადგურებითი ანუ *Bust-up LBO*.<sup>1032</sup> უკანასკნელი გამოიყენება იმ დროს, როდესაც ინვესტორის მიერ სამიზნე საზოგადოების შეძენა ინვესტირებული თანხის დივერსიფიცირებისა და მისგან, განსაზღვრული პერიოდის შემდეგ, მოგების მიღების მიზნით ხდება. მისი ძირითადი არსი ტრანზაქციის დაფინანსების წყაროსა და სესხის დაკმაყოფილების მეთოდშია. თუ შემძენი სამიზნე საზოგადოების ქონების მნიშვნელოვან ნაწილს აღებული სესხის დასაფარად ყიდის და ქონებრივი გაყიდვა სამიზნე საზოგადოების საქმიანობის დასრულებას იწვევს, მაშინ სახეზეა *Bust-up Takeover*.<sup>1033</sup> პარალელურად, შესაძლებელია, შეძენილი საწარმოს მენეჯმენტის, სამეწარმეო საქმიანობისა და ბიზნესსტრატეგიების გაუმჯობესების შემდეგ, ინვესტორმა სამიზნე საზოგადოება კაპიტალის ორგანიზებულ ბაზარზე დაარეგისტრიროს, სადაც მის საბოლოო რეალიზებას მოახდენს.<sup>1034</sup>

#### 3.4.3.3.1.2. MANAGEMENT BUYOUT, როგორც „მეგობრული“ დაუფლების მეთოდური გამოვლინება

*Management buy out* სასესხო დაფინანსების საპირისპირო, შეძენის პანაციისგან განსხვავებული, ლოკალური, მაგრამ კომპლექსური ხასიათის მქონე ტრანზაქციული კორპორაციულ-მენეჯმენტური მონაწილეობით შესრულებული დაპატრონების სქემატურად იდიოსინკრატული გამოვლინებაა. *Management buy out* (შემოკლებით - *MBO*), როგორც „მეგობრული“ დაუფლების მეთოდურ საშუალებად კვალიფიცირებას, მისი მიზანი განაპირობებს, რასაც მრავალი სასამართლო გადაწყვეტილება ამყარებს.<sup>1035</sup> თუ სამიზნე საზოგადოება

<sup>1031</sup> Williamson, Mergers, acquisitions, and Leveraged Buyouts: An efficiency assessment, 1990, P. 15.

<sup>1032</sup> სხვანაირად: „breakup“. იხ. Haas, Corporate Finance, 2011, P.609, 610.

<sup>1033</sup> Lipton, Steinberger, Takeovers & Freezeouts, 2002, chap. 1., P. 25.

<sup>1034</sup> Macey, Corporate Governance, 2008, P. 241-244.

<sup>1035</sup> Radin, The Business Judgment Rule, vol. II, 2009, P. 2663-2675.



ენააღმდეგება დაპატრონების ტრანზაქციას, მენეჯმენტს შეუძლია თავდაცვის მექანიზმად<sup>1036</sup> აქციების გამოსყიდვის ეს მეთოდი გამოიყენოს.<sup>1037</sup>

*MBO*, შინაარსობრივად, იგივე ტიპის ტრანზაქციული სქემაა, როგორც *LBO*.<sup>1038</sup> ის არის სამიზნე საზოგადოების აქციათა სასესხო დაფინანსებით<sup>1039</sup> შეძენის ერთ-ერთი ვარიანტი<sup>1040</sup> იმ განსხვავებით, რომ ინვესტორთა ჯგუფის ნაცვლად, ან შემძენ ინვესტორთა ჯგუფში მონაწილედ სამიზნე საზოგადოების მენეჯმენტი გამოდის.<sup>1041</sup> მენეჯმენტის გათვლით, საზოგადოების აქციების მიმდინარე ღირებულება მის ნამდვილ ღირებულებას არ შეესატყვისება (*undervalued*) და ის გაცილებით მაღალი ღირებულების მქონეა.<sup>1042</sup> ეს მათ, მომავალში, თავისუფალი ფულადი თანხის შემოდინების პერსპექტივას რეალურ განზომილებაში წარმოსახავს. მისი გამოყენების მთავარ წინაპირობას, როგორც წესი, „ღია“ კორპორაციის „დახურულ“ კომპანიად გადაქცევა (*going private*)<sup>1043</sup>1044 წარმოადგენს,<sup>1045</sup> განთავსებულ აქციათა შემძენი სუბიექტები კი მენეჯერები არიან.<sup>1046</sup> სესხით დაფინანსების მექანიზმი არ გამორიცხავს დელ-

<sup>1036</sup> არასასურველი დაუფლებისგან თავდაცვის საშუალებების ანალიზი ქვემოთ არის წარმოდგენილი.

<sup>1037</sup> *Gevurtz, Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 709.

<sup>1038</sup> *Haas, Corporate Finance*, 2011, P. 610.

<sup>1039</sup> სასესხო დაფინანსებით კაპიტალის სტრუქტურის ფორმირების საშუალებათა მიმართება 6:1-ზე ან 12:1-ზე თანაფორდობით ხორციელდება. იხ. *Shleifer, Vishny, Management Buyouts as a Response to Market Pressure*, 1998, P. 87.

<sup>1040</sup> *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 913.

<sup>1041</sup> *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap. 14, 2000, P. 3.

<sup>1042</sup> *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 498.

<sup>1043</sup> *going private* ტრანზაქცია, როგორც წესი, საკუთარი აქციების გამოსყიდვით ფორმირდება, როდესაც საწარმო თავის საჯარო აქციონერთა აქციების შესყიდვის შესახებ სატენდერო შეთავაზებას აკეთებს (*self-tender offer*). იხ. *Haas, Corporate Finance*, 2011, P. 662-664. შეად. *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 121.

<sup>1044</sup> *going private* ტრანზაქცია, რომელიც მენეჯმენტის მიერ სრულდება, საზოგადოებიდან მცირე აქციონერთა (*freeze-out*) გაძევების ქვესახეობაა. უფრო სწორედ, მცირე აქციონერის გაძევების ინსტიტუტი ლისტინგში გატარებულ მეწარმე სუბიექტის მიმართ გამოიყენება, როდესაც საკონტროლო პაკეტის მქონე აქციონერი იყენებს აქციათა შესყიდვის სამართლებრივ უფლებას, რომლის შემდგომაც საფონდო ბირჟაზე დარეგისტრირებული კორპორაციის დელისტინგს ანუ *going private*-ის ახორციელებს. იხ. *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 913-914; *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 140; *Ventoruzzo, Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposal*, Working Paper №137, 2009, P. 2-6.

<sup>1045</sup> *Oesterle, Mergers and Acquisitions*, 2006, P. 254.

<sup>1046</sup> აუცილებელია ერთმანეთისგან გაიმიჯნოს მენეჯმენტის მონაწილეობით შესრულებული შესყიდვების კლასები (*MBO* და *Interfirm (cash) tender offer*). *MBO*-ის შემთხვევაში, თავად სამიზნე საზოგადოების მენეჯმენტია შემძენის როლში, როდესაც საჯარო საზოგადოების განთავსებულ აქციათა შეძენას აქციონერებისგან ახორციელებს. მისგან საპირისპირო ტრანზაქციულ გამოვლინებას წარმოადგენს *Interfirm (cash) tender offer*. უკანასკნელის



ისტინგის სხვა საფუძველთა წარმოშობას, რამდენადაც ტრანზაქციაში სამიზნე საზოგადოების ბორდია მონაწილე. კერძოდ, შესაძლებელია, სამიზნე საზოგადოებამ ტრანზაქციისთვის, ბორდის უფლებამოსილებათა ფარგლებში, გამოიყენოს გარკვეული რაოდენობის აქციები აქციონერთა კრების მოწონების გარეშე (ნებადართული აქციების კოტიდან). თუ მსგავს შემთხვევას ექნება ადგილი, კაპიტალის ბაზარზე დამკვიდრებული წესების თანახმად, კორპორაცია ექვემდებარება დელისტინგს.<sup>1047</sup> მოცემული შემთხვევის დემონსტრირება *going private*-ის ამხსნელ ერთ-ერთ მაგალითად გამოდგება.<sup>1048</sup> ტრანზაქციის დასრულების შედეგად, სამიზნე საზოგადოების მენეჯერები სამიზნე საზოგადოების აქციათა პაკეტს, ძირითადად, საკონტროლო პროცენტულ ზღურბლს ზემოთ ფლობენ.<sup>1049</sup>

კორპორაციული სტრუქტურის ცვლილების კუთხით, გარდა კაპიტალის სტრუქტურული ცვლილებისა,<sup>1050</sup> აღსანიშნავია ისეთ სტრატეგიულ ორგანიზაციულ სემენტში ცვლილება, როგორიც კონტროლი და საკუთრებაა. მენეჯმენტის მიერ შეძენის სასესხო დაფინანსება შეძენილ საზოგადოებაში საკუთრებისა და კონტროლის გამიჯვნის ბერნისეულ დეფინიციას ცდება და კლასიკურ „პრინციპალ-აგენტს“ შორის წარმოშობილ კონფლიქტს ქმნის.<sup>1051</sup> ამ დროს, დირექტორთა ჯგუფი იმავე საზოგადოებაში საკონტროლო პაკეტის მესაკუთრე გვევლინება.<sup>1052</sup> მენეჯმენტის მიერ „საკუთარ“ საზოგადოებაში, მინდობილი საკუთრების კეთილსინდისიერების ეჭვქვეშ დაყენებით, ხდება საზოგადოებაზე კონტროლის მოპოვება, რომელიც, როგორც წესი, გაზრდილი ვალდებულებების შემცველი კაპიტალიზაციის სახით ფუნქციონირებად (ტრანზაქციის შედეგად ჩამოყალიბებულ) საზოგადოებაში, მრავალი პრობლემური საკითხის წარმოშობასთან მიზეზ-შედეგობრივ კავშირშია.<sup>1053</sup>

---

შემთხვევაში, სამიზნე საზოგადოების აქციონერთა განთავსებულ აქციათა შეძენაში მონაწილეობს მენეჯმენტი, უფრო მეტიც, შეძენი საზოგადოების მენეჯმენტი ტრანზაქციაში ერთვება საკუთარი აქციონერების სახელით და, რაც მთავარია, სამიზნე საზოგადოება სხვა იურიდიული პირია. იხ. *Bradly, Interfirm Tender Offer and Market For Corporate Control*, 1982, P. 270-271.

<sup>1047</sup> *Radin, The Business Judgment Rule*, vol. II, 2009, P. 2662-2663.

<sup>1048</sup> *Venturuzzo, Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposal*, Working Paper №137, 2009, P. 4-5.

<sup>1049</sup> *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap. 14, 2000, P. 5.

<sup>1050</sup> *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 507-509.

<sup>1051</sup> ეს კონფლიქტი საზოგადოების მენეჯმენტსა და აქციონერებს შორის კოლიზიურ ურთიერთობას მოიცავს. იხ. *Armour, Hansmann, Kraakman, Agency Problems and Legal Strategies*, 2009, P. 21.

<sup>1052</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 136.

<sup>1053</sup> *Vicari, Conflicts of Interest of of Target Company's Directors and Shareholders in Leveraged Buy-Outs*, ECFR, 2007, P. 346-369.

3.4.3.3.1.3. სასესიო დაფინანსებით შიდა ფინანსების  
ზოგიერთი პრობლემური საკითხის  
განმარტებისთვის



სასესიო დაფინანსების ორივე ტიპი (*LBO* და *MBO*) კორპორაციის ფინანსური რესტრუქტურირების სახეობაა.<sup>1054</sup> მისთვის „მეგობრული“ ხასიათის მინიჭება კონტროლის არასასურველი შეცვლის თავიდან არიდებაში მდგომარეობს.<sup>1055</sup> მენეჯმენტი, შექმნამდეც, სამიზნე საწარმოს მაკონტროლებელ ორგანოს წარმოადგენდა.<sup>1056</sup> სანაცვლოდ, ორი სხვა პრობლემა იჩენს თავს.

პირველი, მენეჯმენტის მიერ აქციათა შეძენის შესახებ სატენდერო შეთავაზების გაკეთების პერიოდში, რომელიც სულ მცირე 20 სამუშაო დღეს შეადგენს,<sup>1057</sup> შესაძლებელია კონკურენტი შემთავაზებლის გამოჩენა.<sup>1058</sup> ეს შეთავაზება გარკვეული გამოწვევაა მენეჯმენტისთვის, რადგან, თუ კონკურენტული ოფერტი უფრო კარგი პირობით იქნა გაკეთებული,<sup>1059</sup> მენეჯმენტი არჩევანის წინაშე დადგება.<sup>1060</sup> წარმოიშობა „პრინციპალ-აგენტის“<sup>1061</sup> *ex ante/ ex post* კონფლიქტი,<sup>1062</sup> რომელიც ფიდუციურ ვალდებულებათა დაცვის კუთხით პოვნებს განვითარებას.<sup>1063</sup> სატენდერო შეთავაზება, თავისი არსით, საუკეთესო ფასის შეთავაზებას მოიცავს.<sup>1064</sup> როდესაც ასპარეზზე კონკურენტი შემთავაზებელი გამოდის, ბუნებრივია, მისი მხრიდან, აქციონერს, უკეთესი შეთავაზების მოლოდინი აქვს.<sup>1065</sup> ამ დროს, მენეჯმენტმა სამიზნე საზოგადოებაზე კონტროლის მექანიზმი, მისი მოცემული ღირებულებისა თუ სამომავლო ღირებულებ-

<sup>1054</sup> იხ. დიარამა I.

<sup>1055</sup> *Gevurtz, Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 704-705.

<sup>1056</sup> *Klein, Coffee, Business Organization and Finance*, 10<sup>th</sup> ed., 2007, P. 192.

<sup>1057</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 223.

<sup>1058</sup> *Clark, Corporate Law*, 1986, P. 518.

<sup>1059</sup> *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap. 14, 2000, P. 40.

<sup>1060</sup> კონკურენტი შემთავაზებლის უკეთესი წინადადება *MBO*-ის განმახორციელებელთათვის ხშირად ჩიხში შემყვანი აღმოჩენილა. იხ. *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbers Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986). იხ. *Hurst, William, Cases and Materials on Corporations*, 1999, P. 722-731; *Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials*, 2000, P. 157-166. ასევე: *Edelmand v. Fruehauf Corp.*, 798 F.2d 882 (6<sup>th</sup> Cir. 1986).

<sup>1061</sup> ბიზნეს-ტრანზაქციულ კომერციულ სამართალში პრინციპალ-აგენტის ურთიერთმიმართებისთვის, იხ. *Bradgate, Commercial Law*, 2005, P. 176-207.

<sup>1062</sup> *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap. 14, 2000, P. 9. პრინციპალ-აგენტის პრობლემა ტრანზაქციის კონსტრუქციიდან ნათლად ჩანს: ხდება საკორპორაციო სამართლისა და კორპორაციული მართვის ფუნდამენტური პრინციპიდან გადახვევა – საკუთრება და კონტროლი ერთმანეთისგან გამოჯვანის პრობლემის წინაშე აღმოჩნდება, რადგან ღირებულებები, იმავედროულად, აქციათა საკონტროლო პაკეტის მფლობელები შეიძლება გახდეს. იხ. *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 136.

<sup>1063</sup> *Radin, The Business Judgment Rule*, vol. II, 2009, P. 2315-2319.

<sup>1064</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 224.

<sup>1065</sup> *Gevurtz, Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 704.



ბითი პერსპექტივების შესახებ ინფორმაცია, არ უნდა გამოიყენოს კონკურენტი შეთავაზების დასაბულოყად.<sup>1066</sup> თუმცა, კონკურენტული შეთავაზების საზრისი შესაძენი აქციის ფასის ზრდაშია, რაც მომგებიანია სამიზნე საზოგადოების მესაკუთრეთათვის.<sup>1067</sup> პარალელურად, აქციონერების მიერ მენეჯმენტისგან წამოსული შეთავაზების მოწონება, შეიძლება სრულად არ ასახავდეს მათ რეალურ შეზედულებას გასაყიდი აქციის სამართლიანი ფასის შესახებ.<sup>1068</sup> ფასის სამართლიანი განსაზღვრის ხელშეშლელი ფაქტორი შეძენის სატენდერო შეთავაზების (ოფერტის) დაფინანსებისა და ანაზღაურების სახეზე შეთანხმების მიუღწევლობაც არის.<sup>1069</sup> რთული წარმოსადგენია როგორ უნდა შედგეს მოლაპარაკება, როდესაც აქციონერთათვის შეძენის რეკომენდატორი ღირექტორები, იმავე დროს, შემძენ სუბიექტებს წარმოადგენენ.<sup>1070</sup>

რაც შეეხება მეორე პრობლემას, ამ დროს წარმოიშობა ინფორმაციის<sup>1071</sup> ასიმეტრიულობის,<sup>1072</sup> პირადი დაინტერესებისა<sup>1073</sup> და, შესაბამისად, ფიდუციურ მოვალეობათა დაცვის პრობლემა.<sup>1074</sup> ინფორმაციის გახსნილობის ვალდებულება და მისი პირადი ინტერესისათვის გამოყენების აკრძალვა<sup>1075</sup> საკანონმდებლო დონეზეა მოწესრიგებული.<sup>1076</sup> თუმცა მისი რეგულირება ყოველწლიური ან ყოველკვარტალური ინფორმაციის საჯაროობის ვალდებულებას ემყარება, რაც, მოცემული ტრანზაქციის დადების მომენტისათვის, მოძველებული შეიძლება აღმოჩნდეს.<sup>1077</sup> პირადი დაინტერესება და ფიდუციური მოვალეობები სინქრონულ ურთიერთმიმართებაშია. თუ დასადები ტრანზაქციის შესახებ ყველა ინფორმაცია<sup>1078</sup> არსებული მდგომარეობს სიმეტრიულია, პი-

<sup>1066</sup> როგორც ეს მოხდა *MBO* კლასიკურ საქმეზე: *Mills Acquisition Company v. Macmillan, Inc.*, 559 A.2d 1261 (De. 1989). იხ. *Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials*, 2000, P. 84-103.

<sup>1067</sup> *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 816.

<sup>1068</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 137.

<sup>1069</sup> არსებობს პრეცედენტული სასამართლო გადაწყვეტილება, სადაც დელავერის სასამართლომ დაადგინა ხელშეკრულებისა და ფასის სამართლიანობის განმსაზღვრელი ის კრიტერიუმები, რომლის მიხედვითაც უნდა განხორციელდეს მენეჯმენტის მონაწილეობით შესასრულებელი ტრანზაქცია. იხ. *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701, 710 (Del. 1983). იხ. *Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials*, 2000, P. 424-437.

<sup>1070</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 137.

<sup>1071</sup> *Lee, What is An Exchange?*, 2000, P. 97-117.

<sup>1072</sup> *Davies, Hopt, Control Transactions*, in: *The Anatomy of Corporate Law*, 2009, P. 174.

<sup>1073</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 137.

<sup>1074</sup> *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap. 14, 2000, P. 9-14.

<sup>1075</sup> *Hazen, The Law of Securities Regulation*, 6<sup>th</sup> ed., 2009, P. 406-407.

<sup>1076</sup> იხ. *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap. 14, 2000, P. 22-25. შეად. *Williams Act*, Sec. 13 (d).

<sup>1077</sup> *Davies, Hopt, Control Transactions*, in: *The Anatomy of Corporate Law*, 2009, P. 175.

<sup>1078</sup> ინფორმაციათა კლასიფიცირება შესაძლებელია ორ ძირითად სახედ. პირველი, ეს არის ინფორმაცია, რომელიც ტრანზაქციის დადების ეტაპისთვის მხარეთა შორის შეიძლება გაიცვალოს, საზოგადოების საქმიანობის რეტროსპექტული და პროსპექტული ხედვა, შედეგები და ა.შ.



რადი დაინტერესების გამორიცხვა სირთულეს არ წარმოადგენს.<sup>1079</sup> მაგრამ, შეთავაზებული ფასის ადეკვატურობის დეტერმინაცია და აქციონერთათვის საუკეთესო ღირებულების მქონე შეთავაზების რეკომენდირება<sup>1080</sup> ფილტვის ური მოვალეობის შესრულებას ართულებს. ეს კი პირადი დაინტერესების არსებობის საფუძვლიან ეჭვს იწვევს. სასამართლო გადაწყვეტილებამ *Revlon MacAndrews & Forbers Holdings*-ის წინააღმდეგ, ღირეპტორთა ფილტვიურ მოვალეობათა განმსაზღვრელად საუკეთესო ღირებულების განსაზღვრა ორი მთავარი შემთხვევისთვის დაადგინა. სიტუაციათა კონსტანტირება იმ გარემოებათა მიმართ მოხდა, რომელიც კორპორაციის კონტროლის ჩვეულებრივ შეცვლას იწვევს ან კორპორაცია ისეთ კომბინაციურ ტრანზაქციას უერთდება, რომელიც მისი, როგორც იურიდიული პირის, განადგურებას გამოიწვევს (*break-up of the corporate entity*).<sup>1081</sup> თუმცა, პარალელურად, გამონაკლისიც დაუშვა: რეგლონის კრიტერიუმები არ ვრცელდება იმ ტრანზაქციებზე, რომელიც ერთი მაკონტროლებელი აქციონერის მეორე მაკონტროლებელი აქციონერით ჩანაცვლებაზე იდება.<sup>1082</sup>

გამოსასყიდი ღირებულება, როგორც წესი, შესაძენი აქციის ღირებულების 30%-დან 50%-მდე მერყეობს, რომელსაც აქციონერი პრემიუმდირებულებას<sup>1083</sup> დანამატის სახით დებულობს.<sup>1084</sup> ღირებულების სამართლიან განსაზღვრასთან ერთად, კაპიტალის სტრუქტურის რეფორმირების საკითხი, ხშირად, შეძენილი საზოგადოების კრედიტორთა სასარჩელო წარმოების დაწყების საფუძველი გამხდარა.<sup>1085</sup> კრედიტორები, ანუ სასესხო ფასიანი ქაღალდის მფლობელები

მეორე სახე, ეს არის მეწარმე სუბიექტის, როგორც *sue generis* უფლება, დაიცვას ინფორმაცია, რომელიც მის შესახებ, ნებისმიერ კონტექსტში, შეიძლება გამჟღავნდეს. პირველ შემთხვევაში, ინფორმაციის დაცულობა, ძირითადად, სახელშეკრულებო შეთანხმების საფუძველზე ხდება და განისაზღვრება მისი დარღვევის შედეგების ანაზღაურების მოცულობა, მეორე შემთხვევას კი კანონმდებლობა *ex ante* არეგულირებს. აშშ-გან განსხვავებით, კონტინენტურ ევროპაში მისი მარეგულირებელი 1996 წლის ღირეპტია არსებობს, რომელიც *sue generis* უფლებას ინფორმაციული ბაზის დაცულობაზე საგარანტიო კონტექსტში განიხილავს. იხ. *Lee, What is An Exchange?*, 2000, P. 147-149.

<sup>1079</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 137. „დაუინტერესებელი ღირეპტორის“ დეფინიციებისთვის, იხ. *Radin, The Business Judgment Rule*, vol. II, 2009, P. 2314-2315.

<sup>1080</sup> მსგავსი ტიპის რეკომენდაციები ეროვნული ბანკის მიერ დადგენილი წესების მიხედვით უნდა იქნეს გაკეთებული. იხ. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონის მე-15 მუხლის მე-3 პუნქტი.

<sup>1081</sup> *Radin, The Business Judgment Rule*, vol. II, 2009, P. 2320-2325.

<sup>1082</sup> *Radin, The Business Judgment Rule*, vol. II, 2009, P. 2534.

<sup>1083</sup> ეკონომიკური ანალიზის თანახმად, აქციონერისთვის სასესხო დაფინანსების ეტაპზე პრემიუმ ღირებულების გადახდა „ილუზიურია“. იხ. *Easterbrook, Fischel, The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, P. 138, 139.

<sup>1084</sup> *Wright, Renneboog, Simons, Scholes, Leveraged Buyout in U.K. and Continental Europe: Retrospect and Prospect*, Wor.P. #126, 2006, P. 8-10.

<sup>1085</sup> *Haas, Corporate Finance*, 2011, P. 610-611.



(bondholders), ექსტრაორდინალური რაოდენობით კაპიტალის ნასესხები ფულთ ფორმირებას აპროტესტებენ.<sup>1086</sup> პროტესტი ემყარება მოსარჩელეთა საკუთრებაში არსებულ ობლიგაციათა საინვესტიციო ღირებულების სპეკულაციურ შემცირებას შეძენის სასესხო დაფინანსებით განხორციელებით.<sup>1087</sup> შესაბამისად, საკითხი თაღლითურ გარიგებასა<sup>1088</sup> და ფიდუციურ მოვალეობათა დარღვევაზე გადის.<sup>1089</sup>

ფიდუციური მოვალეობების დარღვევის გარდა, კრედიტორს სასარჩელო წარმოება სხვა მიმართულებითაც შეუძლია განავრცოს.<sup>1090</sup> კრედიტორს, მენეჯმენტის მიერ კაპიტალის სტრუქტურის ფორმირებაში ფიდუციური მოვალეობის დარღვევის ნაცვლად, შეუძლია სასესხო დაფინანსების მექანიზმის თვალთმაქცურ/თაღლითურ გარიგებად კვალიფიცირების კუთხით წავიდეს. იმისათვის, რომ შეძენა თაღლითურ გარიგებად დაკვალიფიცირდეს ორი პრინციპული გზა არსებობს. პირველი, კრედიტორთა მოტყუების განზრახვაა. სასარჩელო წარმოების მსვლელობისას მისი მტკიცების საყრდენი საზოგადოების სესხით შეძენის მიზანში იქნება. კერძოდ, თუ დაასაბუთებს, რომ ობლიგაციური დაფინანსება შეძენილი კორპორაციის სამეწარმეო საქმიანობის ზრდისა და კრედიტორთა დაკმაყოფილების ნაცვლად გამიზნული იყო აქციონერთა საკუთრებაში „გადასასვლელად“, მაშინ სასამართლო ასეთ შემთხვევას, მაღალი ალბათობით, თაღლითობად დააკვალიფიცირებს.<sup>1091</sup> მეორე, თუ კრედიტორი დაასაბუთებს, რომ ბანკროტია ან მისი გაბანკროტება, ტრანსფერის შედეგებიდან გამომდინარე, გარდაუვალია და ფასიან ქაღალდთა გაცვლის შედეგად მას არ მიუღია სამართლიანი ეკვივალენტი და დაირღვა კეთილსინდისიერების პრინციპი ტრანსფერული პროცედურებისას, ტრანზაქცია თაღლითურ გარიგებად განიხილება.<sup>1092</sup>

მცირე დასკვნის სახით შეიძლება ითქვას, რომ „მეგობრული“ დაუფლების სახეობათა შორის მარგინალური ზღვრის არარსებობა, მის კომპლექსურ გამოვლინებათა დისკრიმინაციას იწვევს. მათი საერთო შედეგი, კორპორაციის სტრუქტურული ცვლილების კუთხით, საერთო მონახაზს არ ცდება. ისინი ერთი მოცემულობის შიგნით სხვადასხვა პროცედურულ-კომბინაციური მექანიზმების დადებითი თვისებების უტილიზირების საშუალებით განსხვავებულ მიმართებებს

<sup>1086</sup> Metropolitan Life Insurance Co. v. RJR Nabisco, Inc., 716 F.Supp. 1504 (S.D.N.Y. 1989).

<sup>1087</sup> Haas, Corporate Finance, 2011, P. 611. შეად. Klein, Coffee, Business Organization and Finance, 10<sup>th</sup> ed., 2007, P. 192; Fleischer, Sussman, Takeover Defense, vol. I, chap. 14, 2000, P. 39-4.

<sup>1088</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 60-63.

<sup>1089</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 137-140.

<sup>1090</sup> United States v. Tabour Court Realty Corp., 803 F.2d. 1288 (3d Cir. 1986).

<sup>1091</sup> ამის ბევრი სასამართლო გადაწყვეტილება არსებობს მაგ. იხ. Protocomm Corp. v. Novell Advanced Serv., Inc., 171 F.Supp.2d 459 (E.D.Pa. 2001); Pay 'N Pak Stores, Inc., v. Court Square Capital, Ltd., 141 F.3d 1178 (Cir. 1998).

<sup>1092</sup> Cox, Hazen, Business Organizations Law, 3<sup>rd</sup> ed., 2011, P. 630.



აყალიბებენ კორპორაციის სტრუქტურაში ფუნდამენტური ცვლილებების განხორციელებისკენ მიმავალ გზაზე.<sup>1093</sup>



#### 3.4.3.3.3.2. „მტრული“ დაუფლება/შეთავაზება<sup>1094</sup>

აქციათა შესყიდვის შესახებ სატენდერო შეთავაზება კორპორაციათა შედეგის ალტერნატიული და პოპულარული ვარიანტია.<sup>1095</sup> მისი განხორციელების უპირატესობა დროის კონკრეტულად მცირე პერიოდით აიხსნება, რაც განპირობებულია იმით, რომ ტრანზაქციაში სამიზნე<sup>1096</sup> საზოგადოების მენეჯმენტი მონაწილეობას არ იღებს და არც მცირე აქციონერთა უფლებების დაცვის მექანიზმებია გარანტირებული. არსებობს რამდენიმე სახის სატენდერო შეთავაზების ტაქტიკა,<sup>1097</sup> რომელიც, როგორც წესი, ასევე, რამდენიმე საფეხურიანი

<sup>1093</sup> MBO-ის მრავალი გასაანალიზებელი ელემენტის მიუხედავად, ამ ელემენტთა თეორიული განხილვა, კვლევის მიზანს, ორი მიმართულებით ცდება. პირველი, საკორპორაციო სამართლებრივი მიზნისთვის, MBO-ის უპირველეს სადებატო თემატურ გამოვლინებას ფილუციურ მოვალეობათა და აქციონერთა, როგორც პრინციპალის ინტერესტთა ურთიერთმიმართება წარმოადგენს. მეორე, ინსაიდერული ინფორმაციის გამოყენება და უკეთესი შეთავაზების დაბლოკვა ასიმეტრული ინფორმაციის საფუძველზე, *business judgement rule*-ის მოქმედების ფარგლების შეზღუდვის კლასიკური მაგალითებია. შესაბამისად, არც ერთი მათგანი ჯდება კვლევის თემატიკაში. ზოგადად, იხ. *მაისურაძე*, სამეწარმეო განსჯის წესი საკორპორაციო სამართალში (ამერიკის შეერთებული შტატებისა და საქართველოს მაგალითზე), წიგნში: საკორპორაციო სამართლის კრებული, (რედ. ბურდული), ტომი I, 2011, გვ. 123-127. ინტერესთა შეუთავსებლობასა და ინფორმაციის ასიმეტრულობასთან დაკავშირებით, იხ. *Davies, Hopt, Control Transactions*, in: *The Anatomy of Corporate Law*, 2009, P. 248-250.

<sup>1094</sup> იხ. *Lipton, Steinberger, Takeovers & Freezeouts*, 2002, chap. 1., P. 25-27.

<sup>1095</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 145.

<sup>1096</sup> დაუფლების განმარტებისას გარდაუვალია „სამიზნე“ საზოგადოების შინაარსობრივად სუბსტანციური ელემენტების (და არა ეტიმოლოგიურის) განმარტება. კორპორაციის დაუფლების „სამიზნედ“ „მონიშვნა“ ხდება, თუ (ა) მას „სუსტი“ მენეჯმენტი ჰყავს; (ბ) აქციები დანაწევრებულ აქციონერთა ხელშია და არ არის ერთი მაკონტროლებელი პირი; (გ) აქციათა მსხვილი პაკეტი ინსტიტუციონალური ინვესტორების ხელშია; (დ) აქციონერები გეოგრაფიულად დანაწევრებულნი არიან, მაგალითად, სხვადასხვა რეგიონიდან ან ქვეყნიდან, რაც ართულებს მათი უმრავლესობის საერთო კრებაზე დასწრებას; (ე) აქვს ძალიან მცირე სასესხო ვალდებულებები; (ვ) საბალანსო (*book value*) ან სალიკვიდაციო (*liquidation value*) ღირებულება აღემატება მის საბაზრო ღირებულებას. იხ. *Troubh, Characteristics of Target Companies*, 32 *Bus. Law. Rev.*, 1977, P. 1301; შეად. *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap. 14, 2000, P. 3-4; *Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials*, 2000, P. 21-22.

<sup>1097</sup> სატენდერო შეთავაზების ტექნიკა მრავალფეროვანია. მათ შორის აღსანიშნავია: 1. „შაბათის ღამის განსაკუთრებული“ (*Saturday night special*) შეთავაზება, რომლის დროსაც არანაირი სპეციალური შეტყობინება არ კეთდება სამიზნე საზოგადოების მენეჯმენტის მიმართ და ოფერტი ძალაში ძალიან მცირე დროის განმავლობაშია; 2. „დათვის კლასიკური ჩახუტება“ (*Classic bear hug*), როდესაც სამიზნე საზოგადოების მენეჯმენტის მიმართ შეტყობინება გაგზავნილია, შეთავაზებულია აქციების ფიქსირებულ ფასად შესყიდვა, მაგრამ არ ატარებს



შეძენის<sup>1098</sup> პირველ ან მეორე ეტაპს წარმოადგენს,<sup>1099</sup> ან გამიზნულია მცირე აქციონერთა გასაძევებლად ან „დახურულ“ კორპორაციად გარდასაქმნელად.<sup>1100</sup> ის „მტრული“ დაუფლების განხორციელების სამართლებრივად მოწესრიგებული ტექნიკური საშუალებაა.

ყველა კომპანია, პოტენციურად, დაუფლების სამიზნე ობიექტია.<sup>1101</sup> დაუფლების სახეთა შორის არსებული დიქოტომია ორ განზომილებაში შეიძლება განივრცოს, რომელიც მის სუბტიპებს გამოყოფს. პირველი, დასაუფლებელი სუბიექტის შეძენის მოტივით კვალიფიცირებაა. თუ დაუფლების მიზანს კონკურენტი საწარმოს ჩამოცილება, მენეჯმენტის შეცვლა, სამიზნე საწარმოს საქმიანობის სფეროს მთლიანი ან ნაწილობრივი გასხვისება ან ვალდებულებებზე პირდაპირი პასუხისმგებლობისგან თავის არიდება უდევს საფუძვლად, ის, მოტივის მიხედვით, „მტრულ“ შეძენად განიხილება.<sup>1102</sup> მეორე ელემენტი, შეძენის ტრანზაქციისადმი შესასყიდი კორპორაციის „კოგნიტური“ დამოკიდებულებაა, რაც, სამიზნე საზოგადოებას, დაუფლების სუბიექტად აკვალიფიცი-

---

საჯაროობის ელემენტებს; 3. „ძლიერი დათვის ჩახუტება“ (*Strong bear hug*), როდესაც სამიზნე საზოგადოების მენეჯმენტის ინფორმირებულობა და შეთავაზების საჯაროდ გამოცხადება ერთდროულად ხდება, ხოლო ოფერტი მოიცავს კორპორაციასთან ან მენეჯმენტთან აქციის ფასზე მოლაპარაკებას; 4. „განსაკუთრებულად ძლიერი დათვის ჩახუტება“ (*Super-strong bear hug*), რომელიც იდენტურია „ძლიერი დათვის ჩახუტების“, იმ განსხვავებით, რომ თუ სამიზნე კომპანიისგან შეთავაზების ოპოზირება ან უარყოფა მოხდება, ოფერტი შეიცავს თავდაპირველად შეთავაზებული აქციის შესყიდვის ფასის შემცირების დებულებას; 5. „საკონტროლო პაკეტის შესყიდვის შეთავაზება“ (*Block purchase*), რომლის დროსაც აქციათა დიდი ნაწილის შესყიდვა მომდევნო სატენდერო შეთავაზებისთვის საფუძვლის შესაქმნელად ხდება. იხ. *Freud, Easton, The Three-Piece Suitor: An Alternative Approach to Negotiated Corporate Acquisitions*, 34 *Bus. Law.*, 1979, P. 1679; *Gilson, The Case Against Shark Repellent Amendments: Structural Limitations on the Enabling Concept*, 34 *Stan. Law. Rev.*, 1982, P. 775; *Hazen, The Law of Securities Regulation*, 6<sup>th</sup> ed., 2009, P. 379-380; *Lipton, Steinberger, Takeovers & Freezeouts*, 2002, chap. 1., P. 36-38.

<sup>1098</sup> რამდენიმე ეტაპიანი შეძენა, როგორც წესი, სამ ძირითად ფაზას მოიცავს. პირველი, ეს აქციათა მსხვილი პაკეტის შეძენაა აქციონერთა ჯგუფის ან მსხვილი, მაგრამ არასაკონტროლო პაკეტის მქონე ინსტიტუციონალური ინვესტორისგან. მეორე ეტაპზე, შემდგომი სამიზნე საზოგადოების აქციონერების მიმართ, „მეგობრული“ დაუფლების ფარგლებში, აკეთებს სატენდერო შეთავაზებას აქციათა გამოსყიდვის შესახებ. ამ ეტაპზე, ტრანზაქციის „მეგობრული“ ხასიათიდან გამომდინარე, სამიზნე საზოგადოების ბორდი აქციონერებს აქციათა გაყიდვის შესახებ რეკომენდაციას უწევს. მესამე ეტაპზე, ეკვივრის სამიზნე საზოგადოებასთან შერწყმას ახორციელებს, რომლის შედეგად, სამიზნე საზოგადოების აქციონერები ნაღდ ფულს ღებულობენ, ხოლო შემდგომი სამიზნე საზოგადოების 100%-იანი წილის მფლობელი ხდება. იხ. *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 820-821.

<sup>1099</sup> როგორც ეს *Radol Tomas*-ის წინააღმდეგ საქმეში იყო. იხ. *Radol v. Tomas*, 534 F.Supp. 1302 (S.D. Ohio 1982).

<sup>1100</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 146.

<sup>1101</sup> *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap. 14, 2000, P. 3.

<sup>1102</sup> *Vishny, Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers*, 1988, P. 101.



რებს.<sup>1103</sup> აქედან შეიძლება დაუფლების კონკრეტული სუბტიპის გენერირება. შეძენითი ტრანზაქციის მოტივთა, მიზანთა და გარიგებასთან სამიზნე საზოგადოების დამოკიდებულების სახეთა კომბინირებული მოცემულობა დაუფლების სუბტიპთა ჩამოყალიბების ბაზისია. თუ სამიზნე საზოგადოების დაუფლების მოტივი და მიზანი კონკურენტის ნეიტრალიზება, მისი საქმიანობის კონკრეტული სეგმენტის ან წარმოებადი პროდუქტის გაყიდვა, სამიზნე საზოგადოების გეოგრაფიულად ხელსაყრელი ბაზრიდან მოცილება,<sup>1104</sup> მენეჯმენტის შეცვლა, მცირე აქციონერთა გაძევება და, საბოლოოდ, მისი განადგურებაა; თუ სამიზნე საზოგადოების მენეჯმენტი თვლის, რომ შეძენის ტრანზაქცია არასასურველი შედეგების მომტანი იქნება და ის მხარს არ უჭერს და ეწინააღმდეგება, ანუ უარყოფით დამოკიდებულებას იჩენს სამიზნე საზოგადოებაში კონტროლის შეცვლის მიმართ და აქციონერებს აქციათა გასხვისების თაობაზე რეკომენდაციას არ უწევს, მაშინ, ასეთი კორპორაციული კომბინაცია, რომელიც მიმართულია სამიზნე საზოგადოებაზე კონტროლის მოპოვებისკენ, პოტენციურად, „მტრულ“ დაპატრონებად ანუ შთანთქმად განიხილება.<sup>1105</sup> სხვა სიტყვებით, შეძენის საზოგადოებაზე კონტროლის მოპოვება სამიზნე საზოგადოების „შთანთქმისთვის“ ესაჭიროება, რომელიც მენეჯმენტის წინააღმდეგობის და მისგან გვერდის ავლის პირობებში ხორციელდება. „მტრული“ დაუფლება განსაკუთრებით ეფექტურია მაშინ, როდესაც სამიზნე საზოგადოებაში აქციონერებს შორის წილობრივი მონაწილეობა საგრძნობლად დანაწევრებულია.<sup>1106</sup>

<sup>1103</sup> *Betton, Eckbo, Torbun, Corporate Takeovers*, 2008, P. 2.

<sup>1104</sup> *ABA Section of Antitrust Law, Mergers and Acquisitions*, 3<sup>rd</sup> ed., 2008, P. 97-101.

<sup>1105</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 146.

<sup>1106</sup> აქციონერთა დანაწევრებას, გარდა მტრული დაუფლების ხელშემწყობი ხასიათისა, ეკვაიერისთვის, უარყოფითი მხარეც აქვს. სატენდერო შეთავაზების განხორციელების შემდეგ, ბუნებრივია, ყველა აქცია ერთი ხელშეკრულების ფარგლებში არ შეისყიდება. მთელი რიგი წყება ინდივიდუალური ტრანზაქციებია საჭირო შეძენ და სამიზნე საზოგადოების აქციონერებს შორის. მისი კომპლექსურობის მეორე გამოვლინებას სამიზნე საზოგადოებაში ღარჩენილი მცირე აქციონერები წარმოადგენენ, რაც, საბოლოო ჯამში, „მტრული“ დაუფლების ხარჯების გაზრდას იწვევს. მაგალითად, თუ შეძენის პირველ ეტაპზე ეკვაიერი შეისყიდის აქციათა საკონტროლო პაკეტს და შეძენის მეორე ეტაპის რეალიზებაზე გადავა ანუ გადაწყვეტს მცირე აქციონერთა გაძევებას, მაშინ მან აქციონერებს იმაზე მეტი უნდა გადაუხადოს, ვიდრე პირველ სატენდერო შეთავაზებაში აქვს გადახდილი. მცირე აქციონერის აქციათა სამართლიანი ფასი იმ უმაღლეს ფასს მოიცავს, რომელიც მან განსაზღვრული პერიოდის განმავლობაში გადაიხადა ამ საზოგადოების აქციებში. ეს კი, ალბათობის მაღალი ხარისხით, არის ის ფასი, რომელიც შეძენმა დაუფლების პირველ ორ ეტაპზე საკონტროლო პაკეტის აქციებში გადაიხადა. იხ. *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 21. შეად. *Massari, Monge, Zanetti, Control Premium in the Presence of Rules Imposing Mandatory Tender Offers: Can It be Measured?* *Wor. Pa.*, 2004, P. 5-8. თუმცა, არსებობს ფედერალური კანონმდებლობით დადგენილი გამონაკლისი. თუ შეძენა თავიდანვე ხორციელდებოდა ორ ეტაპიანი სატენდერო შეთავაზებით, ე.წ. *Two-Tierd Offer* და პირველი ეტაპის განხორციელებისას მისი საერთო განზრახვისა და გეგმის შესახებ ინფორმაცია ხელმისაწვდომი იყო, რომ ის მეორე ეტაპზე აპირებდა შერწყმით შეძენის ტრანზაქციის



მენეჯმენტი არის *ab initio* აქციათა გაყიდვის გადაწყვეტილების მიღებასთან მიმართებით.<sup>1107</sup> მაგრამ, მენეჯმენტს მოქმედების კორპორაციოსამართლებრივად მინიჭებული და არასასურველი შეძენის პრევენციების *ex ante* მექანიზმები აქვს, რომელიც მის ფიდუციურ მოვალეობათა სტანდარტების ფარგლებით იქნება შებოჭილი ისევე, როგორც ნებისმიერი კონტროლირებადი ტრანზაქციის დროს.<sup>1108</sup>

მოკლედ, ეკონომიკური ურთიერთობების „გადაწყობის“ ნებისმიერი მცდელობა, რომელიც ორ ან მეტ კორპორაციას შორის მარკეტინგული პროსპექტის კოლაბორაციული ანალიზით იწყება, ერთი (სამიზნე) კომპანიის მენეჯმენტის პერსპექტიული ხედვა პოტენციურ შემძენთან (ეკვაირი) „თანამშრომლობის“ წინააღმდეგ გამოსვლას განაპირობებს. ეკონომიკურ-ფინანსური სპექტრით ჩამოყალიბებული ურთიერთობის სამართლებრივი რეგულირება კორპორაციულ-კომერციულ-საგადასახადო (სამეწარმეო) რეგულაციებზე დაყრდნობით მიიღწევა. სწორედ რეგულატორული დეფინიციების დოქტრინალურ განზომილებაში გადატანით აღნიშნული ეკონომიკურ-ფინანსური ურთიერთობის სამართლებრივ კვალიფიკაციას „მტრული“ დაუფლება, იგივე შთანთქმა წარმოადგენს.<sup>1109</sup> მისი შედეგების ნეიტრალიზაციისა თუ თავიდან აცილების მექანიზმები, ლოგიკურად, საკორპორაციო და კაპიტალის ბაზრის სამართლებრივ წესებში,<sup>1110</sup> არაფორმალური ტექნიკური შესაძლებლობებით, არის განთავსებული.<sup>1111</sup> შესაბამისად, კონტროლის ნებისმიერი სახით არასასურველ შეცვლას უპირისპირდება ნორმატივიზმიდან დედუქტაბელური თავდაცვითი ბერკეტები.

### 3.4.3.3.3. დაუფლებიდან თავდაცვის გენერალური სტრატეგიები და მათი შედეგების ასახვა სს-ის სტრუქტურულ ელემენტებზე

საკორპორაციო სამართალი მიზანმიმართულად დადგენილ დაუფლებისგან თავდაცვის საკანონმდებლო მექანიზმებს არ შეიცავს.<sup>1112</sup> ის, მაქსიმუმ, მენეჯმენ-

---

დასრულებას, მაშინ, ფედერალური კანონმდებლობის თანახმად, მეორე ეტაპზე შესაძლებელია იმაზე ნაკლებ ფასად აქციათა შესყიდვა, რაც პირველ ეტაპზე აქვს ოფერენტს გადახდილი. ამ ეტაპზე განხორციელებული შეთავაზება არის, ე.წ. *Two-Tier front-end loaded offer*. იხ. *Hazen, The Law of Securities Regulation*, 6<sup>th</sup> ed., 2009, P. 409.

<sup>1107</sup> შეად. *Oesterle, Mergers and Acquisitions*, 2006, P. 273.

<sup>1108</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 147.

<sup>1109</sup> *Hazen, The Law of Securities Regulation*, 6<sup>th</sup> ed., 2009, P. 378.

<sup>1110</sup> *Hazen, The Law of Securities Regulation*, 6<sup>th</sup> ed., 2009, P. 410.

<sup>1111</sup> *Gevurtz, Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 704.

<sup>1112</sup> თუმცა, აშშ-ის ზოგიერთი შტატის რეგულაცია ექსტრაორდინალურ თავდაცვით მექანიზმებს ითვალისწინებს. იხ. *Magnuson, Takeover Regulation in the United States and Europe: An Institutional Approach* 21 *Pace Int'l L. Rev.*, 2009, P. 205.

ტის მხრიდან ნეიტრალიტეტის შენარჩუნების პრინციპს ემყარება.<sup>1113</sup> მენეჯმენტის საწინააღმდეგო შეძენითი ხელშეკრულებების შედგენა, საზოგადოების წილობრივი გაყიდვა და მტრული სატენდერო შეთავაზება ნეიტრალიტეტის მექანიზმთა არსებობას მოითხოვს, რადგან მმართველი ორგანოს შეპირისპირება შეიძლება მისი კორპორაციული შესაძლებლობებისა და პერსპექტივების წინასწარგანსაზღვრულ ხედვას ემყარებოდეს,<sup>1114</sup> რომელიც აქციონერთა და საზოგადოების ინტერესებში არ ჯდება. ანალოგიურ შემთხვევაში, ღირებულებით განკარგულებაში სხვადასხვა თავდაცვის მექანიზმთა, რომელთა *quo warranto* გამოყენება საკორპორაციო სამართალში იმპლიციტური ნორმებით არის უზრუნველყოფილი.<sup>1115</sup> მენეჯმენტის ანტი-დაუფლების მექანიზმთა გამოყენების უფლებამოსილება სამოსამართლო პრაქტიკით არის გამყარებული, მაგრამ მხოლოდ იმ შემთხვევაში, როდესაც შეთავაზებას ფიდუციურ მოვალეობათა ფარგლებში განიხილავს და ამოწმებს ჯდება თუ არა ის კორპორაციისა და აქციონერების საუკეთესო ინტერესებში.<sup>1116</sup>

თავდაცვის საშუალებათა არსებითი გამოყენების შესაძლებლობის ზღვარზე ორი, ურთიერთსაპირისპირო, მაგრამ თემატურად ერთიანი მოცემულობის მატარებელი დილემა წარმოიშობა.<sup>1117</sup> თუ საზოგადოების მართვის ორგანოს შეპირისპირების შესაძლებლობა მიეცა, მაშინ ის შემთავაზებლის წმინდა პოტენციურ შემოსავალს შეამცირებს.<sup>1118</sup> დელავერის საკორპორაციო სამართალი ღირებულებათა პირდაპირ მანდატირებას აკეთებს „ტრანზაქციაზე უბრალოდ უარის თქმის“<sup>1119</sup> ნებართვის დაწესებით, თუ ბორდს სწამს, რომ სამიზნე საზოგადოების დამოუკიდებლობისა და სამართალსუბიექტობის შენარჩუნება უფრო მიზანშეწონილია.<sup>1120</sup> მის საპირწონედ, ყველა სამიზნე საზოგადოება დაუფლების პროცესის საშუალებით ფართო მონიტორინგის სუბიექტი

<sup>1113</sup> მაგალითად, ევროპის კავშირის დაუფლების ღირებულება მენეჯმენტს ნეიტრალიტეტის შენარჩუნების პრინციპს, ანუ ფლუსტრაციის წესების არარსებობას ადასტურებს. იხ. *Ferranini, Miller*, A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe, Law Working Paper №139/2010, 2010, P. 17.

<sup>1114</sup> ეს არის პრინციპი „ღირებულებმა უკეთ იცინა“ (*“management knows best”*). იხ. *Gilson*, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, 1986, P. 756-765. ასევე, იხ. *Davies, Hopt*, Control Transactions, in: The Anatomy of Corporate Law, 2009, P. 233-235; *Gevurtz*, Global Issues in Corporate Law, 2006, P. 138-140.

<sup>1115</sup> *Hazen*, The Law of Securities Regulation, 6<sup>th</sup> ed., 2009, P. 408-411.

<sup>1116</sup> ეს არის დელავერის უზენაესი სამართლოს მიერ 1985 წელს მიღებული ყველაზე ცნობილი სასამართლო გადაწყვეტილება: *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946, 953-954. იხ. *Hurst, William*, Cases and Materials on Corporations, 1999, P. 931-734; *Carney*, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials, 2000, P. 73-83.

<sup>1117</sup> *Palmiter*, Corporations, 2006, P. 651-655.

<sup>1118</sup> *Easterbrook, Fischel*, The Proper Role of Target's Management in Responding to a Tender Offer, *Harv. L. Rev.*, 1981, P. 94-1161.

<sup>1119</sup> *Radin*, The Business Judgment Rule, 6<sup>th</sup> ed., Vol. III, 2009, P. 3244-3258.

<sup>1120</sup> *Beiton, Eckbo, Torbun*, Corporate Takeovers, 2008, P. 44-46.



გახდება, თუ თავდაცვის განხორციელება შეუძლებელი იქნება.<sup>1121</sup> პარალელურად, ღირექტორებისთვის თავდაცვის უფლებამოსილების მინიჭება მათი თანამედროვეობის შენარჩუნების მექანიზმად შეიძლება იქნეს გამოყენებული.<sup>1122</sup>

სამართლებრივ მოცემულობას ბაზრის ეკონომიკური პარადიგმა უპირისპირდება. გამყიდველი ან მისი წარმომადგენელი, როგორც ფიდუციარი, ვალდებულია გაყიდვისას უმაღლეს ფასზე შეთანხმებას ვაჭრობის შედეგად მიაღწიოს. გამყიდველი ვერ ივაჭრებს თუ მას რომელიმე შეთავაზებული წინადადების უარყოფის უფლება არ ექნება. ეს უკანასკნელი კი საკორპორაციო სამართლის სფეროს გარე მოცემულობაში შემავალი პოსტულატია.<sup>1123</sup> ამიტომ, ეკონომიკური პარადიგმისა და სამართლებრივად დადგენილ ფიდუციურ მოვალეობათა მარგინალური დიფერენცირების პირობებში უნდა შეირჩეს ყოველი კონკრეტული დაუფლებისგან თავდაცვის ადეკვატური საშუალება.

მენეჯმენტის განკარგულებაში, საუკეთესო შეთავაზებასა და კორპორაციის/აქციონერების საუკეთესო ინტერესტთა შორის კოლიზიური ვითარების ფონზე, ძირითადად, დაუფლების თავიდან აცილების ან სწორი არჩევანის გაკეთებისთვის რამდენიმე მნიშვნელოვანი ბერკეტია.<sup>1124</sup> მათი კლასიფიცირება ორი მიმართულებით ხდება. პირველი, ეს არის ქონებაზე დაფუძნებული დაცულობის სტრატეგიები<sup>1125</sup> და ვალდებულებებზე დაფუძნებული დაუფლებისგან დაცვის (პრევენციურების) საშუალებები.<sup>1126</sup><sup>1127</sup> სამიზნე საზოგადოების მტრული შეძენისგან დაცვის საშუალებებს შორის, აქცენტირება რამდენიმე მათგანზე გაკეთდება. მათ შორის აღსანიშნავია<sup>1128</sup> ქონებაზე დაფუძნებული დაცულობის ისეთი სტრატეგიები, როგორიც „ზვიგენის მოგერიების“ ტაქტიკა („*shark repellent*“), „ოქროს პარაშუტის“ („*golden parachute*“) ტაქტიკა, „მწვანე საფოსტო ყუთის“ ტაქტიკა („*greenmail*“) და „მომწამლავი აბის“ ტაქტიკა („*poison pill*“).<sup>1129</sup>

<sup>1121</sup> Haddock, Macey, McChesney, Property Rights in assets and Resistance to Tender Offer, in: Corporate Law and Economic Analysis, (edit. Bebchuk), 1990, P. 118.

<sup>1122</sup> Easterbrook, Fischel, The Proper Role of Target's Management in Responding to a Tender Offer, Harv. L. Rev., 1981, P. 1175.

<sup>1123</sup> Haddock, Macey, McChesney, Property Rights in assets and Resistance to Tender Offer, 1990, P. 119.

<sup>1124</sup> შედ. Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 147.

<sup>1125</sup> ე.წ. *asset-based defensive strategies*.

<sup>1126</sup> ე.წ. *liability-based defensive strategies*.

<sup>1127</sup> იხ. Haas, Corporate Finance, 2011, P. 709-717.

<sup>1128</sup> ვალდებულებებზე დაცულობის ტაქტიკათა შორის საზოგადოების სასესხო კაპიტალიზაციის (*leveraged capitalization*) შემთხვევა გამოსაყოფიროდესაც სამიზნე საზოგადოება მნიშვნელოვან სესხს იღებს, რომლის უზრუნველყოფა მისივე ქონებით ხდება. მათი კონტექსტური ანალიზი ზემოთ იქნა შემოთავაზებული. იხ. IV 3.4.3.3.1.

<sup>1129</sup> Thomson, Business Planning For Mergers and Acquisitions, 2<sup>nd</sup> ed., 2001, P. 977.

### 3.4.3.3.1. „ზვიგენის მოგერიების“ ტაქტიკა (“SHARK REPELLANT”)



დაუფლებისგან თავდაცვა ღირექტორთა ფიდუციურ მოვალეობათა სფეროში ექცევა, რომელიც მენეჯმენტს საშუალებას აძლევს კორპორაციის გამოთავისუფლებული მატერიალური სახსრების გამოყენებით საზოგადოებაში „წესრიგი“ დაიცვას. თავდაცვის საშუალებები ორ გენერალურ კატეგორიად იყოფა:<sup>1130</sup> დაუფლების საპასუხო და პრევენციურების<sup>1131</sup> საშუალებად.<sup>1132</sup> თავდაცვის ორივე კატეგორიის საერთო სახასიათო ნიშანი ისეთი ტაქტიკური ღონისძიებების გატარებაა, რომელიც მხოლოდ ბორდის კომპეტენციის ფარგლებშია შესაძლებელი და არ მოითხოვს აქციონერთა საერთო კრების თანხმობას ან გადაწყვეტილებას.<sup>1133</sup>

თავდაცვის მრავალფეროვან ტაქტიკათა შორის, არსობრივად განსხვავებული, პრევენციული დაცვის მექანიზმია „ზვიგენის მოგერიების“ ტაქტიკა.<sup>1134</sup> მისი სამართლებრივი მოცემულობის თანახმად, ეს არის დაუფლებისგან დაცვის კორპორაციულ სამართლებრივი მეთოდი, რომელიც საზოგადოების ორგანიზაციულობის მაფორმირებელ და მომწესრიგებელ სადამფუძნებლო დოკუმენტში, წესდებაში აისახება.<sup>1135</sup> მისი ტაქტიკური სვლა კორპორაციის წესდებაში ისეთი სტრუქტურული ცვლილებების შეტანაში მდგომარეობს, რომელიც ცვლის კომპანიის ორგანიზაციულობასა და მენეჯმენტის სტრუქტურას.<sup>1136</sup> როგორც წესი, თავდაცვითი ღონისძიებების წესდებაში ასახვა იმ ეტაპამდე ხდება, სანამ კორპორაცია საფონდო ბირჟაზე გაიტანს აქციებს საჯარო ვაჭრობისთვის, ან როგორც კი „ღია“ საზოგადოებად „გარდაიქმნება“ ან, მინიმუმ, სანამ „მტრული“ სატენდერო შეთავაზება გაკეთდება.<sup>1137, 1138</sup> წესდებაში ცვლილების

<sup>1130</sup> აღნიშნული თავდაცვის სტრატეგიათა კონსტანტირება სამიზნე საწარმოს მენეჯმენტის უფლებამოსილების რეალიზაციაზე აკეთებს, როდესაც მეწარმე სუბიექტის მოქმედება აქციონერთა საერთო კრების გადაწყვეტილების საფუძველზე, ნულიფიცირებულია. მოცემულ ორი სახის თავდაცვის კატეგორიისგან განსხვავებით, „მეგობრული“ დაუფლებისას აქციონერთა საერთო კრების თანხმობა მეწარმე სუბიექტის თავდაცვის ძირითადი ბერკეტია. მიმდინარე თავში ანალიზი პირველი სახის თავდაცვის მექანიზმზეა შესრულებული. შეად. Hannes, Takeover Defenses, in: Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring, (edit. Vishwath, Krishnamurti), 2008, P. 274.

<sup>1131</sup> Davies, Hopt, Control Transactions, in: The Anatomy of Corporate Law, 2009, P. 245-247.

<sup>1132</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 147.

<sup>1133</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 148.

<sup>1134</sup> „ზვიგენის მოგერიების“ ტაქტიკას ასევე „მაჩვზღარბსაც“ („porcupine“) უწოდებენ.

<sup>1135</sup> Haas, Corporate Finance, 2011, P. 702.

<sup>1136</sup> Lipton, Steinberger, Takeovers & Freezeouts, 2002, chap. 6., P. 26-28.

<sup>1137</sup> Lipton, Steinberger, Takeovers & Freezeouts, 2002, chap. 6., P. 26.

<sup>1138</sup> აქ მოქმედებას იწყებს „Breakthrough rule“, რომელიც კონტინენტურ საკორპორაციო სამართალში, განსხვავებით აშშ-გან, ევროპის კავშირის სამართლებრივი რეფორმირების



შეტანას აქციონერთა კრების გადაწყვეტილება სჭირდება, თუმცა მათ უმუ-  
ალო რეალიზებას – არა.<sup>1139</sup> კომბინირებული გადაწყვეტილება პოტენციური  
დაუფლების პრევენციების ეტაპზე, დაუფლების მცდელობისა და აგრესიული  
თავდაცვის ხასიათს ღებულობს.<sup>1140</sup>

“shark repellent” საფუძველზე წესდებაში ცვლილების შეტანის სამი ტი-  
პის გამოვლინება არსებობს.<sup>1141</sup> პირველი ტიპის კორპორაციულსამართლებრივი  
ცვლილება წესდებაში კორპორაციის კონტროლის უფლების ცვალებადობას  
უშლის ხელს.<sup>1142</sup> ეს ეხება ღირეპქტორთა საბჭოს შეცვლის აკრძალვის მექა-  
ნიზმებს. პოტენციური დაუფლების ეტაპზე, მენეჯმენტი აანალიზებს, რომ მას  
თანამდებობრივი საფრთხე ექმნება (*staggering*). ტაქტიკური ხედვა კლასი-  
ფიცირებული ბორდის შექმნაში მდგომარეობს.<sup>1143</sup> კლასიფიცირებული ბორდის  
არსებობა მენეჯმენტის სრული გადარჩევის პერიოდს ზრდის და ართულებს  
პროცედურას. კერძოდ, პირველ რიგში, ღირეპქტორის გადაყენებას სამართლებრი-  
ვი საფუძველი სჭირდება, მაგრამ თუ გადაყენებულ იქნება, მაშინ ბორდს უნარ-  
ჩუნდება ვაკანსიის შევსების უფლებამოსილება.<sup>1144</sup> კლასიფიცირებული ბორდის  
დედუქციური განმარტების თანახმად, არჩეული ბორდის გადარჩევა, რომლის  
არჩევა, როგორც წესი, სამ წლამდე ვადით ხდება,<sup>1145</sup> ყოველ წელს არ შეიძლება  
1/3-ზე მეტი პროპორციით. სწორედ კლასიფიცირებული ბორდის გადარჩევაა  
შეუძლებელი სამართლებრივი საფუძვლის გარეშე,<sup>1146</sup> თუ წესდებით სხვა რამ  
არ არის გათვალისწინებული.<sup>1147</sup> აგრეთვე, მხედველობაში მიიღება ღირეპქტორა-  
ტის/ბორდის რაოდენობრივი გაზრდის შემზღუდველი საწესდებო დებულებე-

უმაღლესი დონის ექსპერტთა ჯგუფის ნოვატორული ტერმინია. იხ. *Hertig, McCahery, Company and Takeover Law Reforms in Europe: Misguided Harmonization Efforts or Regulatory Competetion*, 2006, P. 565-568; *Ferranini, Miller, A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe*, Law Working Paper №139/2010, 2010, P. 18-22.

<sup>1139</sup> *Haas, Corporate Finance*, 2011, P. 702-703.

<sup>1140</sup> *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap. 6, 2000, P. 9.

<sup>1141</sup> *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap. 6, 2000, P. 4.

<sup>1142</sup> *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 633.

<sup>1143</sup> *Lipton, Steinberger, Takeovers & Freezeouts*, 2002, chap. 6., P. 28-29.

<sup>1144</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 149.

<sup>1145</sup> საქართველოში ეს ვადა საწესდებო და სახელშეკრულებო ავტონომიაში ექცევა და ყოველ კონკრეტულ შემთხვევაზე მორგებულ შედეგს უტოლდება.

<sup>1146</sup> თუმცა, ერთ-ერთ გადაწყვეტილებაში დელავერის სასამართლომ მხედველობაში არ მიიღო კლასიფიცირებული ბორდის არსებობა და აქციონერები უფლებამოსილ პირებად ჩათვალა, რომელთაც შეეძლოთ წესდებაში ცვლილების შეტანა კლასიფიცირებული ღირეპქტორატის გაუქმების/დასრულების შესახებ და შემდეგ ღირეპქტორები გადაეყენებინათ თანამდებობიდან სამართლებრივი საფუძვლის არსებობის გარეშე. ამასთან აღნიშნა, რომ კლასიფიცირებული ბორდის საწესდებო დონეზე დაცულობა შესაძლებელია წესდებაში ცვლილების შეტანაზე კვალიფიციური უმრავლესობის მოთხოვნის დაწესებით. იხ. *Roven v. Cotter*, 547, A.2d 603 (Del. Ch. 1988). ასევე, იხ. *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap. 6, 2000, P. 28-30; *Thomson, Business Planning For Mergers and Acquisitions*, 2<sup>nd</sup> ed., 2001, P. 1018-1019.

<sup>1147</sup> *Lipton, Steinberger, Takeovers & Freezeouts*, 2002, chap. 6., P. 29



ბი.<sup>1148</sup> პირველი ტიპის “shark repellent“-ის დროს, დაუფლების პროცედურული მსვლელობისას ხდება აქციონერთა კრების მოწვევისა და ჩატარების პროცედურათა გართულება. უკანასკნელის მიზანია თავიდან იქნეს აცილებული აქციონერთა უმრავლესობის მიერ საერთო კრების მოწვევა კონკრეტულ ვადებში<sup>1149</sup> ან აქციონერთა წერილობითი თანხმობით ღირექტორთა თანამდებობიდან გათავისუფლება.<sup>1150</sup> მენეჯმენტს, პოტენციური დაუფლების პრევენციებისა და საკუთარ თანამდებობაზე „ზრუნვის“ პირობებში, შეუძლია საერთო კრება დაითანხმოს ზემოაღნიშნული ცვლილებების შესახებ კვალიფიციური უმრავლესობით<sup>1151</sup> გადაწყვეტილების მიღების დებულებათა დადგენაზე.<sup>1152</sup>

მეორე ტიპის საწესდებო ცვლილებათა პაკეტი აერთიანებს ისეთი სახის ხელოვნური ბარიერების შექმნას, როგორიც ორეტაპიანი შეძენის ტრანზაქციის მეორე ეტაპზე ხმის მიცემის რაოდენობრივი მაჩვენებელია. კერძოდ, თუ შემძენი საზოგადოება გადაწყვეტს სატენდერო შეთავაზების შემდეგ პოსტტრანზაქციულ ეტაპზე სამიზნე საზოგადოების ნაცვლად შვილობილი კომპანია მიიღოს, რომელსაც ის შერწყმის საფუძველზე განახორციელებს, მაშინ შერწყმის ადაპტირებას კვალიფიციური უმრავლესობის თანხმობა დასჭირდება.<sup>1153</sup> კვალიფიციური ხმის უფლებათა საჭიროების ზღვრული ოდენობის დადგენა, როგორც წესი, იმ აქციონერებზე დაყრდნობით გამოითვლება, რომლებიც სტაბილურად ესწრებიან მორიგ თუ რიგგარეშე საერთო კრებას.<sup>1154</sup> მსგავსი დანაწესის დადგენის მნიშვნელოვანი საფუძველი მენეჯმენტის (ერთობლივად) საკუთრებაში არსებული აქციათა ლოტია, რომელიც საკმარისია კვალიფიციური უმრავლესობით შერწყმის გადაწყვეტილების დასაბლოკად.<sup>1155</sup> შერწყმის კორპორაციული კომბინაცია, საკანონმდებლო რეგულირებიდან გამომდინარე, აქციონერთა კრების გადაწყვეტილების არსებობას მოითხოვს. შესაბამისად, თუ დაუფლების მეორე ეტაპზე შემძენი გადაწყვეტს განდევნოს მცირე აქციონერები, ხოლო მენეჯმენტის ხელში გადაწყვეტილების დაბლოკვის შესაძლებლობა იქნება,<sup>1156</sup> მაშინ ეს

<sup>1148</sup> Haas, Corporate Finance, 2011, P. 703.

<sup>1149</sup> დაუფლების მსვლელობის განმავლობაში, შესაძლებელია, საერთო კრების სპეციალური ანუ რიგგარეშე მოწვევა წესდებაში ცვლილებების შესატანად, კონკრეტული ვადით იზღუდებოდეს. ერთ-ერთ სასამართლო გადაწყვეტილებაში აღინიშნა, რომ ასეთი ტიპის კრება არ შეიძლება ჩატარებულ იქნეს 90-100 დღეზე ნაკლებ ვადაში (დაუფლების დაწყებიდან). იხ. Mentor Graphics Corp. v. Quickturn Design Systems, Inc., 728 A.2d 25, 40-41 (Del. Ch. 1988).

<sup>1150</sup> Gervurtz, Corporation Law, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 705.

<sup>1151</sup> Lipton, Steinberger, Takeovers & Freezeouts, 2002, chap. 6., P. 30-31.

<sup>1152</sup> Thomson, Business Planning For Mergers and Acquisitions, 2<sup>nd</sup> ed., 2001, P. 1012-1014, 1021-1027.

<sup>1153</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 148-149.

<sup>1154</sup> Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, 1986, P. 633-634.

<sup>1155</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 150.

<sup>1156</sup> მხოლოდ იმ პირობებში, თუ შემძენ საზოგადოებას არ ექნება „ძველი“ ბორდის შეცვლის კომპეტენცია (იგივე წესდებიდან გამომდინარე), რომელიც ჯერ კიდევ სამიზნე საზოგადოების



ტაქტიკური სვლა დროებით ხელს შეუშლის ეკვაირს წარმატებული სატენდერო შეთავაზებით დასახული მიზნის მიღწევაში.<sup>1157</sup>

დაბოლოს, მესამე ტიპის საწესდებო ცვლილებათა სახეობაში შედის სამართლიანი ფასის შესახებ დებულებები. ის წინა ორი ტიპისგან განსხვავებული გამოვლინებაა.<sup>1158</sup> სამართლიანი ფასის შესახებ საწესდებო დათქმა პრევენციული რეგულირების მიზნით განსხვავდება. თუ ზემოთ განხილული ორი სუბტიპის ძირითად მიზანს სამიზნე საზოგადოების ბორდის ინტერესტთა დაცულობა შეადგენდა, უკანასკნელის რეგულირების სფეროში, „რაიდერის“<sup>1159</sup> შეკავებასთან ერთად, აქციონერთათვის მეტი სარგებლის მიღება გამოისახება.<sup>1160</sup> სამართლიანი ფასის დებულებები შეიძლება ორეტაპიანი შეძენის მეორე საფეხურზე შერწყმის კვალიფიციური უმრავლესობით დამტკიცებას უკავშირდებოდეს.<sup>1161</sup> სამართლიანი ფასის შესახებ შესწორებისა და შერწყმის ურთიერთკვეთას ადგილი აქვს მაშინ,<sup>1162</sup> როდესაც შერწყმის განხორციელება სამიზნე საზოგადოებასა და დაკავშირებულ პირთან<sup>1163</sup> დაიწყება.<sup>1164</sup> ასეთი შერწყმა მიღებულ უნდა იქნეს კვალიფიციური უმრავლესობის მიერ, რომელიც „გასაძევებელ“ აქციონერთა ფულად კომპენსირებას, მინიმუმ, სამართლიანი ფასის დებულებით განსაზღვრული რაოდენობით უნდა ახორციელებდეს.<sup>1165</sup> საწესდებო დებულებით დადგენილი „ფასი“, ზშირად, საკმაოდ მაღალია. ის მიიღტვის იმ უმაღლესი ფასისკენ, რომელიც შემძენმა საზოგადოებამ სამიზნე საზოგადოების აქციონერთა ხმის უფლების მქონე აქციათა სანაცვლოდ გადაიხადა ან, რომელიც სამიზნე საზოგადოების აქციებით ვაჭრობის ბოლო რამდენიმე წელშია დაფიქსირებული, ან დამყარებულია მომავალი პოტენციური შემოსავლების გათვლებზე.<sup>1166</sup> ხმის მიცემის კვალიფიციური უმრავლესობისა და სამართლიანი ფასის განსაზღვრის დებულებათა ამოქმედების წინაპირობას ეკვაირი კორპორაციის მიერ სამიზნე საზოგადოების აქციონერთა ხმის უფლების მქონე აქციათა უმრავლესობის ან

სატენდერო შეთავაზებამდე არსებული წევრებით იქნება ფორმირებული.

<sup>1157</sup> Gilson, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 634.

<sup>1158</sup> შეად. Gilson, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 634.

<sup>1159</sup> იგივე შემძენი სუბიექტი, დაუფლების განმახორციელებელი კომპანია. იხ. Lipton, Steinberger, *Takeovers & Freezeouts*, 2002, chap. 1., P. 10.

<sup>1160</sup> Cox, Hazen, *Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 150.

<sup>1161</sup> Lipton, Steinberger, *Takeovers & Freezeouts*, 2002, chap. 6., P. 32.

<sup>1162</sup> მათ, სხვანაირად, Lock-in provision-საც უწოდებენ. იხ. Fleischer, Sussman, *Takeover Defense*, vol. I, chap. 6, 2000, P. 50.

<sup>1163</sup> ე.წ. related person. მისი ზოგადი განმარტების თანახმად, ეს არის პირი, რომელიც კომპანიის განთავსებულ აქციათა განსაზღვრულ რაოდენობას ფლობს. იხ. Gevurtz, *Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 705. დაკავშირებული პირის დეფინიციას ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონის მეორე მუხლის მე-11 პუნქტი იძლევა, რომელიც ნათესაურ კავშირსა და საკონტროლო წილის ფლობის ფაქტს უკავშირებს მის დეფინიციას.

<sup>1164</sup> Gilson, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 680-681.

<sup>1165</sup> Lipton, Steinberger, *Takeovers & Freezeouts*, 2002, chap. 6., P. 34.

<sup>1166</sup> Gevurtz, *Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 705-706.

საკონტროლო პაკეტის შესყიდვა წარმოადგენს და მისი მიზანი ორსაფეხურიანი დაუფლების მეორე ეტაპის დასრულება უნდა იყოს.<sup>1167</sup> მოკლედ, წესდება ორეტაპიანი შეძენის გართულების პროცედურებს მოიცავს.

„ზვიგენის მოგერიების“ მესამე ტიპის საწესდებო ცვლილებათა კატეგორიის ბოლო სეგმენტს აქციათა გამოსყიდვის უფლება წარმოადგენს.<sup>1168</sup> აღნიშნული სეგმენტი სატენდერო შეთავაზების შემდეგ იმ აქციონერთა ინტერესებს იცავს, რომლებმაც არ მიჰყიდეს თავიანთი აქციები ეკვაიერს. მსგავსი ტიპის დებულება უზრუნველყოფს აქციონერისგან მის საკუთრებაში არსებული აქციის შეძენის მეორე ეტაპზე მონაწილე ნებისმიერი პირის ვალდებულებას სამართლიან და წინასწარ (წესდების შესაბამის დებულებაში) განსაზღვრულ ფასად შეისყიდოს აქცია, მიუხედავად იმისა, რეალურად დაწყებულია თუ არა შერწყმის კომბინაციის განხორციელება.<sup>1169, 1170</sup> ზემოაღნიშნული დებულებები დაუფლებისგან თავდაცვის საკანონმდებლო დონეზე ნებადართულ მექანიზმთა კატეგორიას განეკუთვნება.<sup>1171</sup>

### 3.4.3.3.3.2 „მომწამლავი აბის“ ტაქტიკა (“POISON PILL”)

„მომწამლავი აბის“ ტაქტიკის ევოლუციამ ის, დაუფლებისგან თავდაცვის საშუალებათა შორის, ყველაზე გავრცელებულ ტაქტიკურ სვლად ჩამოაყალიბა. მიუხედავად თავდაცვის სხვა მექანიზმების უფრო ძლიერი, ეწ. სასიკვდილო ეფექტისა, რომელიც გარკვეული რაოდენობის სასამართლო გადაწყვეტილებამაც<sup>1172</sup> გაამყარა, „მომწამლავი აბი“ დაუფლებისგან თავდაცვის ეფექტურ საშუალებად რჩება. ის იძულებითი დაუფლების საპასუხო ტაქტიკური სვლაა და სამიზნე საზოგადოების ბორდს „მტრული“ შეძენის ოფერტის ადეკვატური პასუხის გაცემის ბერკეტებს აძლევს.<sup>1173</sup> თუმცა, ის არ წარმოადგენს დაუფლების შეჩერების პანაცეას.<sup>1174</sup>

„მომწამლავი აბის“ ტაქტიკამ ხანგძლივი განვითარებითი პერიოდი განვლო, რომლის განმარტებითი დიაპაზონი საკმაოდ დიდია. მისი ზოგადი ფორმულარის შედგენა, სამოსამართლო თუ დოქტრინალურ დონეზე, მაინც განხორციელდა.<sup>1175</sup> ის დაუფლების პრევენციების, ანუ რეგულირების *ex ante* საშუალებაა. ტერმინი

<sup>1167</sup> *Fleischer, Sussman*, Takeover Defense, vol. I, chap. 6, 2000, P. 48-52.

<sup>1168</sup> *Cox, Hazen*, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 150-151.

<sup>1169</sup> *Gevurtz*, Corporation Law, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 706.

<sup>1170</sup> შეად. „მეწარმეთა შესახებ“ კანონი, 53<sup>1</sup> მუხლის პირველი პუნქტი.

<sup>1171</sup> *Gevurtz*, Corporation Law, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 718-725.

<sup>1172</sup> *Thomson*, Business Planning For Mergers and Acquisitions, 2<sup>nd</sup> ed., 2001, P. 987-992.

<sup>1173</sup> *Fleischer, Sussman*, Takeover Defense, vol. I, chap. 5, 2000, P. 5.

<sup>1174</sup> *Fleischer, Sussman*, Takeover Defense, vol. I, chap. 5, 2000, P. 15.

<sup>1175</sup> *Thomson*, Business Planning For Mergers and Acquisitions, 2<sup>nd</sup> ed., 2001, P.998-1009.



„მომწამლავი აბი“ შინაარსობრივად ბორდის მიერ<sup>1176</sup> აქციონერთათვის ისეთი უფლების მინიჭებას აღნიშნავს, რომელიც ბორდის მიერ უარყოფილი შეძენის სპეციფიკური გარემოებების წარმოშობისთანავე განსაკუთრებულ ეკონომიკურ ღირებულებას სძენს კომპანიის მესაკუთრეთა მნიშვნელოვან პოზიციებს,<sup>1177</sup> ანუ ის არის თავდაცვის ტაქტიკა, რომელიც დაუფლების ტრანზაქციას ძვირად ღირებულს ხდის. მისი სიძვირე აღნიშნული ტაქტიკის დაუფლების განმახორციელებლისგან პროცესის გადაღაზვის მაღალ ღირებულებაშია.<sup>1178</sup>

მას შემდეგ, რაც უფლების ეკონომიკური ღირებულება ჩამოყალიბდება, რომელიც კომპანიისგან ან „რაიდერისგან“ ქონების ან ფულის მიღებას შეიცავს, შეძენის დასრულება ამ მექანიზმის ამუშავების გარეშე შეუძლებელი ხდება და „რაიდერს“ არ შეუძლია „შთანთქოს“ სამიზნე კომპანია ეკონომიკური „აბის“ „გადაყლაპვის“ გარეშე, რომელიც (ეკონომიკური ღირებულება) აქციონერს უნდა გადაეცეს, როგორც მისი ზემოაღნიშნული უფლების რეალიზების შედეგი.<sup>1179</sup>

„აქციონერთა უფლებათა გეგმა“ „მომწამლავი აბის“ იდენტური,<sup>1180</sup> სამო-

<sup>1176</sup> სამიზნე საზოგადოების დირექტორატი თავდაცვის საშუალებების გამოყენებისას მოქმედებს, ე.წ. *blank stock*-ის უფლებამოსილებათა ფარგლებში, რომელიც წესდების იმპლიციტური დებულებებიდან გამომდინარეობს, რაც დირექტორებს აძლევთ საშუალებას დროგამოშვებით გამოუშვან ახალი კლასის პრივილეგირებული აქციები ან მოახდინონ ასეთი ტიპის აქციათა უფლებრივი რესტრუქტურება. „*blank stock*“-ის არსი აქციების გამოშვების მექანიზმში მდგომარეობს. კორპორაციის მიერ აქციების განთავსებამდე, იქნება ის ჩვეულებრივი, პრივილეგირებული თუ ჰიბრიდული, მისი ავტორიზება უნდა განახორციელოს საწესდებო დონეზე, ანუ დაადგინოს ნებადართულ გამოსაშვებ აქციათა ზღვრული ოდენობა. მისი შესრულება ორი მიმართულებით არის შესაძლებელი. პირველი, წესდებაში გათვალისწინებულ იქნება აქციათა უფლებრივი კატალოგი. ნებისმიერი დამატებითი აქციის გამოშვებისთვის კი დადგინდება ფორმალური პროცედურის დაცვის აუცილებელი მოთხოვნა, რომელიც დამატებითი აქციების გამოშვებით კაპიტალის გაზრდის შესახებ აქციონერთა კრების გადაწყვეტილებასა და წესდებაში ცვლილების შეტანას მოიცავს. მომდევნო ეტაპზე დირექტორატი კომპეტენტური ხდება ავტორიზებული დამატებითი აქციები გასცეს მესამე პირზე. მეორე მიმართულების თანახმად, წესდებაში ხდება დირექტორატის კომპეტენციის სპეციფიკური ფარგლების დადგენა. დირექტორს უფლებამოსილება ეძლევა უნილათერალ საწყისებზე განსაზღვროს ახალი აქციების ტიპი, უფლებები და კლასი. უკანასკნელ შემთხვევაში, დირექტორატს არ სჭირდება აქციონერთა კრების მოთხოვნა (გადაწყვეტილება), რაც ახალი აქციების გამოშვებას მოქნილ მექანიზმად აქცევს და კორპორაციის მობილური ქმედების ამაღლებას უწყობს ხელს. ამიტომ, ის „მომწამლავი აბის“ თავდაცვის ტაქტიკის განხორციელების ერთ-ერთ უმნიშვნელოვანეს მეთოდს წარმოადგენს. იხ. *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 3, 2010, P. 406-408; *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 11, 2011, P. 466-467. „*blank stock*“-ის უფლებამოსილებას მეწარმეთა შესახებ კანონის 59-ე მუხლის მე-4, მე-5 და მე-6 პუნქტები ადგენს.

<sup>1177</sup> *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap. 5, 2000, P. 6.

<sup>1178</sup> *Hannes, Takeover Defenses*, 2008, P. 250.

<sup>1179</sup> შეად. *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 165-167.

<sup>1180</sup> *Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials*, 2000, P. 262.



სამართლო პრეცედენტებით გამყარებული ელემენტების მატარებელი<sup>1181</sup> საშუალებაა.<sup>1182</sup> უფლებათა გეგმა მოლაპარაკებას დაქვემდებარებულ ტრანზაქციას არ მოიცავს.<sup>1183</sup> ის ბორდის მიერ უარყოფილი შესყიდვის შეთავაზების საპირაპირო შედეგებზე ახდენს გავლენას. ასევე, სამიზნე საზოგადოების ბორდსა და შემძენი საზოგადოების მენეჯმენტს შორის შეთანხმების მიღწევას უზრუნველყოფს.<sup>1184</sup> შედეგი შემძენის მიერ სამიზნე საზოგადოების აქციონერთათვის იმაზე მაღალი ფასის გადახდაა,<sup>1185</sup> ვიდრე ის ჩვეულებრივ, კონტროლის მოპოვების პრემიუმთანხას გადაიხდიდა.<sup>1186</sup> „მომწამლავი აბის“ არსი მისი გამოშვების გამარტივებულ პროცედურაში მდგომარეობს. საკმარისია მხოლოდ ღირექტორთა მიერ ამ გეგმის მიღება.<sup>1187 1188</sup>

შემძენი საზოგადოებისთვის ის შეძენის ტრანზაქციის გაძვირებას სამიზნე საზოგადოების აქციონერთათვის აქციათა გაუფასურებით იწვევს. გაუფასურება ორ სეგმენტზე ვრცელდება. პირველი, იწვევს შემძენის კომპანიის საკუთრებაში არსებულ სამიზნე საზოგადოების ხმის უფლების შემცირებას, ანუ ხორციელდება სამართლებრივი კუთხით ზეგავლენა. მეორე, იწვევს ეკონომიკური ღირებულების გაძვირებას პოტენციური მყიდველისთვის აქციის ღირებულების გაძვირებით. შესაბამისად, „მომწამლავი აბის“ სტრუქტურა „ხმის უფლების გამოყენების აბად“ (*voting pill*) და „ეკონომიკურ აბად“ იყოფა. პირველ შემთხვევაში, რომელსაც კონვერტირებადი პრივილეგირებული აქციის დივიდენდის შესახებ გეგმა ეწოდება,<sup>1189</sup> აქციიდან გამომდინარე ხმის მიცემის უფლება იცვ-

<sup>1181</sup> *Moran v. Household International, Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985). იხ. *Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials*, 2000, P. 267-278. ამ გადაწყვეტილებით „მომწამლავი აბის“ „flip-over“ დელავერის უზანაესმა სასამართლომ გაუფასურების საწინააღმდეგო დებულებების ანალოგად განაგრძო, რომელიც შერწყმის პროცესში ფასიან ქაღალდთა მფლობელების დასაცავად გამოიყენება. ეს გადაწყვეტილება ცნობილ *Unicol*-ის გადაწყვეტილებაში ჩამოყალიბებულ დებულებებს/პრინციპებს სპეციფიკურად ამყარებს. იხ. *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 168. *Unicol*-ს პრინციპთა შესახებ, იხ. *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap. 3, 2000, P.6-9.

<sup>1182</sup> მაგ. იხ. *Carmody v. Toll Bros. Del. Ch. Lexis* 131, 1988. იხ. *Hurst, William, Cases and Materials on Corporations*, 1999, P. 734-740.

<sup>1183</sup> ყოველ შემთხვევაში, ტრანზაქციისთვის მსვლელობის მიცემის პირველ სტატიამდე მაინც.

<sup>1184</sup> *Lipton, Steinberger, Takeovers & Freezeouts*, 2002, chap.6., P. 59.

<sup>1185</sup> *Thomson, Business Planning For Mergers and Acquisitions*, 2<sup>nd</sup> ed., 2001, P. 1002-1006.

<sup>1186</sup> *Lipton, Steinberger, Takeovers & Freezeouts*, 2002, chap.6., P. 58.

<sup>1187</sup> *Gevurtz, Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 706. შეად. *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap. 6, 2000, P. 33-49; *Klein, Coffee, Business Organization and Finance*, 10<sup>th</sup> ed., 2007, P. 185-189.

<sup>1188</sup> ღირექტორთა კომპეტენცია აქციონერთა უფლებათა გეგმის ადაპტირებასთან მიმართებით მათ ფიდუციურ მოვალეობათა კატეგორიაში ჯდება, რომლის დარღვევის საკითხი ბევრჯერ გამხდარა სასამართლო დავის საგანი. იხ. *Radin, The Business Judgment Rule*, 6<sup>th</sup> ed., Vol. III, 2009, P. 3125-3203.

<sup>1189</sup> *Lipton, Steinberger, Takeovers & Freezeouts*, 2002, chap.6., P. 60.



ლება იმგვარად,<sup>1190</sup> რომ „თავდამსხმელს“ ექმნება დაბრკოლებები აქციონერების ცალმხრივი დარწმუნებისთვის, რათა მოიწონონ შეძენის ტრანზაქცია, რომელიც ბორდის მიერ არ იქნა მიღებული.<sup>1191</sup> მეორე, ეკონომიკური აბი, რომელიც „ფორ-ნანსურ ჯარიმებს“ ადგენს შეძენისათვის, თავის მხრივ, ორ სუბტიტულს იყენებს:

პირველი, ეს არის აქციათა შესყიდვის აბი (*stock purchase pill* ან *share purchase rights plan*),<sup>1192</sup> რომელიც აქციონერს უფლებას აძლევს კიდევ შეისყიდოს აქციები მნიშვნელოვანი ფასდაკლებით, მას შემდეგ, რაც დაუფლება გაცხადდება და მას სამიზნე საზოგადოების ბორდი არ მოიწონებს.<sup>1193</sup> ეკონომიკური „აბის“ მეორე გამოვლინებაა, ე.წ. *put pill* ან *“back-end pill”*,<sup>1194</sup> რომელიც აქციონერს ალჭურვავს სამიზნე საზოგადოებაში მათ მფლობელობაში არსებული დოვლათის (*equity*) სანაცვლოდ ფულის ან მაღალი ღირებულების მქონე ფასიანი ქაღალდების მიღების უფლებით, მას შემდეგ, რაც ბორდის მიერ „დაწუნებული“ შეძენის გრანზაქცია სამიზნე საზოგადოების აქციის ნამდვილ ღირებულებას ვერ ასახავს (*failed to meet price goals*).<sup>1195</sup>

ამჟამად, „მომწამლავი აბის“ ყველაზე გავრცელებული ვარიანტი აქციონერის უფლებათა კატალოგის „flip-in“ ან „flip-over“ სტატუსია,<sup>1196</sup> რომელიც განსაკუთრებით ორეტაპიანი შეძენის დროს გამოიყენება.<sup>1197</sup> მიუხედავად იმისა, რომ ამ უკანასკნელის უნიფიცირებული მოდელური ვარიანტი არ არსებობს, კონცეპტუალურად ის რამდენიმე სახასიათო ელემენტს<sup>1198</sup> და ეტაპს მოიცავს.

პირველ ეტაპზე, ვიდრე რაიმე სახის დაუფლების ტრანზაქციაზე იქნება პროგნოზირება, ღირებულებითა საბჭო იღებს გადაწყვეტილებას, დივიდენდის სახით ყოველ ჩვეულებრივ განათავსებულ აქციაზე ერთი აქციის შესყიდვის უფლების გაცემის თაობაზე.<sup>1199</sup> მინიჭებულ უფლებას არანაირი ეკონომიკური ღირებულება არ აქვს მანამ, სანამ „რაიდერი“ სამიზნე საზოგადოების ხმის

<sup>1190</sup> ხმის უფლების აბის გამოვლენებს წარმოადგენს ახალი პრივილეგიებული აქციების გამოშვება და მათი განაწილება აქციონერებს შორის, გარდა შემძენისა. განაწილება ხორციელდება *pro rata* ბაზისზე. ახლადგამოშვებულ პრივილეგიებულ აქციებს კი სპეციალური ხმის უფლებები ექნება. *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap. 5, 2000, P. 38-39.

<sup>1191</sup> *Fleischer, Sussman*, Takeover Defense, vol. I, chap. 5, 2000, P. 38.

<sup>1192</sup> *Lipton, Steinberger, Takeovers & Freezeouts*, 2002, chap.6., P. 61.

<sup>1193</sup> *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap. 5, 2000, P. 40-41, 49-50.

<sup>1194</sup> შვედ. *Lipton, Steinberger*, Takeovers & Freezeouts, 2002, chap.6., P. 96.

<sup>1195</sup> *Fleischer, Sussman*, Takeover Defense, vol. I, chap. 5, 2000, P. 34, 41-48.

<sup>1196</sup> შიგ. *Radin*, *The Business Judgment Rule*, 6<sup>th</sup> ed., Vol. III, 2009, P. 3136-3182.

<sup>1197</sup> *Gevurtz, Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 706.

<sup>1198</sup> *Hurst, William, Cases and Materials on Corporations*, 1999, P. 735-737.

1199 ქართულ კანონმდებლობაში გადაწყვეტილებას აქციონერთა საერთო კრების თანხმობა სჭირდება, რადგან ის დივიდენდის გაცემის კუთხით რეალიზდება, რომლის გაცემას მენეჯმენტი ახორციელებს. მაგრამ საწესდებო განსხვავებული დოკუმით მოგების განაწილების უფლება ღირეპტორთა საბჭოსაც შეიძლება მიენიჭოს. იხ. „მეწარმეთა შესახებ“ კანონი, მე-8 და 54-ე მუხლის მე-6 პუნქტის დ) ქვეპუნქტი და ბოლო აბზაცი (წინადადება).

უფლების მქონე აქციათა საკონტროლო მაჩვენებელს<sup>1200</sup> არ მიაღწევს ბორდის-გან გვერდის ავლით. ამ ეტაპზე, „რაიდერი“ იძენს „ბორდის მიერ უარყოფილი მესაკუთრის“ სტატუსს, რაც ყველა დანარჩენი აქციონერის განსაკუთრებული უფლებამოსილების ამოქმედებას იწვევს. ამოქმედებული უფლებამოსილების ფარგლებში, აქციონერს შეუძლია დამატებით ხმის მიცემის უფლების მქონე აქციათა პაკეტი შეიძინოს ამ აქციის საბაზრო ღირებულებასთან მიმართებით 50%-იანი ფასდაკლებით.<sup>1201</sup> საბოლოოდ, თუ „flip-in“-ის შემდეგ სამიზნე კომპანია რომელიმე პირთან დაიწყებს კორპორაციულ კომბინაციაში ან ქონების სუბსტანციური ნაწილის გაყიდვაში ჩართვას, სამიზნე საზოგადოების ყველა აქციონერს (გარდა „რაიდერისა“) ავტომატურად ენიჭება უფლებამოსილება ტრანზაქციის შედეგად ჩამოყალიბებულ კორპორაციაში აქციის საბაზრო ღირებულების 50%-იანი ფასდაკლებით შეიძინოს ყველაზე „ძლიერი“ ხმის უფლების მქონე აქციათა პაკეტი.<sup>1202</sup> flip-over-ის გამოყენების წინაპირობა flip-in-ის რეალიზირებული შედეგებია.<sup>1203</sup> flip-over მოიცავს კორპორაციულ კომბინაციას, როდესაც სამიზნე კომპანიის აქციათა კონვერსია ან გადაცვლა ხდება, ან ქონების მნიშვნელოვანი ნაწილის (ძირითადად, 50%) ან მისი ძირითადი შემოსავლების გამომუშავებელი ქონების 50%-მდე გაყიდვა.<sup>1204</sup> მიუხედავად იმისა, რომ flip-over-ის გამოყენების წინაპირობა flip-in, რომელიც (flip-in) შემდგომ კომპანიამ სატენდერო შეთავაზების გაცხადებით ამოქმედა, არ არის სავალდებულო (იძულებული) flip-over-ის ტრანზაქციის მხარეს წარმოადგენდეს.<sup>1205</sup> ტრანზაქცია „მომწამლავი აბის“ გამოყენების უფლების მქონე აქციონერს ამ უფლების დარჩენილი ნაწილის გამოყენებისკენ მიმავალ გზას უხსნის. აქციონერს ეძლევა 50%-იანი ფასდაკლებით<sup>1206</sup> მშობელ კორპორაციაში ყველაზე კარგი ხმის უფლების მქონე ფასიანი ქაღალდის შეძენის უფლება, რომელიც

<sup>1200</sup> როგორც წესი, ეს 15% ან 20%-ია. საქართველოში საკონტროლო პაკეტად 10%-იანი მინიმუმის გადალახვა განიხილება.

<sup>1201</sup> ეს არის კლასიკური „flip-in“. იხ. Hannes, Takeover Defenses, in: Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring, (edit. Vishwahath, Krishnamurti), 2008, P. 258. საილუსტრაციოდ, თუ კომპანიის ჩვეულებრივი აქციის პირველადი ფასი იყო 100\$, ხოლო „flip-in“-ის შემთხვევის დადგომამდე 30 საუკუნო დღეში მისი საშუალო ღირებულება შეადგენდა 25\$, აქციონერის საკუთრებაში არსებული უფლება შესაძლებლობას იძლევა 200 დოლარად ღირებული ჩვეულებრივი აქციები შეიძინოს 100\$, რომლის შედეგად ის იქნება 8 აქციის მფლობელი (200 : 25), ხოლო ერთი აქციის შესასყიდი ღირებულება – 12.50\$ (100\$ : 8). იხ. Fleischer, Sussman, Takeover Defense, vol. I, chap. 5, 2000, P. 61; Lipton, Steinberger, Takeovers & Freezeouts, 2002, chap. 6., P. 86.

<sup>1202</sup> ეს უკანასკნელი არის, ე.წ. flip-over.

<sup>1203</sup> Gevurtz, Corporation Law, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 707.

<sup>1204</sup> Hannes, Takeover Defenses, 2008, P. 257.

<sup>1205</sup> Fleischer, Sussman, Takeover Defense, vol. I, chap. 5, 2000, P. 62.

<sup>1206</sup> როგორც ეს flip-in-ს ეტაპზე იქნა გამოთვლილი.



ტრანზაქციის შედეგად იქნა ფორმირებული.<sup>1207, 1208</sup>

აღსანიშნავია „მკვდარი ხელის“ (*“dead hand”*)<sup>1209</sup> მომწამლაკე აბის ტაქტიკური ხასიათიც.<sup>1210</sup> მას შემდეგ, რაც ეკვაიერი სამიზნე საზოგადოების გარკვეულ პროცენტულ მაჩვენებელს მიაღწევს, მან, შესაძლოა, სამიზნე საზოგადოების ბორდის ეტაპობრივი ჩანაცვლება დაიწყოს და ჩამოაყალიბოს ახალი მენეჯმენტი.<sup>1211</sup> „მკვდარი ხელის“ ტაქტიკური დებულება<sup>1212</sup> ახლადჩამოყალიბებულ ღირებულებათა საბჭოს უზღუდავს უფლებამოსილებას,<sup>1213</sup> რომ გამოისყიდოს წინა ბორდის მიერ აქციონერთა უფლებრივი გეგმა და მასში განსაზღვრული ფასიანი ქაღალდები.<sup>1214</sup> შემდგომში მიერ ამ ტაქტიკის გამოყენება გამიზნულია ბორდის ახალი წევრებით ფორმირებაში (ეს წევრები შემდგომი საზოგადოების კანდიდატები არიან) აქციონერთა დარწმუნებისკენ, რომელიც, შემდგომ, გამოისყიდის „მომწამლაკე აბის“ დებულებებით განსაზღვრულ აქციებს და სატენდერო შეთავაზების პროცედურულ წარმოებას გაიაფვით.<sup>1215, 1216</sup>

მიუხედავად იმისა, რომ „მომწამლაკე აბის“ თავდაცვის ტაქტიკური არსენალი მრავალფეროვანია, მათი კონცეპტუალური გამოვლინება დაუფლების პროცესის პრევენციულ ქმედებებს ასახავს. პრევენცია მიმართულია არა დაუფლების თავიდან ასარიდებლად, არამედ მისი გამოვლინების უტილიტიზირება მაქსიმალურად მაღალი შემოსავლის მიღების კუთხით.<sup>1217</sup> ის, ასევე, გავლენას ახდენს აქციის საბაზრო ღირებულებაზე.<sup>1218</sup> რაც მთავარია, მის ადაპტირებას აქციონერთა კრების თანხმობა არ ესაჭიროება<sup>1219</sup> და მისი იმპლემენტირება, როგორც წესი, დაუფლების პროცედურის დაწყების წინარე პერიოდში კაპიტალის სტრუქ-

<sup>1207</sup> სახეზეა ტიპური „უკუ-სამკუთხა“ შერწყმა: ხდება შემსყიდველის მიერ, ე.წ. ფიქტიური (*shell*) კორპორაციის ფორმირება, რომელიც შესყიდვის შუამავალ რგოლს წარმოადგენს. შემდგომ ეტაპზე, „ფიქტიური“ კორპორაცია უერთდება სამიზნე კორპორაციას, ხოლო სამიზნე კორპორაცია ხდება დედა საზოგადოების, ანუ შემსყიდველი საზოგადოების 100%-იანი შვილობილი კომპანია. აღნიშნული უფლება ხმის მიცემის უფლებათა შესყიდვის შესახებ, სწორედ ტრანზაქციის შედეგად ფორმირებულ დედა სს-ს გულისხმობს. იხ. *Oesterle, Mergers and Acquisitions*, 2006, P. 25-26.

<sup>1208</sup> *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap. 5, 2000, P. 61-62.

<sup>1209</sup> *Haas, Corporate Finance*, 2011, P. 706-708.

<sup>1210</sup> *Lipton, Steinberger, Takeovers & Freezeouts*, 2002, chap.6., P.92.

<sup>1211</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 169.

<sup>1212</sup> იხ. *Hurst, William, Cases and Materials on Corporations*, 1999, P. 737-740.

<sup>1213</sup> *Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials*, 2000, P. 308-317.

<sup>1214</sup> *Gevurtz, Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 707.

<sup>1215</sup> *Thomson, Business Planning For Mergers and Acquisitions*, 2<sup>nd</sup> ed., 2001, P. 1001-1006.

<sup>1216</sup> შედ. *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap. 5, 2000, P. 108-125.

<sup>1217</sup> *Lipton, Steinberger, Takeovers & Freezeouts*, 2002, chap.6., P. 67.

<sup>1218</sup> *Lipton, Steinberger, Takeovers & Freezeouts*, 2002, chap.6., P. 68-69.

<sup>1219</sup> *Lipton, Steinberger, Takeovers & Freezeouts*, 2002, chap.6., P. 63-64. შედ. *Friedlander, The Delaware General Corporation Law and Takeovers: Overturn Time-Warner Three Different Ways*, 33 Del. J. Corp. L., 2008, P. 636-637.

### 3.4.3.3.3. „ოქროს პარაშუტის“ ტაქტიკა (“GOLDEN PARACHUTE“)

საწარმოს დაუფლების პოსტტრანზაქციული პერიოდი არსებით ზეგავლენას ახდენს საზოგადოების მოსამსახურეთა<sup>1221</sup> სამსახურებრივ მდგომარეობაზე. დაუფლების შედეგად, ხშირად, მოსალოდნელია მოსამსახურეთა მათი სიჭარბის საბაბით გათავისუფლება, ან მენეჯმენტში ცვლილებათა განხორციელების შედეგად, ან შემძენი კორპორაციის ხარჯების შემცირების ანუ შემოსავლების გაზრდის მიზნით. არასასურველი დაუფლების პოტენციური შანსების არსებობის ფონზე, სამიზნე საზოგადოების მენეჯმენტი ყოველთვის ცდილობს<sup>1222</sup> კონტროლის შეცვლის ეფექტი მოსამსახურეთა ანაზღაურების გეგმაში წინასწარ გაითვალისწინოს,<sup>1223</sup> რაც დაუფლების გაძვირებას იწვევს.<sup>1224</sup> გეგმის ადაპტირებას არ ესაჭიროება აქციონერთა კრების გადაწყვეტილება იმ საგამონაკლისო შემთხვევის გარდა, თუ საზოგადოებას არ სურს ფასიანი ქაღალდების რეგულირებასა ან საფონდო ბირჟის მოთხოვნებს აარიდოს თავი.<sup>1225</sup>

ზოგადად, საწარმოს მოსამსახურეთა დაცვა შესაძლებელია განხორციელდეს სარგებლისა და კომპენსაციის შეთანხმების საფუძველზე. სწორედ დაგეგმილი და შედგენილი ანაზღაურების დაცვის გეგმა ემსახურება და იცავს აქციონერთა ღირებულების ზრდას რამდენიმე ასპექტით. პირველი, მოსამსახურეთა საზოგადოებაში თანამდებობებზე დარჩენის წახალისებითა და ხელშეუხებლობით; მეორე, მოსამსახურეთა „დამშვიდება“ მათი შემოსავლების შემცირებისა და სამსახურიდან გათავისუფლების თაობაზე, რაც ხელს უწყობს სამეწარმეო საქმიანობის ჩვეულ რიტმში წარმართვას; მესამე, კომპანიის ნიჭიერი მენეჯმენტის სამომავლო მუშაობის პერსპექტივით, ან თუ ის დაუფლებულ იქნება შეპირებული ანაზღაურების მიცემით; დაბოლოს, მეოთხე, მოსამსახურეთათვის ნებადართულობით, დაუფლების შესახებ ოფერტის გაკეთების შემთხვევაში, კომპანიის და აქციონერების საუკეთესო ინტერესთა კუთხით მოქმედებაზე,

<sup>1220</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 168.

<sup>1221</sup> „მოსამსახურეთა“ შორის მოიაზრება არა მხოლოდ საწარმოს მუშახელი, არამედ მენეჯმენტში მომუშავე დირექტორები და აღმასრულებელი ოფიცრები. იხ. Fleischer, Sussman, Takeover Defense, vol. I, chap. 7, 2000, P. 11.

<sup>1222</sup> თუ, რა თქმა უნდა, მისი კორპორაციული მართვა საუკეთესო პრაქტიკის სტანდარტებს შეესაბამება.

<sup>1223</sup> Fleischer, Sussman, Takeover Defense, vol. I, chap. 7, 2000, P. 5.

<sup>1224</sup> Hannes, Takeover Defenses, 2008, P. 256.

<sup>1225</sup> Fleischer, Sussman, Takeover Defense, vol. I, chap. 7, 2000, P. 12.



პიროვნული სარგებლიანობისკენ გადახრის გამორიცხვით.<sup>1226</sup> აღსანიშნავია, რომ მსგავსი ტიპის ზოგადი სარგებლიანობის განსაზღვრა დაუფლებისგან თავდაცვის ან მისი არიდების საშუალებას, როგორც ასეთს, არ წარმოადგენს.<sup>1227</sup> ის, უპირატესად, იცავს მოსამსახურეთა საფუძვლიან გონივრულ მოლოდინებს; იცავს მათთვის სახელშეკრულებო დებულებათა საფუძველზე დათქმულ ანაზღაურების შესახებ დაპირებებს; ხელს უშლის ეკვაიერს სამიზნე საზოგადოებაში ანაზღაურებისა და შემოსავლების მიღების დანერგილი პრაქტიკის ფლუსტრაციაში და იცავს დაქირავებულ სუბიექტებს დაპატრონების შედეგად ხელშეკრულების დაუგეგმავი შეწყვეტის შედეგებისგან.<sup>1228, 1229</sup>

ზემოაღნიშნული შემთხვევის კონკრეტულ გამოვლინებას მენეჯმენტში მომუშავე ის ძირითადი ძალა წარმოადგენს, რომელთა ქმედებებზეც არის დამყარებული სამიზნე საზოგადოების სწორი კორპორაციული თუ მარკეტინგული მართვა<sup>1230</sup> და რომელთა ინტერესების ერთგვარი დაზღვევა კორპორაციასთან (ანუ დამქირავებელთან) კონკრეტული შეთანხმების დადებით ხდება. ეს შეთანხმება ანაზღაურების<sup>1231</sup> მეთოდია, რომელიც შეიძლება გათვალისწინებულ იქნეს სასამსახურე ხელშეკრულებაში ან განცალკევებული<sup>1232</sup> შეთანხმებით.<sup>1233</sup> შესაბამისად, დროის კონკრეტულ დიაპაზონში მოქმედების იურიდიული ძალა აქვს.<sup>1234</sup> მისი მთავარი განმსაზღვრელი ფაქტორი შეთანხმების დებულებებია,

<sup>1226</sup> *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap. 7, 2000, P. 5.

<sup>1227</sup> არის თუ არა „ოქროს პარაშუტი“ თავდაცვითი საშუალება, იურიდიულ დოქტრინაში სადებატო საკითხია. არსებობს შეხედულება, რომ ის, უპირატესად, სამიზნე კომპანიის აქციონერთა და მენეჯმენტთა შორის დაუფლების ეტაპზე ინტერესტთა კონფლიქტისგან თავის არიდების საშუალებას წარმოადგენს. ინტერესტთა კონფლიქტის აცილების მეთოდის საილუსტრაციოდ საინვესტიციო პორტფოლიოს დივერსიფიცირება გამოიყენება. თუ ასეთი ტაქტიკის სამიზნე სუბიექტად საკმაო რაოდენობის თანამშრომელია მონიშნული, ეს ეკვაიერი კორპორაციის დაუფლების ხარჯებს საკმაოდ გაზრდის. იხ. *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 670-671.

<sup>1228</sup> *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap. 7, 2000, P. 6.

<sup>1229</sup> ჩამოთვლილ გარემოებებს სამიზნე საზოგადოების მოსამსახურეთა სამსახურებრივი პოზიციების დათმობის ან რესტრუქტურისაციის „რბილ“ და „უმტკივნეულო“ განხორციელებას მოიცავს, რის გამოც, მას „parachute“ უწოდებენ, რაც შინაარსობრივად პარაშუტით უსაფრთხო დაშვებას გულისხმობს.

<sup>1230</sup> შემთხვევას, როდესაც მენეჯმენტის ძირითადი პერსონალის ერთგვარი დაზღვევა ხორციელდება დაუფლების შედეგთა მიმართ, „golden parachute“ ეწოდება. იხ. *Lipton, Steinberger, Takeovers & Freezeouts*, 2002, chap.6., P. 13.

<sup>1231</sup> ანაზღაურების ეს მეთოდი, საგადასახადო კუთხით, დაბევრად საშუალებას წარმოადგენს. მსგავსი ტიპის კომპენსაცია ჩვეულებრივ შემოსავალს წარმოადგენს, შესაბამისად, ჯდება დაბევრად კატეგორიათა რიცხვში. იხ. *Thomson, Business Planning For Mergers and Acquisitions*, 2<sup>nd</sup> ed., 2001, P. 1035.

<sup>1232</sup> *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap. 7, 2000, P. 14.

<sup>1233</sup> *Lipton, Steinberger, Takeovers & Freezeouts*, 2002, chap.6., P. 12.

<sup>1234</sup> შეთანხმების დებულებათა მოქმედების ტიპიური მაგალითი ერთი წლიდან სამ წლამდე პერიოდია. იხ. *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap. 7, 2000, P. 14-15.



რომლის თანახმად, მენეჯერსა თუ აღმასრულებელ დირექტორს დაუფლების შედეგად გათავისუფლების ან მისი უფლებამოსილების სპეციალურად განსაზღვრული დროის გასვლით შეწყვეტის გამო, დებულებით დადგენილი ანაზღაურება უნდა მიეცეს.<sup>1235</sup> მსგავსი ტიპის შეთანხმება კონტროლის შეცვლის შედეგების ნეიტრალიზირებისთვის საზოგადოების მოსამსახურეთა დაცულობის ერთგვარ საგარანტიო მექანიზმს წარმოადგენს. ამიტომ, მას „სარგებლის დაცულობასაც“ ან „სარგებლის“ გეგმას უწოდებენ.<sup>1236</sup> შეთანხმების დებულებათა ამოქმედება სამიზნე საზოგადოებაში კონტროლის შეცვლის შემდგომ იწყება.<sup>1237</sup> მენეჯმენტი ასეთი შეთანხმებით იმ შემთხვევის პრევენციურებას აღწევს, როდესაც მას შეიძლება აღარ უნდოდეს სხვა მესაკუთრის/მაკონტროლებლის დაქვემდებარებაში სამეწარმეო საქმიანობის წარმართვა, მინიმუმ, ნდობის და თანამშრომლობითი სტაჟის არარსებობის გამო, განსხვავებით წინა მესაკუთრესთან ჩამოყალიბებული ურთიერთობებისგან.<sup>1238</sup>

დაუფლებისგან თავდაცვის უკანასკნელი საშუალება კორპორაციის ორგანიზაციულ, სტრატეგიულ და სტრუქტურულ ელემენტთა, ერთი მხრივ, სამიზნე საზოგადოების დაუფლების ოფციონის გაძვირებით ცვლილებათა პრევენცირებას ახორციელებს და მისი თავდაპირველი ფორმით შენარჩუნების საგარანტიო ტაქტიკურ მექანიზმს განეკუთვნება, ხოლო, მეორე მხრივ, სამიზნე საზოგადოების პერსონალს (ვიწრო გაგებით), კორპორაციის სტრატეგიულ სტრუქტურულ ელემენტთა (კონტროლის) ცვალებადობის შედეგად გამოწვეული ორგანიზაციული მოწყობის (მენეჯმენტის, მოსამსახურეთა) მოდიფიცირების შედეგთა სათანადო კომპენსირების მიღების შესაძლებლობას ანიჭებს.

### 3.4.3.3.3.4. „მწვანე საფოსტო ყუთის“ ტაქტიკა ("GREENMAIL")

თავდაცვის მექანიზმთა ჩამონათვალი, ტექნიკურად მრავალ ელემენტაირი შემადგენლობის გამო, ფაქტობრივად, ლეგიონია. ბორდის კომპეტენციაში დაწერილ და დაუწერელ უფლებათა<sup>1239</sup> მიზნობრივი დეფინიცია თავდაცვის საშუალებათა კონკრეტულ მეთოდს აყალიბებს. მეთოდის შინაარსს დირექტორატის მიერ საზოგადოების გამოთავისუფლებული ფულადი ნაკადის განკარგვა და ამით არასასურველი შეძენისგან თავდაცვითი სტრატეგიის შემუშავება აყალიბებს.<sup>1240</sup>

სამიზნე საზოგადოების აქციათა საკონტროლო პაკეტის შესახებ სატენ-

<sup>1235</sup> Lipton, Steinberger, Takeovers & Freezeouts, 2002, chap.6., P. 13.  
<sup>1236</sup> Fleischer, Sussman, Takeover Defense, vol. I, chap. 7, 2000, P. 9-10.  
<sup>1237</sup> Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, 1986, P. 670.  
<sup>1238</sup> Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, 1986, P. 671.  
<sup>1239</sup> შეად. Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 3, 2010, P. 406-407.  
<sup>1240</sup> Haas, Corporate Finance, 2011, P. 709.



დერო ოფერტის გაკეთება „საპასუხო“ ქმედებას მოითხოვს.<sup>1241</sup> არსებობს ორი ტიპის საპასუხო ქმედება: თავდაცვის ტაქტიკა ანუ დაუფლების მცდელობის განეიტრალება და ოფერტზე მოდიფიცირებული აქცეპტის გაკეთება.<sup>1242</sup> „მწვანე საფოსტო ყუთის“ ტაქტიკა პირველ კატეგორიას განეკუთვნება და ის პოსტშეთავაზების თავდაცვითი ტაქტიკაა.<sup>1243</sup> მას შემდეგ, რაც სამიზნე საზოგადოების მიმართ დაფიქსირდება დაუფლების შესახებ შეთავაზება, სამიზნე საზოგადოების ღირეპტორატს შესაძლებლობა აქვს საპასუხო „დარტყმა“ მიაყენოს „რაიდერს“. ბორდის გადაწყვეტილებით, თავდაცვის მექანიზმად, ეკვიერი კორპორაციის იმ აქციათა პრემიუმფასად შეძენა ხდება, რომელსაც სამიზნე საზოგადოებაში „მტრული“ დაუფლების პოტენციური განმანორციელებელი კომპანია ფლობს.<sup>1244</sup> ტაქტიკის რეალიზება კორპორაციის თავისუფალი სახსრებით ფორმირებული ფონდიდან ხორციელდება. აქციათა გამოსყიდვის შედეგად, სამიზნე საზოგადოება აღარ დგას პოტენციური შემძენის არასასურველი დაუფლების საფრთხის წინაშე, რადგან ის საზოგადოებაში აქციათა პაკეტს აღარ ფლობს.<sup>1245</sup> მოცემულ პირობათა თანწყობის პრობლემური საკითხი<sup>1246</sup> ღირეპტორთა ფიდუციური მოვალეობების დაცულობასა და ტრანზაქციის დასრულების შემდეგ სამიზნე საზოგადოების აქციათა ღირებულების მკვეთრი დაცემაა.<sup>1247</sup> ღირეპტორატი ვალდებულია დაამტკიცოს, რომ გამოსყიდვა განხორციელდა კორპორაციის საუკეთესო ინტერესებიდან გამომდინარე.<sup>1248</sup> წინააღმდეგ შემთხვევაში, მათ *business judgement rule* არ დაიცავთ.<sup>1249</sup> აგრეთვე, მის უარყოფით მხარეს წარმოადგენს საგადასახადო დაბეგვრის რეჟიმში მო-

<sup>1241</sup> აღსანიშნავია, რომ სამიზნე კომპანიას შეუძლია საწესდებო დონეზე „მწვანე საფოსტო ყუთის“ ტაქტიკის ანტი-ტაქტიკა შეიმუშაოს. კერძოდ, შესაძლებელია, რომ სამიზნე საზოგადოების წესდებაში განსაზღვროს, რომ ეკვიერის საკუთრებაში არსებულ ხმის უფლების მქონე აქციათა შესყიდვის უფლებამოსილება ღირეპტორატს მხოლოდ აქციონერთა კრების გადაწყვეტილების შემთხვევაში ექნება. იხ. *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap.6, 2000, P. 52-54.

<sup>1242</sup> „ოქროს პარაშუტი“, მომწამლავი აბი“ და, ნაწილობრივ, „ზვიგენის მოგერიების“ ტაქტიკა, ძირითადად, მოდიფიცირებული აქცეპტია გაუმჯობესებული პირობებით.

<sup>1243</sup> *Hannes, Takeover Defenses*, 2008, P. 264-265.

<sup>1244</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4., 2010, P. 175.

<sup>1245</sup> თუმცა, პოტენციური შემძენის აქციათა შეძენით „გაძევება“, შეიძლება, სხვა კორპორაციებში დაუფლების ცდუნება წარმოშოს. იხ. *Gevurtz, Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 708.

<sup>1246</sup> მოცემული ტაქტიკის ზოგიერთ პრობლემურ საკითხთან დაკავშირებით, იხ. *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P.736-738.

<sup>1247</sup> *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap. 8, 2000, P. 19-20.

<sup>1248</sup> *Polk Good*-ის წინააღმდეგ საქმეში, სასამართლომ ღირეპტორთა მიერ განხორციელებული „greenmail“-ის გადახდა *business judgement rule*-ით დაცულ სფეროდ განიხილა. იხ. *Polk v. Good*, 507, A.2d 531 (Del. 1986).

<sup>1249</sup> „მწვანე საფოსტო ყუთის“ ტრანზაქციის შესახებ ერთ-ერთ ყველაზე ცნობილ გადაწყვეტილებაში, სასამართლომ, კორპორაციის კაპიტალით საკუთარი აქციების გამოსყიდვა საზოგადოების მაკონტროლებელ თანამდებობაზე დარჩენის „შიშველი სურვილის“ შედეგად ცნო, რამეთუ ის არ ემსახურებოდა კორპორაციის საუკეთესო ინტერესებს. იხ. *Heckman v. Ahmanson*, 214 Cal. Rptr. 177 (Ct. App. 1985).





ქცევა.<sup>1250</sup> აშშ-ის საგადასახადო კანონმდებლობაში 1986 წელს შესული ცვლილებით, აიკრძალა ნებისმიერი რაოდენობის თანხის განკარგვა, რომელიც საკუთარი აქციების გამოსყიდვას უკავშირდება<sup>1251</sup> (რა თქმა უნდა შემთხვევითი შემთხვევის დროს), ხოლო 1987 წელს კონგრესის მიერ დაწესებულ იქნა 50%-იანი მოგების ან სხვა შემოსავლის საგადასახადო ვალდებულება, რომელიც არ არის ყველა აქციონერთა მიმართ იგივე პირობებით გადახდილი ანუ, თუ გამოსყიდვის სამიზნე ობიექტს ყველა აქციონერი არ წარმოადგენს.<sup>1252</sup> მიუხედავად ზემოაღნიშნულისა, დოქტრინაში არსებობს შეხედულება, რომ “greenmail” არის სოციალურად სასარგებლო მოვლენა, რომელიც, საბოლოო ჯამში, კორპორაციის ღირებულებას ზრდის.

„გრინმეილის“ გამოყენების შედეგად კორპორაციის ორგანიზაციულ სტრუქტურულ ერთეულებში ცვლილება არ ხორციელდება. ის, როგორც წესი, სწორედ ასეთი მოსალოდნელი ორგანიზაციული სტრუქტურული ცვლილებების საწინააღმდეგოდ არის მიმართული. მის საპირისპიროდ, კორპორაციის სტრატეგიულ ელემენტებში, კაპიტალის სტრუქტურისა და ქონების ურთიერთმიმართებით ბალანსში გარკვეული კორექტივები შედის. ხდება კორპორაციის მიერ მესამე პირზე გაცემული აქციების შეძენა თავად საზოგადოების მიერ (კაპიტალის სტრუქტურული ცვლილების გარეშე). საზოგადოება აქციათა შესაძენად იყენებს კორპორაციის სპეციალურ ფონდს, რომელიც გამოთავისუფლებული ფულადი სახსრებით არის ფორმირებული. ანუ, შეძენა საზოგადოების ქონებრივი ერთეულის შემცირების ხარჯზე ხდება, რადგან შენაძენით, ფაქტობრივად, კაპი-

<sup>1250</sup> Thomson, Business Planning For Mergers and Acquisitions, 2<sup>nd</sup> ed., 2001, P. 1038-1039. საქართველოს საგადასახადო კოდექსი საკუთარი აქციების შესყიდვის რეგულაციებს არ აწესებს. იმისათვის, რომ მსგავსი ტიპის ტრანსფერი დაბეგვრის რეჟიმში მოექცეს, აუცილებელია დასაბეგრი მოგების არსებობა. დასაბეგრი მოგება გამოითვლება ერთობლივ შემოსავალსა და საგადასახადო გამოქვითვებს შორის სხვაობით. ერთობლივი შემოსავალი გამოითვლება საქართველოში არსებული წყაროდან და მის ფარგლებს გარეთ არსებული შემოსავლების ჯამისგან. ერთობლივი შემოსავლის ერთ სეგმენტს ეკონომიკური საქმიანობით მიღებული შემოსავალი წარმოადგენს. ეკონომიკური საქმიანობით მიღებულ შემოსავალთა შორის აღსანიშნავია აქტივების რეალიზაციიდან მიღებული შემოსავალი. ვინაიდან „მწვანე საფოსტო ყუთის“ ტაქტიკის დაფინანსება კორპორაციის თავისუფალი სახსრებით ფორმირებული ფონდიდან ხორციელდება, ხოლო მსგავსი ფონდი მატერიალური აქტივის კატეგორიაში შედის, ლოგიკურია, რომ საკუთარი აქციების გამოსყიდვით, რისთვისაც კომპანია აქტივს იყენებს, ფიქსირდება ეკონომიკური შემოსავალი აქციების სახით. მიუხედავად იმისა, რომ საწარმოს არსობრივად არაფერი ემატება, რადგან ის ხდება საკუთარი თავის მოვალე, სახეზეა ერთობლივი შემოსავლის მაფორმირებელი სეგმენტის შინაარსობრივი მოცემულობა, ანუ ტრანზაქცია ხდება დაბეგვრის ობიექტი. შესაბამისად, ქართული კანონმდებლობის მიხედვით, თავდაცვის ღონისძიებად “greenmail“-ის გამოყენება საგადასახადო კუთხითაც წამგებიანი იქნება. იხ. საქართველოს საგადასახადო კოდექსი, მე-8 მუხლის მე-2 და მე-15 ნაწილი, 97-ე მუხლის პირველი ნაწილი, მე-100 მუხლი და 102-ე მუხლის პირველი ნაწილის ბ) პუნქტი.

<sup>1251</sup> იხ. ჯუღელი, კაპიტალის დაცვა სააქციო საზოგადოებაში, 2010, გვ. 38-43.

<sup>1252</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4., 2010, P. 176.



ტალის სტრუქტურა და განთავსებულ აქციათა რაოდენობა უცვლელი რჩება, მაგრამ კომპანიიდან ხდება სუბსტანციური ფულადი სახსრების გადინება, რაც, საბოლოოდ, აქციათა ღირებულების შემცირებას იწვევს.

ბიზნესი

### 3.4.3.3.3.5. კაპიტალის რესტრუქტურისა, როგორც არასასურველი შემთხვევის დაცვის სტრატეგია

დაუფლებისგან თავდაცვის ტაქტიკათა ურთიერთმიმართება ცხადყოფს, რომ ზოგიერთი მათგანის შინაარსობრივი ელემენტები ურთიერთდამხმარე, ურთიერთმკვეთი ან ურთიერთშემავსებელი ხასიათის მატარებელნი არიან. მსგავსი ფენომენია კაპიტალის სტრუქტურა.<sup>1253</sup> არასასურველი შემთხვევისგან თავდაცვას სამიზნე საზოგადოება, ხშირად, საკუთარი შესაძლებლობებით ცდილობს, რისთვისაც ის თავად გამოდის “white knight“-ის როლში. ის ცდილობს თავი დაიცვას და გაზარდოს აქციონერთა და კომპანიის ღირებულება ბიზნეს სტრატეგიების ეფექტური რეალიზირების საშუალებით. რესტრუქტურისა<sup>1254</sup> და რეკაპიტალიზაცია მიზნის მიღწევის შესაძლო ვარიანტთაგან ერთ-ერთი ყველაზე რეალურია.<sup>1255, 1256</sup> მათი განხორციელების რეალურობა საწარმოს მოცემულ მდგომარეობაზე, მის სტრუქტურაზე, წესდებასა და მარეგულირებელ საკანონმდებლო ნორმებზეა დამოკიდებული.<sup>1257</sup> ამის მიხედვით კეთდება არჩევანი როგორი სტრუქტურული ცვლილების განხორციელება სასურველი: აქციონერთა გადაწყვეტილების საჭიროების დაწესება; კონკრეტული რაოდენობის თანხების

<sup>1253</sup> დაუფლებისგან თავდაცვის კიდევ ერთი რადიკალური ზომა სამიზნე საზოგადოების რეინკორპორირებაა. რეინკორპორაცია ხდება ისეთი სამართლებრივი რეგულირების ქვეყანაში (შტატში), რომელსაც დაუფლების საწინააღმდეგოდ მკაცრი საკანონმდებლო ნორმები აქვთ. იხ. Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4., 2010, P. 251-258. რეინკორპორირებასთან დაკავშირებით, იხ. Rock, Davies, Kanda, Kraakman, Fundamental Changes, in: The Anatomy of Corporate Law, 2<sup>nd</sup> edition, 2009, P. 214-218.

<sup>1254</sup> რესტრუქტურისა<sup>1254</sup> იგულისხმება საზოგადოების გაყოფა, მისი რომელიმე სამეწარმეო საქმიანობის მიმართულების გაყიდვა ან შეილობილი საწარმოსთვის გადაცემა, მთლიანი ან ნაწილობრივი ლიკვიდაცია, აქციათა გამოსყიდვა და რეკაპიტალიზაცია. იხ. Fleischer, Sussman, Takeover Defense, vol. I, chap.13, 2000, P. 3.

<sup>1255</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4., 2010, P. 174.

<sup>1256</sup> მაგრამ, რეკაპიტალიზაციის თავდაცვის მექანიზმად მიჩნევა ყველა შემთხვევაში არ ხორციელდება. მაგალითად, 1996 წელს, დელავერის უზენაესმა სასამართლომ სამიზნე საზოგადოების აქციონერთა 50%-იანი მხარდაჭერით მიღებული რეკაპიტალიზაციის გადაწყვეტილება, რომელიც კორპორაციაზე მათ კონტროლს ამყარებდა, არ დააკვალიფიცირა თავდაცვით ქმედებად. იხ. Williams v. Geier, 671, A.2d 1368, (Del. 1996).

<sup>1257</sup> მაგალითად, კაპიტალის რესტრუქტურისა, ე.წ. Dual-Class-ის სახით აშშ-ის ფასიანი ქაღალდების ბაზრის კანონმდებლობით აკრძალულია. იხ. Hannes, Takeover Defenses, in: Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring, (edit. Vishwath, Krishnamurti), 2008, P. 255. მსგავსი რეგულაცია ქართულ კანონმდებლობაში, აშშ-სგან განსხვავებით, საკორპორაციო კანონმდებლობაშია მოცემული. კერძოდ, მეწარმეთა შესახებ კანონის 52-ე მუხლის 11 პუნქტი „საჯარო“ სს-ის აქციათა რეკლასიფიცირებასა და უფლებრივ რესტრუქტურირებას კრძალავს.





აკუმულირების შესაძლებლობა ან ნამეტი თანხის რეინვესტირება; საანგარიშგებო შედეგებზე გათვლილი სტრუქტურული ცვლილება; ვალდებულებების აღების არსებული საკანონმდებლო შეზღუდვების მხედველობაში მიღება; აქციონერთა პროტესტის უფლების საკანონმდებლო არსებობა თუ საგადასაზღვრო ფაქტორ-გარემოებებზე გადამისამართება.<sup>1258</sup>

კორპორაციის სტრატეგიული ელემენტის, კაპიტალის შეცვლა ანუ რეკაპიტალიზაციის განხორციელება, გავრცელებულ საშუალებას წარმოადგენს, რომლის რეალიზებისთვის შერწყმის ან რეკლასიფიცირების სტრუქტურა გამოიყენება.<sup>1259</sup> შერწყმით რეკაპიტალიზაციის დროს, ხდება სამიზნე საზოგადოების ჩვეულებრივ აქციათა კონვერტირება ფულში (ან კომბინირებულად ფულსა და სესხში) და ახალი („გადარჩენილი“) კომპანიის ჩვეულებრივ აქციებში. მისი შებრუნებული ვარიანტი რეკლასიფიცირებაა. კაპიტალის რესტრუქტურიზება რეკლასიფიცირებით ნიშნავს, რომ სამიზნე საზოგადოების წესდებაში ცვლილებების შეტანით, ხდება ჩვეულებრივ აქციათა რეკლასიფიცირება პრივილეგიურულ აქციებში, რომელიც, ეტაპობრივად, გამოისყიდება ნაღდი ფულითა (ან მისი ეკვივალენტით ე.ი. სესხით ან ქონებით) და ახალი ჩვეულებრივი აქციებით. მენეჯმენტი ხშირად თავს იკავებს სასესხო ფულადი ნაკადების ან ნაღდი ფულის მიღებისგან და ახალი აქციების მიღებას ამჯობინებს. ამასთან, აქციათა გაცვლის კურსი, რომელიც ახალ აქციათა შეფასებულ საბაზრო ღირებულებაზეა დაფუძნებული, გამოითვლება ისე, რომ სამიზნე საზოგადოების მენეჯმენტის მიერ მიღებული საერთო ანაზღაურება (*consideration*) ამავე საზოგადოების (საჯარო) აქციონერთა მიერ მიღებული შემოსავლის ეკვივალენტურია. ეს სტრუქტურული ცვლილებები, როგორც წესი, აქციონერთა საერთო კრების გადაწყვეტილებას მოითხოვს,<sup>1260</sup> ძირითადად, კვალიფიციური უმრავლესობით.<sup>1261</sup>

რეკაპიტალიზაციის დაფინანსების წყარო „ლევერიჯია.“ შესაბამისად, ახა-

<sup>1258</sup> *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap.13, 2000, P. 4.

<sup>1259</sup> „მოკლე შერწყმისა“ და კორპორაციათა რეკლასიფიცირების დროს შეზღუდულად გამოიყენება აქციონერთა პროტესტის უფლება. უფრო სწორედ, პირველის შემთხვევაში შეზღუდულად, ხოლო მეორეს შემთხვევაში საერთოდ არ ხდება ამ უფლებებზე აპელირება. იგივე მდგომარეობაა სამიზნე საზოგადოების მიერ საკუთარი აქციების შესყიდვის სატენდერო შეთავაზებისას, რადგან, მისი პერსპექტივიდან, ასეთი ოფერტი არ არის ტრანზაქცია. შესაბამისად, არ ხდება აქციონერთა უფლებების დაცულობა. იხ. *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4., 2010, P. 4,72-76.

<sup>1260</sup> აქციონერთა კრების გადაწყვეტილების მიღებისგან თავის არიდების საშუალებაა, თუ სამიზნე საზოგადოების აქციონერები ექსტრაორდინალურ დივიდენდს ფულით ან დებეტით მიიღებენ. ისინი შედარებით დაბალი ღირებულების მქონე ჩვეულებრივი აქციის მფლობელები ხდებიან ახალ, „ლევერეჯირებულ“ კომპანიაში. აღნიშნული რესტრუქტურიზაცია ემსახურება აქციონერთა ღირებულების ზრდას მათი წლიური შემოსავლების ზღვრული მაჩვენებლის ზრდით, რომელიც დებეტის აქციაში (*equity*) გადაცვლის შედეგად მიიღწევა. წილთა შემცირების ბაზისზე იზრდება ერთი აქციიდან გამოთქმავებული შემოსავალი. იხ. *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap.13, 2000, P. 5, 13-14.

<sup>1261</sup> *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap.13, 2000, P. 5.



ლი კომპანია, რომელიც შერწყმის შედეგად ყალიბდება, უპირატესად, სასესხო<sup>1262</sup> კაპიტალიზაციის ფორმის მატარებელია. თავის მხრივ, სესხის აღება კაპიტალის სტრუქტურის შეცვლის საუკეთესო საშუალებას წარმოადგენს.<sup>1263</sup>

კაპიტალის რესტრუქტურისა და უფლებისგან დაცვის მნიშვნელოვანი ბერკეტია იმ შემთხვევაში, თუ სასესხო დაფინანსებით ფორმირებული კაპიტალის მესაკუთრე აქციონერთა პროფილი შეიცვლება. კერძოდ, თუ სამიზნე საზოგადოება ხმის უფლების მქონე აქციათა ძირითად ნაწილს რეკაპიტალიზაციის დასაფინანსებლად მესამე, ე.წ. მეგობრულ პირს ("white square") მიჰყიდის, მაშინ ეს პოტენციურ „მტრულ“ შეძენას გაანეიტრალებს.<sup>1264</sup>

დასასრულ, რეკაპიტალიზაციის შედეგად, სამიზნე საზოგადოებას ეზრდება სასესხო ვალდებულებები და გარდაიქმნება მაღალი „ლევერიჯის“ მქონე კომპანიად. ეს კი მიზეზობრიობის მყარი ჯაჭვით არის დაკავშირებული ფულადი ნაკადის სასესხო ვალდებულებების დასაკმაყოფილებლად გადინებასთან. ფულადი სახსრების მოძიება ოპერაციული და კაპიტალის ხარჯების შემცირებითა და, ზოგჯერ, ქონების გასხვისების საფუძველზე ხორციელდება. აგრეთვე, რეკაპიტალიზებული საზოგადოების მენეჯმენტის წილობრივი მაჩვენებლის რამდენჯერმე გაზრდის შანსი რეალური ხდება.<sup>1265</sup>

<sup>1262</sup> სესხის აღების საჭიროება ახალი აქციების გამოშვების დაფინანსებისთვის ხორციელდება. იხ. Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4., 2010, P. 176-178.

<sup>1263</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4., 2010, P. 174.

<sup>1264</sup> Fleischer, Sussman, Takeover Defense, vol. I, chap. 13, 2000, P. 25-36.

<sup>1265</sup> Fleischer, Sussman, Takeover Defense, vol. I, chap. 13, 2000, P. 6-7. ეს მიიღწევა მაშინ, თუ რეკაპიტალიზაციის შედეგად მენეჯმენტის ანაზღაურების სახედ, ფულის ნაცვლად, ახალი აქციები განისაზღვრება. მაგ., A კომპანიას აქვს 1000 განთავსებული აქცია, საიდანაც 75 მენეჯმენტის საკუთრებაშია. რეკაპიტალიზაციის პირობების თანახმად, საჯარო აქციონერები, რომელთა საკუთრებაში 925 აქციაა, უფლებამოსილნი არიან თითოეული აქცია გადაცვალონ 8\$ ნაღდ ფულზე, 2\$ დებეტზე და ერთ ახალ აქციაზე, რომლის დაგეგმილი საბაზრო ღირებულება 2.50\$ შეადგენს. შედეგად, ერთი აქციის საერთო ღირებულება 12.50\$. მენეჯმენტს, რომელიც ფლობს 75 აქციას, შეუძლია, თითო აქციაში მიიღოს 5 ახალი აქცია (ერთი ძველი აქციის ღირებულება 12.50\$, ზოლო ახალი აქციის - 2.50\$,  $12.50:5=2.50$ ), იმ პირობით, რომ აქციონერების ანაზღაურების სახედ ნაღდი ფული ან დებეტია განკუთვნილი, ზოლო მენეჯმენტი ღებულობს მხოლოდ ახალ აქციებს. შედეგად, რეკაპიტალიზირებული კორპორაციის აქციათა რაოდენობა 1300-მდე აღწევს, საიდანაც მენეჯმენტის საკუთრებაში 375 აქციაა. აქციათა რაოდენობრივი მაჩვენებლის ცვალებადობა წილობრივ მაჩვენებელზე 21.5%-ის მატებით აისახა: რეკაპიტალიზაციამდე პერიოდში მენეჯმენტის საკუთრებაში 7.5% იყო, ზოლო პოსტ-რეკაპიტალიზაციის ეტაპზე მისი წილობრივი მაჩვენებელი 29%-ს აღწევს.

### 3.4.3.3.3.6. დაუფლებისგან დაცვის სხვა საშუალებათა განმარტებისთვის



ძირითადი თავდაცვითი სტრატეგიების გარდა, რომელთა შორის არის ღირსეულობის დაცვა, გაკეთება ღირექტორთა კომპეტენციაში შედის, რასაც ისინი ფილტურობა მოვალეობათა და თავდაცვის მექანიზმის აღდგენის სინთეზური ანალიზით უნდა ახორციელებდნენ, არსებობს არასასურველი დაუფლებისგან დაცვისა თუ პრევენციის კიდევ რამდენიმე საშუალება.

თავდაცვის ტაქტიკათა შორის ერთ-ერთი ყველაზე ტენდენციური გამოვლინებაა “Pac man“-ის ტაქტიკა.<sup>1266</sup> მისი გამოყენების შინაარსობრივი დატვირთვა შემდგომი საზოგადოების აქციათა იმაზე ადრე შესყიდვაში მდგომარეობს, ვიდრე თავად ეკვაიერი კომპანია სამიზნე საზოგადოების განთავსებულ აქციათა „მტრულ“ შეძენას დაასრულებდეს.<sup>1267</sup> საპასუხო შეძენის განხორციელება, ასევე, „მტრული“ შეთავაზებით ხდება.<sup>1268</sup> თუ ორივე საზოგადოება წარმატებით დაასრულებს თითოეულის საკონტროლო პაკეტის შეძენას, მაშინ არც ერთ მათგანს არ ექნება ხმის მიცემის გამოყენება იმ აქციების მიმართ, რომელთაც ისინი მეორე საწარმოში ფლობენ. მისი რიტორიკა ასეთია: „პატარა თევზი დიდ თევზს შემოუტრიალდება და ცდილობს მის გადაყლაპვას, სანამ დიდი თევზი გადაყლაპავს მას“.<sup>1269</sup>

„მტრული“ სატენდერო შეთავაზების მიღების შემდეგ, თუ ღირექტორათის განკარგულებაში ეფექტური თავდაცვის საშუალება არ არის და აშკარაა, რომ სამიზნე საზოგადოება თავს ვერ დაიცავს არასასურველი შეძენისგან, მაშინ სამიზნე საზოგადოების მენეჯმენტი კონკურენტი შემდგომი, ე.წ. *White knight* მოძებნას იწყებს. ეს უკანასკნელი სამიზნე საზოგადოებასთან აქციათა შეძენის შესახებ მოლაპარაკებას აწარმოებს, ანუ ხდება „მტრული“ შემდგომი ჩანაცვლება „მეგობრული“ მესამე პირის მიერ.<sup>1270</sup> თავდაცვის ამ მეთოდის მიზანი სამიზნე საზოგადოების დამოუკიდებელი არსებობის შენარჩუნება არ არის. მიუხედავად იმისა, რომ შედეგი ერთი და იგივე დგება – სამიზნე საზოგადოება წყვეტს არსებობას, რეალურად, კორპორაციის შესყიდვა არასასურველი მესამე პირისგან აღარ ხდება.<sup>1271</sup>

სამიზნე საზოგადოებას შეუძლია გამოუშვას საკმაოდ დიდი რაოდენობის აქციები, რითიც ეკვაიერის პროცენტულ მონაწილეობას შეამცირებს. ამასთან, გამოშვებულ აქციებს გადასცემს შედარებით „მეგობრულ“ მესამე პირს, ე.წ. *White square*-ის. მესამე პირთან იდება „უმოქმედობის ხელშეკრულება“

<sup>1266</sup> Hannes, *Takeover Defenses*, 2008, P. 252.

<sup>1267</sup> *Gevurtz*, *Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 708.

<sup>1268</sup> *Lipton, Steinberger*, *Takeovers & Freezeouts*, 2002, chap.6., P. 239-245.

<sup>1269</sup> *Haas*, *Corporate Finance*, 2011, P. 711.

<sup>1270</sup> *Hannes*, *Takeover Defenses*, 2008, P. 253.

<sup>1271</sup> *Haas*, *Corporate Finance*, 2011, P. 710.



(“standstill agreement”), რომლის მთავარ პირობაა, რომ (ა) შემსყიდველი პირი შეზღუდულია აქციათა სამომავლო რეალიზირების შესაძლებლობით; (ბ) შეთანხმება კრძალავს საკონტროლო უფლების სამიზნე საზოგადოებებს სამეწარმეო საქმიანობაზე ზეგავლენის კუთხით გამოყენებას; (გ) სამიზნე საზოგადოებას იტოვებს ხელშეკრულების შეწყვეტის ცალმხრივ შესაძლებლობას, თუ შემძენი გადაწყვეტს აქციათა გაყიდვას; (დ) შეთანხმებით, შემძენი ვალდებულია მის საკუთრებაში არსებული აქციების ხმის უფლება იმგვარად გამოიყენოს, როგორც სამიზნე საზოგადოება მიუთითებს. სანაცვლოდ, შემძენი სამიზნე საზოგადოების ბორდში წარმომადგენლობით უფლებას იღებს.<sup>1272</sup>

დაცვის პრევენციული კომბინაციური მეთოდია, ე.წ. *lock-up* ტაქტიკა. მისი ყველაზე გავრცელებული გამოვლინებაა “*crown jewel*”.<sup>1273</sup> სამიზნე საზოგადოების მენეჯმენტმა შესაძლებელია, არასასურველი შეძენის პრევენციის მიზნით, მესამე პირს შესთავაზოს ძირითადი ქონების ან ბიზნესის საქმიანობის მიმართულების შეძენა მორიგებაზე დაფუძნებულ ფასად იმ შემთხვევაში, თუ სამიზნე საზოგადოებას მოუწევს „მტრული“ შეძენისგან „გაქცევა“. <sup>1274</sup> „ჩამოკეტი“ შეთანხმების მიღწევა შესაძლებელია “*White knight*“-თან, რომელსაც მთლიანი კომპანიის შეძენას შესთავაზებს სამიზნე საზოგადოება. შედეგად, სამიზნე საზოგადოება ეკვაირისთვის ნაკლებად მიმზიდველ ობიექტად გარდაიქმნება. ამიტომ, ასეთ შეთანხმებას “*lock-up*“ ხელშეკრულება ეწოდება.<sup>1275</sup>

დაბოლოს, „რაიდერის“ კონკურენტი შემძენი კომპანიის მოძებნის სანაცვლოდ, შესაძლებელია სამიზნე საზოგადოებამ კაპიტალის ბაზარზე განთავსებული საკუთარი აქციების გამოსყიდვის შესახებ სატენდერო შეთავაზება გააკეთოს.<sup>1276</sup> ეს ტაქტიკა დაუფლების სრულად თავიდან აცილების მეთოდურ მიდგომას არ წარმოადგენს, თუმცა შემძენისთვის დაუფლების შედეგად წარმოშობილ სინერგიზმის ეფექტს ეკონომიკურ ღირებულებას უკარგავს. ეკვაირს კიდევ შეუძლია გააკეთოს სატენდერო შეთავაზება იმ აქციათა შესყიდვის შესახებ, რომელიც სამიზნე საზოგადოებას დარჩა.<sup>1277</sup> მისი გამოყენებით, სამიზნე საზოგადოების მენეჯმენტი იმედოვნებს „რაიდერისთვის“ კონკურენტული გარემოების შექმნას და დარჩენილი აქციების მაღალ ფასად გაყიდვას. მიუხედავად ამისა, სამიზნე საზოგადოების განთავსებულ აქციათა რაოდენობა მინიმალურ

<sup>1272</sup> Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, 1986, P. 672.

<sup>1273</sup> შეად. Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4., 2010, P. 178-180.

<sup>1274</sup> Haas, Corporate Finance, 2011, P. 709.

<sup>1275</sup> Gevurtz, Corporation Law, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 710. შეად. Fleischer, Sussman, Takeover Defense, vol. I, chap. 13, 2000, P. 23-24.

<sup>1276</sup> სამიზნე საზოგადოების მიერ „რაიდერის“ საკუთრებაში არსებულ აქციათა გამოსყიდვას რაციონალური სამეწარმეო მიზანი უნდა გააჩნდეს. იხ. Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946, (Del. 1985).

<sup>1277</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4., 2010, P. 173.

#### 3.4.4. შიდა ფინანსური ასპექტები: ფინანსური ანგარიში და ანაზღაურების საშუალებები

##### 3.4.4.1. ფინანსური ანგარიშის აღივსება კორპორაციულ კომბინაციითა კონტროლში

დამკვიდრებული წესია, რომ ეკვიერი კომპანიის მიერ სხვა საზოგადოების გაცემული აქციების სუბსტანციური შეძენის შემთხვევაში მან (ეკვიერმა) უნდა წარადგინოს ფინანსური ანგარიში, რომელიც დაფუძნებულია საზოგადოების საბალანსო მონაცემებზე, ფულადი ნაკადებისა და შემოსავლების შესახებ დოკუმენტებზე.<sup>1279</sup> „ლია“ კორპორაციას საკანონმდებლო დონეზე მოეთხოვება აფირმატული ინფორმაციის გახსნილობა ანგარიშვალდებულების კოორდინირებული მექანიზმების საშუალებით.<sup>1280</sup> ფინანსური ანგარიშგება შიდა კონტროლის განხორციელების სამართლებრივი საშუალებაა.<sup>1281</sup>

ფინანსური აღრიცხვისა და ანგარიშების<sup>1282</sup> დოკუმენტთა საფუძველზე ტრანზაქციის ღირებულების ფინანსური ასპექტების გამოთვლა *M&A*-ის შემადგენელი ნაწილია. ფინანსური აღრიცხვა საწარმოს ფინანსური მდგომარეობის შესახებ მონაცემებს კონკრეტული (წლიური ან კვარტალური) პერიოდისთვის ასახავს.<sup>1283</sup> ფინანსური ანგარიშების ეკონომიკური გავლენა პოსტტრანზაქციული ხასიათის მატარებელია.<sup>1284</sup> მისი მთავარი დანიშნულება ეკვიერი

<sup>1278</sup> *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap. 13, 2000, P. 36-41. კორპორაციითა დაუფლებისგან დაცვის კიდევ ბევრი სახეობა არსებობს დაწყებული „მოსამსახურეთა საკუთრებაში არსებული აქციითა გეგმიდან“ (*Esop*) დამთავრებული „ჩამკეტი ოფციონით“ (*lock-up option*), რომელთა სრული ამოწურვა შეუძლებელია. იხ. *Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials*, 2000, P. 613-615. მათი შემდგომი ანალიზი ნაშრომის სტრუქტურას არასოლიდურ სახეს მისცემდა.

<sup>1279</sup> *Ferris, Drake, Accounting and Tax factors in Mergers and Acquisitions*, 2008, P. 160-161.

<sup>1280</sup> *Hazen, The Law of Securities Regulation*, 6th ed., 2009, P. 510-520.

<sup>1281</sup> *Hamilton, Rasmussen, Guide To Internal Controls*, 2007, P. 41-46.

<sup>1282</sup> აღსანიშნავია, რომ ფინანსური ანგარიშის შედგენის კრიტერიუმების გამკაცრება აშშ-ში ენრონისა და უორდკომის ფატალურმა შედეგებმა გამოიწვია, რომელიც, ზოგადად, ყველა „ლია“ კორპორაციის მიმართ წარდგენილ მოთხოვნად იქცა. იხ. *Bratton, Rules, Principles, and the Accounting Crisis in the United States*, in: *After Enron*, (edit. *Armour, McCahey*), 2006, P. 265-295.

<sup>1283</sup> *Oesterle, Mergers and Acquisitions*, 2006, P. 173.

<sup>1284</sup> მიუხედავად იმისა, რომ ფინანსური საკითხების განსაზღვრა და შეთანხმება შეძენის ტრანზაქციის შემადგენელი ნაწილია, მისი უპირველესი დანიშნულება, ტრანზაქციის ღირებულებისა და სამომავლო შედეგების სავარაუდო გამოთვლაა, რომელიც სათანადო



საზოგადოების ფინანსურ მდგომარეობაზე ტრანზაქციის სამომავლო გავლენის დეტერმინაცია. კორპორაციის ღირებულება გამოითვლება მისი სიდიდისა და სამომავლო შემოსავალთა რეალურ პერსპექტიულობაზე დაყრდნობით.<sup>1285</sup> მისი გამოთვლის უმნიშვნელოვანეს სეგმენტს მიმდინარე შემოსავლები, შესაძლოა სწორი ინფორმაციის<sup>1286</sup> ხელმისაწვდომობა წარმოადგენს.<sup>1287</sup> თავის მხრივ, ფინანსური ანგარიშგება საერთო პრინციპებზე დაყრდნობით უნდა შესრულდეს.<sup>1288</sup>

რაც უფრო მაღალია მიმდინარე შემოსავლების მაჩვენებელი, მით მეტია სამომავლო შემოსავლები და კომპანიის ღირებულება. მიმდინარე შემოსავლები-სა და სამომავლო ღირებულების ურთიერთმიმართების დადგენა პოტენციური ტრანზაქციის წარმატებული დაგეგმარების უმნიშვნელოვანესი ფაქტორია.<sup>1289</sup>

პრინციპებზე დაყრდნობით უნდა განხორციელდეს. იხ. *Earl, Relationship of Financial Statement to Valuation*, in: *Financial and Accounting Provisions in Acquisitions Agreements*, ABA, 1999, P. 1-2.

<sup>1285</sup> *Haas, Corporate Finance*, 2011, P. 119-147.

<sup>1286</sup> *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 257.

<sup>1287</sup> *Oesterle, Mergers and Acquisitions*, 2006, P. 173.

<sup>1288</sup> პრინციპები ფინანსური ანგარიშგების შესრულების წყაროს წარმოადგენენ. აშშ-ში ასეთი პრინციპების ძირითად წყაროს „ზოგადი საანგარიშგებო პრინციპები“ (*“Generally accepted accounting principles”* (*“GAAP”*)) წარმოადგენს. მისი პრაქტიკულ სექტორამდე „მიტანა“ ზოგადი სექტორის ისეთი უმსხვილესი ორგანიზაციების მიერ ხდება, როგორიცაა „ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების ბორდი“ (*“Financial Accounting Standards Board”* (*“FASB”*)), რომელიც SEC-ის უფროს ბუღალტერთან ერთად, საჯარო კორპორაციების ფინანსური ანგარიშგების დამატებითი სტანდარტების პრაქტიკულ გამოყენებას უწყობენ ხელს. იხ. *Oesterle, Mergers and Acquisitions*, 2006, P. 174. *FASB* არის დამოუკიდებელი არასამეწარმეო ორგანიზაცია, რომელიც მთლიანად კერძო სექტორიდან გაღებული ფულადი სახსრებით არის დაფინანსებული. იხ. *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 470.

<sup>1289</sup> კორპორაციას აქვს მიმდინარე და სამომავლო ღირებულება, რომელიც ერთი ობიექტის ორ სხვადასხვა პერიოდში შეფასებას მოიცავს. ის გამოდინარეობს, ე.წ. ფულის ღირებულების (*“time value of money”*) კონცეფციიდან. მომავალი ღირებულება არის მოცემული პერიოდისთვის არსებული ქონების/ფულის ფასი მომავალში კონკრეტული თარიღისთვის. ის არის განხორციელებული ინვესტიციის მიერ გამოუმუშავებული შემოსავალი მოცემულ დროსა და მომავალ კონკრეტულ თარიღს შორის. სამომავლო ღირებულის განსაზღვრისთვის ოთხი სახის ინფორმაციაა საჭირო: ინვესტირებული თანხის რაოდენობა; სამომავლო კონკრეტული თარიღი; კოეფიციენტიური მაჩვენებელი, რომლითაც გამოითვლება ამჟამინდელ და სამომავლოდ, შერჩეულ თარიღს შორის მისაღები შემოსავალი; სიზშირე/პერიოდულობა, როდესაც მიღებული შემოსავლების გაერთიანება მოხდება. მაგალითად, თუ ინვესტორს აქვს 10 000 ლარი და ის ერთი წლით მის ანაბარზე შეტანას გადაწყვეტს, რომლის წლიური ნიხრი 5% იქნება, მაშინ ინვესტირებული თანხის სამომავლო ღირებულება 10 500 ლარს შეადგენს. რაც შეეხება მიმდინარე (*present value (PV)*) ღირებულებას, ის სამომავლო ღირებულების მეორე მხარეს, შებრუნებულ ვარიანტს წარმოადგენს. მიმდინარე ღირებულება სამომავლოდ ერთიანად მისაღები ან გადასახდელი ფულადი სახსრების ღირებულების დღევანდელი შეფასებაა. მაგალითად, რა ღირს ის მთლიანი სამომავლოდ მისაღები ან გადასახდელი ვალუტა დღევანდელი კურსით? ანუ, თუ ინვესტირება უნდა განხორციელოთ და სამომავლოდ გსურთ მიიღოთ 65 000 ლარი, რამდენი უნდა დააბანდოთ, რომ მიიღოთ მომავალში 65 000 ლარი, ანუ რა არის მისაღები



ლოგიკურია, რომ თუ შემძენ საზოგადოებას ფინანსური სეგმენტის გამოთვლა შეუძლია, მას ამის განხორციელების მეთოდური მიდგომაც დასჭირდება. კორპორაციულ კომბინაციათა საანგარიშგებო მეთოდები კლასიფიცირდება რამდენიმე მიმართულებით. მათგან ორი ძირითადი მეთოდია გამოსაყოფი.

პირველი, ტრანზაქციის შეფასება/ანგარიშგება „შესყიდვის მეთოდით“, ე.წ. *purchase method* და მეორე, „პულინგის მეთოდით“, ე.წ. *pooling method*.<sup>1290</sup> მეთოდური მიდგომის პარალელურად, ფინანსური აღრიცხვიანობის გამოხატვის საბაზისო დოკუმენტთა სახეები კონკრეტული ტრანზაქციის მიმართ მათი რელევანტურობის მიხედვით გამოიყენება.<sup>1291</sup> რაც შეეხება მეთოდურ მიდგომებს, მათი ორი ძირითადი სახეობიდან, ამჟამად, მხოლოდ ერთი, „შესყიდვის მეთოდით“ გამოიყენება, რამდენადაც 2001 წელს ფინანსური საანგარიშგებო სტანდარტების ბორდმა<sup>1292</sup> შერწყმისა და შეძენის ფინანსურ საანგარიშო მეთოდად მხოლოდ *“purchase method”*<sup>1293</sup> დატოვა.<sup>1294</sup> ამით, *FASB* ათწლეულების განმ-

შემოსავლის დღევანდელი ღირებულება. თუ სამომავლოდ, მაგალითად, 13 წლის შემდეგ მისაღებ თანხად ავიღებთ 65 000 ლარს, რომლიდანაც ინვესტორი 11% წლიურ შემოსავალს ელოდება, ეს უკანასკნელი (11%) იქნება იმ ფასდაკლების მაჩვენებელი, რომლითაც მომავალში მისაღები შემოსავალი იკლებს და დაიყვანება დღევანდელ ღირებულებამდე. შესაბამისად, სამომავლოდ მისაღები 65 000 ლარის დღევანდელი ღირებულება გამოითვლება  $PV = X_n : (1+k)^n$  ფორმულით, სადაც  $n$  არის ის პერიოდი, რომლის განმავლობაშიც უნდა მოხდეს ინვესტირება, შესაბამისად ის არის  $(1+k)$ -ის ხარისხი და არა ნამრავლი;  $k$  არის წლიურად მისაღები შემოსავალი, ხოლო  $x$  – სამომავლოდ მისაღები ფულადი სახსრების ჯამი. შესაბამისად, 65 000 ლარის დღევანდელი ღირებულება იქნება 16 737. იხ. *Haas, Corporate Finance*, 2011, P. 89-104; *Klein, Coffee, Business Organization and Finance*, 10<sup>th</sup> ed., 2007, P. 322-326; *Pinto, Branson, Understanding Corporate Law*, 3<sup>rd</sup> ed., 2009, P. 81-85. შეად. *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 85-156; *Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials*, 2000, P. 21-31. კომპანიის ღირებულებითი შეფასება კი, ქვემოთ განხილული ფინანსური ანგარიშგების საფუძველზე ხორციელდება, რომლის სიზუსტე, სანდოობა და ადეკვატურობა ინვესტირებული კაპიტალის სამომავლო ღირებულების ზუსტი განსაზღვრის შესაძლებლობას იძლევა. ინფორმაციის ღირებულების შესახებ, იხ. *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 205-239. სამომავლო და მიმდინარე ღირებულების ეკონომიკური გამოთვლების შესახებ, იხ. *Schanz, D., Schanz, S., Business Taxation and Financial Decition*, 2011, P. 13-36.

<sup>1290</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4., 2010, P. 63.

<sup>1291</sup> საწარმოს ფინანსური აღრიცხვის ძირითადი დოკუმენტური გამოვლინების სახეებია: (ა) საშემოსავლო დოკუმენტი (*earning statement*), რომელიც მთლიანი შემოსავლების ან მოგების და დანაკარგების შესახებ ინფორმაციას შეიცავს; (ბ) საბალანსო აღრიცხვა (*balance sheet*), რომელიც საწარმოს აქტივების, პასივებისა და მესაკუთრეთა წილის კოეფიციენტს შეიცავს დროის კონკრეტული პერიოდისთვის და (გ) ფულადი ნაკადების შესახებ (*statement of cash flows*), რომელიც ასახავს საზოგადოებიდან ფულადი სახსრების გადინებისა და შემოდინების ტენდენციას მოცემული პერიოდისთვის. იხ. *Oesterle, Mergers and Acquisitions*, 2006, P. 175-177.

<sup>1292</sup> *Financial Accounting Standards Board (“FASB”)*.

<sup>1293</sup> ცნობილია, ასევე, როგორც *“acquisition method.”*

<sup>1294</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4., 2010, P. 64.



ვლობაში არსებული სადავო საკითხი, თუ რომელი მეთოდის გამოყენება იქნებოდა კომბინაციათა ფინანსური ანგარიშის შესადგენად უფრო პერსპექტიული და მიზანშეწონილი, რეგულატორული დათქმით გადაჭრა.<sup>1295</sup>

მოკლედ, ფინანსური ანგარიშგების განხორციელების პროცედურული ადგილი პრეტრანზაქციულ ქმედებათა შორის დგას, რომელიც, შედეგიანობის მხრივ, ეკვაირი კორპორაციის ფინანსურ მაჩვენებლებზე პოსტრანზაქციული ეფექტის გათვლის მეთოდურ მიდგომას წარმოადგენს.

### 3.4.4.2. „შეძენის მეთოდი“ – კორპორაციულ კომბინაციათა შასის და ტრანზაქციის შედეგების ანგარიშგების მეთოდი

კორპორაციულ კომბინაციათა ღირებულების გამოანგარიშების დანიშნულება შესრულებული ტრანზაქციის შედეგად ფორმირებული ან რეკონსტრუქტირებული საწარმოს ეკონომიკური მაგნიტუდის განსაზღვრაში მდგომარეობს.<sup>1296</sup> მიზნის მიღწევის მეთოდთა სხვადასხვაობა ტრანზაქციის სტრუქტურასა<sup>1297</sup> და ფინანსური ანგარიშგების შესრულების დადგენილ სტანდარტებზეა დამოკიდებული.<sup>1298</sup> იმ ტრანზაქციათა მიმართ, რომლის დროსაც სამიზნე საზოგადოების აქციათა 50%-ზე მეტის შეძენა ხდება, მხოლოდ „შეძენის მეთოდი“ უნდა იქნეს გამოყენებული.<sup>1299, 1300</sup>

„პულინგის მეთოდისგან“<sup>1301</sup> განსხვავებით,<sup>1302</sup> რომელიც კომბინაციაში

<sup>1295</sup> მეთოდთა შორის არჩევანის გაკეთება გართულებული იყო შედეგთა უცილობლად სწორი განსაზღვრის შეუძლებლობის გამო, რაც აკადემიურ წრეში სადისკუსიო საკითხს წარმოადგენდა. იხ. *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P.257-259.

<sup>1296</sup> *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 258.

<sup>1297</sup> *Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials*, 2000, P. 696-700.

<sup>1298</sup> შეძენის ტრანზაქციის ღირებულებითი გამოანგარიშების სხვადასხვა მეთოდის გამოყენება ტრანზაქციის სიდიდესა და მოცულობაზეა დამოკიდებული. მაგალითად, თუ ტრანზაქცია სამიზნე საზოგადოების განთავსებულ აქციათა 20%-ის შესყიდვის თაობაზე იდება, მაშინ გამოიყენება ფინანსური გამოანგარიშების „ღირებულების მეთოდი“ („*Cost method*“); თუ ტრანზაქცია სამიზნე საზოგადოების აქციათა 20%-დან 50%-მდე მერყეობს, მაშინ გამოიყენება „აქციური მეთოდი“ („*equity method*“). იხ. *Oesterle, Mergers and Acquisitions*, 2006, P. 177-180.

<sup>1299</sup> *Oesterle, Mergers and Acquisitions*, 2006, P. 181.

<sup>1300</sup> გამოანგკლისია *LBO*, რამდენადაც ტრანზაქციაში მონაწილე სუბიექტები სამიზნე საზოგადოების სუბსტანციურ, აქციათა საკონტროლო პაკეტს ან მნიშვნელოვან წილს ფლობენ სასესხო დაფინანსებით შეძენამდე. იხ. *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 479-480.

<sup>1301</sup> *Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials*, 2000, P. 695-699.

<sup>1302</sup> იხ. *Flom, Mergers & Acquisitions: The Decade in Review*, 54 U. Miami L.Rev., 2000, P. 760-761.



მონაწილე ორი კორპორაციის ბუღალტრული აღრიცხვის დოკუმენტის, კერძოდ, საბალანსო მონაცემების (*balance sheet*) უბრალო კონსოლიდირებულ ვარიანტს წარმოადგენს და არ მოიცავს არამატერიალური ქონებრივი სიკეთის საბალანსო მონაცემებში დაფიქსირების მექანიზმებს, „შეძენის მეთოდი“ მოითხოვს შეძენილი საზოგადოების ქონების რევალვაციას (გადაფასებას)<sup>1303</sup> გამოსყიდვის ფასის ბაზისზე.<sup>1304</sup> დასრულებული ტრანზაქციის შედეგად შეძენილი ქონებისა და გამოშვებული აქციების შესახებ არსებული ჩანაწერების შეძენის მეთოდით გამოთვლას ისტორიული ღირებულების<sup>1305</sup> ძირითადი პრინციპები უდევს საფუძვლად. პრინციპთა დიფერენცირებას ტრანზაქციის კომპლექსურობა განაპირობებს.<sup>1306</sup> თუ სამიზნე საზოგადოების ქონების შეძენის სანაცვლოდ შემძენი ფულს იხდის, მაშინ, ისტორიული ღირებულების საფუძველზე, შემძენის ფინანსურ უწყისში პირდაპირი (გადახდილი) ღირებულება დაფიქსირდება.<sup>1307</sup>

მიუხედავად ზემოაღნიშნულისა, შეძენის მეთოდის არსი შეძენის ფასის განსაზღვრასა და პოსტტრანზაქციული კომბინირებული საბალანსო მონაცემების ზუსტ გათვლაშია. კერძოდ, შეძენის მეთოდის თანახმად, განისაზღვრება სამიზნე საზოგადოების შესყიდვის ფასი ან მთლიანი შეძენის ღირებულება. შეძენის მეთოდით ფასის განსაზღვრისთვის გამოიყენება „ღირებულების განაწილების“<sup>1308</sup> მიდგომა. „განაწილების“ მიდგომის გამოყენებით, შეძენის მეთოდით, ხდება ჯერ მატერიალური და შემდეგ არამატერიალური წმინდა ქონე-

<sup>1303</sup> FASB 2001 წლამდე უშვებდა არამატერიალური ქონების ასახვას, უბრალოდ შემძენს მისი ეტაპობრივი ამორტიზაციის შესაძლებლობას აძლევდა. 2001 წლის შემდგომ კორპორაცია ველარ დაქვითავს და ის უბრალოდ უნდა გადაფასოს.

<sup>1304</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4., 2010, P. 64, 68.

<sup>1305</sup> ისტორიული ღირებულება მოიცავს ქონების იმ ფასს, რომელიც შეიძლება შემცირდეს, თუ ამ ქონების ეკონომიკური კონცენტრაცია შესუსტდება, ანუ ის ექვემდებარება ამორტიზირებას. იხ. Haas, Corporate Finance, 2011, P. 123. ამიტომ, ისტორიული ღირებულება ზუსტად ვერ ასახავს ისეთ არამატერიალურ ქონებრივ სიკეთეს, როგორიც გუდვილია, რადგან, როგორც წესი, ის ამორტიზირებას არ ექვემდებარება. იხ. Oesterle, Mergers and Acquisitions, 2006, P. 182-183. გუდვილის ამორტიზირება შესაძლებელია შემდეგ შემთხვევაში: თუ ეკვაირი კომპანია სამიზნე საზოგადოების ქონებრივ მონაცემებს საბაზრო ღირებულებასთან მიმართებით ვერ შეაფასებს სათანადოდ, ანუ აღმოჩნდება იმაზე ნაკლები ღირებულების, ვიდრე ტრანზაქციის წინასწარ გათვლას დაედო საფუძვლად, სახეზე იქნება, ე.წ. ზედმეტი გადახდა, გადაფასება (*overpaid*), მაშინ შემძენ კომპანიას ყოველწლიური ეკონომიკური ღირებულების შესუსტების წინაშე მოუწევს გამკლავება, რადგან მოსალოდნელია გუდვილის ღირებულების შემცირება. გუდვილის ზარალი სახეზეა, როდესაც კორპორაციული კომბინაცია მოსალოდნენ სინერგიზმის ეფექტს არ წარმოშობს იხ. Haas, Corporate Finance, 2011, P. 126. შეად. Kraakman, Discounted prices as a reason for Acquisition, in: Corporate Law and Economic Analysis, 1990, P. 39-64.

<sup>1306</sup> კომპლექსურობას განაპირობებს შესასყიდ საგანთა/ქონებათა სიმრავლე და გადახდის საშუალებათა კომბინირებული სახე (მაგალითად, ფული და აქცია ერთდროულად).

<sup>1307</sup> სამიზნე საზოგადოებამ გადასცა 100 000 ლარის ღირებულების შენობა, რის სანაცვლოდაც, ეკვაირმა გადაიხადა 100 000 ლარი. მას სხვაგვარად, კონვენციონალურ ანგარიშგებასაც უწოდებენ. იხ. Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4., 2010, P. 65.

<sup>1308</sup> cost allocation approach.



ბრივი სიკეთის (*net assets*) გადაცემა შემძენი კომპანიისთვის იმ ფასად,<sup>1309</sup> რაც მას ნასყიდობის ხელშეკრულებით ტრანზაქციის შესრულების დღეს ჰქონდა.<sup>1310</sup> შესაძენი ქონებისა და ვალდებულებების ერთიანი შეფასების შემდეგ,<sup>1311</sup> მათი გადაცემის სამართლებრივი აღრიცხვა ეკვაიერი კომპანიის ბალანსზე ხდება (*recording in the book of the acquiring company*),<sup>1312</sup> სადაც წმინდა ქონებრივი სიკეთე (*net assets*) შეძენილი ქონებისა და ნაკისრი ვალდებულებების სხვაობის ტოლია. შეძენის ფასი, მოცემული შემთხვევისთვის, უდრის შეძენის ტრანზაქციაში შემძენის მიერ გადახდილი კომპენსაციის საერთო ღირებულებისა და

<sup>1309</sup> ეს არის, ე.წ. *fair value*, რომელიც ქვემოთ იქნება განმარტებული.

<sup>1310</sup> *Statement of Financing Accounting Standards*-ის 141-ე წესით რეგულირდებოდა აღნიშნული საკითხი. ამ წესმა მოდიფიცირება განიცადა 2008 წლის 15 დეკემბერს, რომლის შედეგად მიღებულ იქნა SFAS 141R. SFAS-ის 141-ე და 141R-ს შორის მნიშვნელოვანი განსხვავება გაჩნდა აღნიშნული ცვლილების შედეგად. გადასინჯული ვარიანტი მოითხოვს, რომ შემძენმა საზოგადოებამ ცნოს შეძენილი ქონება, ვალდებულებები და არასაკონტროლო ინტერესები (არასაკონტროლო ინტერესებში სამიზნე საზოგადოების ის მცირე აქციონერები მოაზრებიან, რომლებმაც შემძენ საზოგადოებას არ მიჰყიდეს თავიანთი წილი) ეკვაიერ საზოგადოებაში იმ სამართლიან ფასად, რომელიც ტრანზაქციის დასრულების დღეს ჰქონდა მათ. ამ დანაწესით შეიცვალა SFAS-ის 141-ში მანამდე არსებული დათქმა „ღირებულებითი განაწილების პროცესზე“, რომელიც მოითხოვდა ტრანზაქციის მთლიანი ღირებულების შეძენილ ქონებასა და აღებულ ვალდებულებებზე ინდივიდუალურ გადანაწილებას იმ „სამართლიან ფასად“, რომელიც შესაძენ ქონებას ტრანზაქციის გამოცხადების დღეს ჰქონდა (*on the announcement date*). გაცხადების დღე, ძირითადად, ემთხვეოდა შეთანხმებაზე ხელმოწერის დროს, რაც შემდგომ შეიცვალა შეძენის დასრულების დროით. ორივე წესის არსებით მოთხოვნად დარჩა, რომ კორპორაციულ კომბინაციებს შორის ანგარიშგების მეთოდად მხოლოდ „შეძენის მეთოდი“ უნდა იქნეს გამოყენებული. ამასთან, SFAS-ის 141-ე წესი შეძენის ისეთ ხარჯებს, როგორიც სამართლებრივი მომსახურების გადასახადი, აუდიტორული თუ საანგარიშო წარმოების შესასრულებლად გაღებული ან საინვესტიციო ბანკების ჰონორარია (*deal expenses*), კაპიტალიზირებას ახდენს და ანაწილებს შეძენილ ქონებასა და აღებულ ვალდებულებებზე. ახალი სტანდარტის თანახმად, ხარჯების კაპიტალიზაცია ძველი წესის მიხედვით ხდება იმ განსხვავებით, რომ ამ ხარჯთა გამოთვლა ტრანზაქციის დასრულების დღეს მთლიანად ხდება და არა ცალ-ცალკე. შეად. Cox, Hazen, *Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4., 2010, P. 65. SFAS-ის 141-ე და 141R-ს შორის არსებითი განსხვავება ანგარიშის შედგენისთვის საჭირო მონაცემთა მოპოვების თარიღებშია. მოდიფიცირებული ვარიანტი განმარტავს ეკვაიერ საზოგადოებას როგორც გაერთიანებას, რომელიც კორპორაციული კომბინაციის საფუძველზე ერთ ან მეტ სამეწარმეო საქმიანობას იძენს და შეძენის თარიღად ადგენს სამიზნე საზოგადოებაზე კონტროლის მოპოვების მომენტს. სწორედ, შეძენის ეს თარიღი შეესაბამება ტრანზაქციის დასრულების თარიღს, ვიდრე გამოცხადებისა თუ ხელმოწერის თარიღს, როგორც ეს წინა რედაქციაში იყო. იხ. Depamphilis, *Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 471-476.

<sup>1311</sup> 141-ე წესის თანახმად, ეკვაიერი ვალდებული იყო ინვესტირების ფასი, წმინდა ქონებრივი ღირებულება და გუდვილი ცალ-ცალკე შეეფასებინა. ეს წესი შეიცვალა 141R წესით (*“under Statement 141, an entity that acquired another entity in a series of purchases identified the cost of each investment, the fair value of the acquired net assets, and the goodwill at each step”*).

<sup>1312</sup> Depamphilis, *Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 470.





ნაკისრ ვალდებულებათა ჯამს.<sup>1313, 1314</sup> ნებისმიერი რაოდენობის თანაფარდობითი სხვაობა, რომელიც შეძენის დასრულების (*closing-date*) მომენტისათვის შესაძლებელია, შეძენის ღირებულებას ჰქონდა და აღემატება ეკვივარი საზოგადოების მიერ გადახდილ კომპენსაციას, არის გუდვილი (*Goodwill*).<sup>1315</sup> სხვა სიტყვებით: შეძენის შეთანხმების არსებითი საგანი სამიზნე საზოგადოების ქონებაა, რომლის გადაცემის წინაპირობას შეთანხმების შედეგების იურიდიული ამოქმედების დღეს არსებული სამიზნე საზოგადოების ქონების საბაზრო ღირებულება წარმოადგენს. თუ საბაზრო ღირებულებასა (*fair market value*) და შეძენი საზოგადოების მიერ რეალურად გადახდილ ანაზღაურებას შორის სხვაობა წარმოიშობა, მაშინ სახეზეა გუდვილი.<sup>1316</sup> ეს იმ შემთხვევაში ხდება, როდესაც ეკვივარი, სამიზნე საზოგადოებაზე კონტროლის მოპოვების მიზნით, მისი ღირებულების გარდა, პრემიუმთანასაც იხდის. გადახდილი პრემიუმთანხა მიიჩნევა გუდვილად. გუდვილი არის სამიზნე საზოგადოების იდენტიფიცირებადი ანუ ამოცნობადი ქმედებარებული ქონება.

შეძენის მოტივთა შორის ინფორმაციის სწორი ანალიზის შესაძლებლობა სამიზნე საზოგადოების შეძენის უმთავრეს მოტივატორს წარმოადგენს, რამეთუ ეკვივარი უკეთ ხედავს შესაძენი ქონების რეალურ ეკონომიკურ ღირებულებას, ვიდრე მისი მიმდინარე საბაზრო ღირებულებაა. პრემიუმთანხის გადახდას სწორედ ეს პრეკონდიცია განაპირობებს.<sup>1317</sup> სხვა სიტყვებით, შეძენი საზოგადოების გუდვილი არის ქონების სახე,<sup>1318</sup> რომელიც წარმოადგენს სამომავლო ეკონომიკურ მოგებას, რაც შესაძენ ქონებრივ სიკეთეთა შორის, შეძე-

<sup>1313</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4., 2010, P. 65-66.

<sup>1314</sup> მაგალითად, თუ ეკვივარი საზოგადოება სამიზნე საზოგადოებას მისი ქონებისა და ვალდებულებების სანაცვლოდ აძლევს ეკვივარ კომპანიაში 60 000 აქციას, რომლის ნომინალი 10 ლარია, ხოლო საბაზრო ღირებულება 35 ლარს წარმოადგენს, ხოლო ქონებასთან ერთად იღებს 900 000 ლარის მოცულობის ვალდებულებას, მაშინ შეძენის ფასი ეკვივარისთვის იქნება  $(60\ 000 * 35 =) 2\ 100\ 000$  ლარს დამატებული ვალდებულებათა ეკვივალენტი, ანუ 900 000, რაც, ჯამში 3 მილიონს უდრის (აღნიშნული მაგალითი ორეტაპიანი შეძენის საფუძველზეა მოყვანილი, რომელიც შერწყმით სრულდება.)

<sup>1315</sup> Oesterle, Mergers and Acquisitions, 2006, P. 182.

<sup>1316</sup> შეად. Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, 1986, P. 259.

<sup>1317</sup> იხ. Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, 1986, P. 527-530.

<sup>1318</sup> SFAS-ის 141-ე და 141R-ს შორის ერთ-ერთი განსხვავება გუდვილის გამოთვლის მექანიზმშიც არის. მოდიფიცირებული წესი მოითხოვს, რომ შეძენი საზოგადოებისგან გუდვილის აღიარება/ცნობა მოხდეს შეძენის დღეს, რომელიც გამოითვლება არა მარტო „საბაზრო ფასსა“ და შეძენის ფასს შორის სხვაობით, არამედ ამ სხვაობას დაემატება იმ არაკონტროლირებად ანუ მცირე აქციონერთა ინტერესის „საბაზრო ფასიც“, რომელიც შესყიდული წმინდა ქონებრივი სიკეთის ზემოთ არსებულ თანხას წარმოადგენს. შედეგად, შეძენის მიერ სამიზნე საზოგადოებაში არსებული მცირე აქციონერთა ინტერესების აღიარება შეძენის გუდვილის გამოთვლის საფუძველად აღიქმება, რამდენადაც არაკონტროლირებად ინტერესსაც გააჩნია თავისი პოტენციური „გუდვილი“, რაც 141R-ს რეგულირების მიღმა არ დარჩენილა (ე.წ. *Goodwill at fair value*). შეად. Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4., 2010, P. 65.



ნის ფორმირების ეტაპზე, ინდივიდუალურად ამოუცნობი, არაიდენტიფიცირებული იყო.<sup>1319</sup> შეძენის მეთოდი, „პულინგის მეთოდისგან“ განსხვავებით, სწორედ გუდვილის იდენტიფიცირების შესაძლებლობას იძლევა, რომლის დაფიქსირება შეძენის კორპორაციის პოსტტრანზაქციული საბალანსო აღრიცხვის დოკუმენტში ხდება.<sup>1320</sup> კერძოდ, SFAS 141R მოითხოვს, რომ მიმდებარეობა საზოგადოებამ, გუდვილისგან განცალკევებით, ცნოს (*recognize*) იდენტიფიცირებული ქონებისა და ვალდებულებების „საბაზრო ფასი“ შეძენის დღეს (*closing-date*) და გამოითვალოს „საბაზრო ფასში“ სამომავლო ცვლილებები. შეძენის მეთოდის M&A-ის პროცესთან მიმართების სრულფასოვანი გაანალიზებისთვის, აუცილებელია SFAS-ის მიერ დადგენილი „ფასის“ შინაარსობრივი დეტერმინაცია.<sup>1321</sup>

#### 3.4.4.2.1. სამართლიანი ღირებულება (“FAIR VALUE”)

სამართლიანი ღირებულების დეფინიციას სხვადასხვა რეგულაცია ახდენს.<sup>1322</sup> შეძენის მეთოდის გაანალიზების სუბსტანციური ელემენტი მისი საბაზრო ღირებულების მიმდინარე მაჩვენებელია. სამართლიანი ღირებულების მიმდინარე მაჩვენებელისა და საზოგადოების საბალანსო დოკუმენტში არსებულ მონაცემთა სხვაობა, როგორც წესი, დადებითია.<sup>1323</sup> SFAS 157 დადგენილი სტანდარტის მიხედვით, „სამართლიანი ღირებულება“ ის ღირებულება, რომელიც ტრანზაქციის დროს ბაზრის მონაწილე სუბიექტების მიერ ქონების გაყიდვის ან ვალდებულების გადაცემის სანაცვლოდ უნდა იქნეს გადახდილი, სადაც ქონება თუ ვალდებულება გადაცემის დღეს ფასდება.<sup>1324</sup> მოდიფიცირებული დეფინიციის ლაიტმოტივი გასვლის (“*exit*”) ფასის დადგენაში მდგომარეობს. გასვლის ფასი ის ღირებულებაა, რომელსაც ბაზრის მონაწილე გამყიდველს კომპანიის, ქონების ან ინვესტიციის სანაცვლოდ უხდის.<sup>1325</sup> ბაზრის ცვალებადობისა და სამართლებრივი რეგულაციების მოდერნიზების პროცესი გასვლის ფასს მკვეთრ ფლუქტუაციურ ხასიათს ანიჭებს. მეტი სიცხადისათვის, კომპა-

<sup>1319</sup> *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 470.

<sup>1320</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4., 2010, P. 68.

<sup>1321</sup> *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 471.

<sup>1322</sup> აშშ-ში მის დეტერმინაციას ფასიანი ქაღალდების კომიტეტი, ერთი მხრივ, და, მეორე მხრივ, ფინანსური ანგარიშგების ოფიციალური სტანდარტების 157-ე წესი ( SFAS 157) აკეთებს.

<sup>1323</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4., 2010, P. 65, 67.

<sup>1324</sup> *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 473.

<sup>1325</sup> ამის საპირისპიროდ, არის “*entry*” ფასი, რომელიც შეძენის მიერ კონტროლის მოპოვებაში გადახდილ თანხას გულისხმობს. *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 473.

ნიის საბალანსო მონაცემებში დაფიქსირებული მაჩვენებლები საზოგადოების „გასაყიდ საბაზრო ღირებულებას“ არ ასახავს და ის, როგორც წესი, უფრო მაღალ ფასად იყიდება.<sup>1326</sup> ეს კი დამოკიდებულია ბაზარზე არსებულ მომთხოვნილობაზე. მაგალითად, თუ საზოგადოების მთლიანი ქონება მოცემული მომენტის საბალანსო მაჩვენებლით 2 მილიონი ლარის ღირებულების იქნება, ხოლო ბაზრის მონაწილეთა შორის მისი გაყიდვის შესაძლო მაჩვენებელი - 800 000 ლარით მეტი (თანხა, რითაც ის შეიძლება გაიყიდოს, ოღონდ არა როგორც ბიზნეს სუბიექტის აქტივი, არამედ როგორც ჩვეულებრივი აქტივი, ანუ აქტივი ფართო გაგებით), მაშინ კორპორაციის ქონების „fair value“ 2 800 000 ლარს შეადგენს. სწორედ ამ ფასზე ახდენს ბაზრის არამყარი „ხასიათი“ გავლენას. შესაბამისად, მისი ერთი მოცემულობის სტატიკური მაჩვენებელი არ არსებობს. სხვაგვარად, „სამართლიანი ღირებულება“ დინამიკურია, რომელიც გამუდმებით იცვლება ფასთა შორის დადებითი ან უარყოფითი სხვაობის პირდაპირპროპორციულად.<sup>1327</sup>

სამართლიანი ფასი არ არის სამართლიანი საბაზრო ღირებულების (fair market value) იდენტური. სამართლიანი საბაზრო ღირებულება ეკონომიკური კონცეფციის მატარებელია და ბაზარზე დამკვიდრებულ ფასთა ბალანსირებული თანაფარდობით გამოითვლება. მისგან განსხვავებით, „სამართლიანი ფასი“ კონკრეტული მოვლენის ინდივიდუალიზებული შეფასებაა, რომელიც სუბიექტის დარღვეული უფლების ან მატერიალური სიკეთის კომპენსაციის სუბიექტურ შეფასებას გულისხმობს. ის, რაც შეიძლება იყოს სამართლიანი საბაზრო ღირებულება, შესაძლოა, სუბიექტისთვის არ იყოს სუბიექტურ გარემოებათა შეფასების ადეკვატური და სამართლიანი. მათი კონტრასტი კორპორაციული კომბინაციის შედეგად წარმოშობილი ეფრაიზალის უფლების გამოყენებისას დისიდენტი აქციონერის გამოსასყიდ აქციათა სამართლიანი ფასის განსაზღვრის დროს გამოკვეთილ სახეს იძენს.<sup>1328</sup>

სამართლიანი ფასის განსაზღვრება აქციონერთა ეფრაიზალის კონცეფტუალურ იდენტობაში მოდის ორეტაპიანი შეძენის მეორე ეტაპზე მცირე აქციონერთა გაძევების (freeze-out) პროცესის მიმდინარეობისას, სადაც კორპორაციის „იძულებით“ დატოვების სანაცვლოდ აქციაში გადახდილი ფასი

<sup>1326</sup> „საბაზრო ფასის“ განსაზღვრის შესახებ უამრავი სასამართლო გადაწყვეტილება არსებობს. ზოგადად იხ. Radin, The Business Judgment Rule, 6<sup>th</sup> ed., Vol. II, 2009, P. 1584-1648.

<sup>1327</sup> ორიგინალი დეფინიცია აშშ-ის ფასიანი ქაღალდების კომიტეტის (SEC) მიერ იყო დადგენილი. მას, ასევე, განმარტავს GAAP. უკანასკნელი „სამართლიანი ღირებულებას“ განმარტავს იმ თანხობრივ მაჩვენებლად, რამდენადაც კონკრეტული ტრანზაქციის პოტენციურ მხარეებს შორის ქონება შეიძლება გაიყიდოს, მაგრამ არა ლიკვიდაციის საშუალებით („the fair value of an asset is the amount at which that asset could be bought or sold in a current transaction between willing parties, other than in a liquidation“). მოცემული დეფინიციები ერთმანეთთან, ფაქტობრივად, ურთიერთანხვედრაშია. იხ. [ [http://www.valuebasedmanagement.net/methods\\_fairvalue.html](http://www.valuebasedmanagement.net/methods_fairvalue.html) ] მოპოვების თარიღი: [03/09/2012].

<sup>1328</sup> Radin, The Business Judgment Rule, 6<sup>th</sup> ed., Vol. II, 2009, P. 1584-1605.



ითვლება „სამართლიანად“, თუ ის ბაზარზე არსებულ აქციის სამართლიან ღირებულებას აღემატება.<sup>1329, 1330</sup>



#### 3.4.4.2.2. „შეძენის მეთოდის“ გავლენა საწარმოს ფინანსურ მონაცემებზე<sup>1331</sup>

კორპორაციულ კომბინაციათა ფინანსური ანგარიშგების „შეძენის მეთოდით“ შედგენამ განაპირობა ტრანზაქციის შედეგად ფორმირებული კომბინირებული საბალანსო აღრიცხვის მონაცემებში არამატერიალური ქონებრივი სიკეთის კაპიტალიზაცია.<sup>1332</sup>

არსებობს გრძელვადიანი და მოკლევადიანი საინვესტიციო ქონება.<sup>1333</sup> მათი ხანგრძლივი ინვესტირებაუნარიანი ხასიათის განმსაზღვრელი ამორტიზირებადაქვემდებარებული ეკონომიკური ამპლიტუდაა. იმ დროს, როდესაც საწარმოს შესყიდვა ეკვაიერი კომპანიისთვის გრძელვადიან საინვესტიციო პერსპექტივას უკავშირდება, არსებითად მნიშვნელოვანი ხდება ქონების ღირებულების გაუფასურების საკითხი. გრძელვადიანი ინვესტიცია შესუსტებულია (*impaired*), თუ მისი „საბაზრო ღირებულება“ რეალურ ან საბალანსო ღირებულების ქვემოთ ჩამოვა. მსგავსი შემთხვევის დადგომისას, კორპორაციას მოეთხოვება ფინანსური ანგარიში მოამზადოს, რომელიც „სამართლიან ფასსა“ და მიმდინარე, რეალურ ღირებულებას შორის სხვაობას მოიცავს.<sup>1334</sup> ინვესტიციის გაუფასურება ან მისი ეკონომიკური აქტივობის შესუსტება შეიძლება მომხმარებელთა დაკარგვამ, ხელშეკრულებათა მოშლამ, ძირითადი პერსონალის წასვლამ, მოძველებული ტექნიკის არსებობამ, სასამართლო დავებმა, საპატენტო ლიცენზიის ვადის გასვლამ, საბაზრო გარემოს მერყეობამ ან დაგეგმილი შემოსავლების მიუღებლობამ გამოიწვიოს.<sup>1335</sup> ამ გარემოებათა გათვალისწინება ფინანსური ანგარიშგების სისტემური ანალიზის საფუძველზეა შესაძლებელი. ფინანსური ანგარიში ეხება ეკვაიერის მიერ სამიზნე საზოგადოების შეძენაში გადახდილი აკუმულირებული თანხებისა და მის სანაცვლოდ მიღებული

<sup>1329</sup> *Gevurtz, Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 772.

<sup>1330</sup> შეად. *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 464.

<sup>1331</sup> ფინანსური მონაცემების ქვეშ საწარმოს ქონებრივი მდგომარეობისა (*financial report*) და საბალანსო აღრიცხვის (*balance sheet*) შესახებ დოკუმენტები მოიაზრება.

<sup>1332</sup> *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 470-477.

<sup>1333</sup> long-term/short-term assets.

<sup>1334</sup> *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 474.

<sup>1335</sup> *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 474.

ქონებრივი სიკეთისა თუ ვალდებულების შესახებ კომბინირებული საბალანსო მონაცემთა შედგენას.

როგორც აღინიშნა, შეძენის მეთოდის მიხედვით, ღგება ერთიანი ბალანსი, სადაც ყველა ფაქტორი, მათ შორის გუდვილი და კაპიტალნამატი (*capital surplus*), გათვალისწინებულია. საზოგადოების ერთიანი ბალანსის შედგენა მოითხოვს ყველა არამატერიალური ქონებრივი სიკეთის კაპიტალიზაციას და მის საბალანსო მონაცემებში ჩვენებას.<sup>1336</sup> კორპორაციის საბალანსო მონაცემებმა ცვლილება ორი მიმართულებით შეიძლება განიცადოს. პირველი, არამატერიალური ქონებრივი სიკეთის, უპირატესად, გუდვილის, როგორც ნამატის კუთხით და მეორე, სამიზნე საზოგადოებისთვის გაცემული აქციის ღირებულების მხრივ, რომელიც ანაზღაურების ნომინალურ ღირებულებაზე მაღალია.

#### 3.4.4.2.2.1. „კაპიტალნამატი“

სამიზნე საზოგადოების შეძენის ანაზღაურების სახე ფული, ფასიანი ქაღალდი ან მათი ჰიბრიდული ვარიანტია.<sup>1337</sup> სამიზნე საზოგადოებისთვის შეძენის აქციური დაფინანსების დროს აქციათა ფასი მნიშვნელოვან როლს თანამშობს. აქციას ორგვარი ფასი აქვს: ნომინალური<sup>1338</sup> და საბაზრო. „ხელის გაწვდენის“<sup>1339</sup> ტრანზაქციის დროს, შესაძენი ქონების სანაცვლოდ გაცემული აქციის ღირებულების დადგენა მისი საბაზრო შეფასების საშუალებით ხდება. კორპორაციის მიერ ტრანზაქციის დასაფინანსებლად გამოშვებულ აქციათა ნომინალურ და გამყიდველისთვის გადახდილ საბაზრო ღირებულებას შორის სხვაობა ნომინალზე მაღალი კაპიტალ გადახდა ანუ კაპიტალ ნამატი, რომელიც აისახება საზოგადოების პოსტტრანზაქციულ საბალანსო მონაცემებში.<sup>1340</sup>

ზოგადად, „ნამატი“ საზოგადოების საბალანსო მონაცემებში საწესდებო კაპიტალსა და წმინდა ქონებრივ ღირებულებას შორის სხვაობას აჩვენებს. ნამატი ღირებულება წარმოიშობა გამომუშავებული შემოსავლებიდან ან სხვა ფინანსური წყაროებიდან და კლასიფიცირდება ოთხ კატეგორიად: გამომუშავე-

<sup>1336</sup> კაპიტალიზაცია ნიშნავს შეძენილი იდენტიფიცირებადი (მაგრამ არა იდენტიფიცირებული) არამატერიალური ქონებრივი სიკეთის ღირებულებით შეფასებას და მათ საბალანსო მონაცემებში ასახვას. იხ. *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 476.

<sup>1337</sup> *Frensch, The Social Side of Mergers and Acquisitions*, 2007, P. 126.

<sup>1338</sup> არსებობს ნომინალის არმქონე ფასიანი ქაღალდები, თუმცა, მათი გამოყენება ტრანზაქციათა დაფინანსებისთვის, როგორც წესი, არ ხდება.

<sup>1339</sup> *Arm's-length transaction*. ეს არის ისეთი მოლაპარაკებას დაქვემდებარებული ტრანზაქცია, რომელში მონაწილე სუბიექტებს (მენეჯმენტს, აქციონერებს, მოსამსახურეებს) პირადი დაინტერესება ამ ტრანზაქციის შედეგების მიმართ არ აქვთ. იხ. *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 907-908.

<sup>1340</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4., 2010, P. 65.



ბული ნამატი, გადახდილი ან კონტრიბუციული ნამატი, ფიქსირებული ქონების რეკლავაციით (ღირებულების გადაფასებით) მიღებული ნამატი და რედუქციული ნამატი, რომელიც გაწერილი კაპიტალის შემცირების შედეგად წარმოიშობა.<sup>1341</sup> ნამატის ბოლო სამი სახე „კაპიტალნამატს“ წარმოადგენს; განსხვავებით პირველისგან. გამომუშავებული ნამატი კორპორაციის მოგებისა და შემოსავლის აკუმულირებას უკავშირდება და არის ნამატის სახეობა, რომელიც წმინდა შემოსავლებს, სარგებელსა და მოგებას წარმოადგენს, რომელიც არ განაწილებულა დივიდენდის სახით, მაგრამ საგადასახადო გამოქვითვები ჩამოჭრილია და არ ირიცხება სააქციო კაპიტალში.<sup>1342</sup> ნამატის კლასობრივი ჩამონათვალიდან, შეძენა შერწყმის შედეგად, წარმოიშობა კაპიტალნამატი, რომელიც საბალანსო მონაცემებში უნდა აისახოს. შეძენის მეთოდი მისი ფინანსური ანგარიშგების ნუსხაში წარმოჩენას უზრუნველყოფს.

შემთხვევის ჰიპოტეტურ მონაცემებზე დაყრდნობით განხილვა მოვლენის ნათელ პანორამას შექმნის.

მაგალითად, A (ეკვაიერი) საზოგადოება B (სამიზნე) საზოგადოების ქონებისა და ვალდებულებების სანაცვლოდ აძლევს ეკვაიერ კომპანიაში 60 000 აქციას, რომლის ნომინალური ღირებულება 10 ლარია, ხოლო საბაზრო ღირებულება 35. A საზოგადოებას, შეძენამდე 500 000 აქცია ანუ 5 მილიონის სააქციო კაპიტალი (*stated capital*) აქვს. ტრანზაქციის დასაფინანსებლად გამოშვებული 60 000 აქციით A-ს ჩვეულებრივ აქციათა რაოდენობა იზრდება და ხდება 560 000. B კომპანიისთვის მთლიანი შეძენის განსახორციელებლად საჭიროა A-ს 60 000 აქციის მის ქონებაში გადაცვლა. შერწყმის ეტაპზე A-ს აქცია საბაზრო ღირებულების კურსით გაიცვლება. შედეგად, A-ს პოსტტრანზაქციულ საბალანსო მონაცემში ორი ცვლილება განხორციელდება, როგორც ტრანზაქციიდან გამომდინარე შედეგი. პირველი, A-ს სააქციო კაპიტალი გაიზრდება 600 000 ლარით, რადგან ის უშვებს 60 000 აქციას 10 ლარის ნომინალით და ხდება 5 600 000. მეორე, B-ს ქონებაში ხდება 60 000 აქციის საბაზრო ღირებულების გადახდა, რომელიც 2 100 000 ლარს უდრის ( $60\,000 \times 35$ ). აქედან გამომდინარე, ტრანზაქციაში A კომპანიის მიერ ნომინალზე მეტი გადახდა სააქციო კაპიტალის ნამეტ გადახდას ნიშნავს და ის ტოლია 1.5 მილიონის ( $2.1 - 0.6 = 1.5$ ). აქციის ნომინალზე მეტ გადახდას კაპიტალნამატი ეწოდება, რომელიც A-ს საბალანსო მონაცემებში ტრანზაქციის გავლენით გამოწვეულ ცვლილებას მიეკუთვნება. შესაბამისად, შეძენის შემდგომ, A კომპანიის საბალანსო საერთო ქონებრივი მაჩვენებელი, მხოლოდ ანაზღაურების სისტემური მიდგომის შედეგად, 2.1 მილიონი ლარით გაიზრდება. ეს ტრანზაქციის წარმატებულობის

<sup>1341</sup> არსებობს მეხუთე კატეგორია, ე.წ. შემოწირული ნამატი (*donated surplus*), რომელიც უკავშირდება ისეთ საგამონაკლისო შემთხვევას, როგორიც აქციების კორპორაციისთვის დაბრუნებაა. იხ. *Henn, Cases and Materials on Corporations*, 1974, P. 821.

<sup>1342</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 3, 2010, P.468-472.

უპირველესი მაჩვენებელია, რადგან მისი დადების უპირველესი ეკონომიკური პერსპექტივა რეალიზდება: ორივე საზოგადოების განცალკევებული შეფასების ჯამი ნაკლებია შეძენა/შერწყმის შედეგად ფორმირებული საწარმოს საბალანსო მონაცემების ჯამზე.<sup>1343</sup> შესაბამისად, ტრანზაქცია მომგებიანად ანუ „შემდგარ გარიგებად“ ჩაითვლება.<sup>1344</sup>

### 3.4.4.2.2.2. გუდვილი

კორპორაციის შეძენის შედეგად ჩამოყალიბებული კომბინირებული საბალანსო აღრიცხვის შეცვლის მეორე მნიშვნელოვან სეგმენტს არამატერიალური ქონებრივი სიკეთე, გუდვილი წარმოადგენს. ფინანსური ანგარიშგების მიზნებისთვის, რომელიც პირდაპირ კავშირშია გუდვილის განსაზღვრის მონაცემებთან, აუცილებელია შეძენის ფასის მის პრეკონდიციად განმარტება.

სამიზნე კომპანიისთვის გადახდილი შეძენის ფასი (შფ) არის მთლიანი შეძენილი იდენტიფიცირებადი მატერიალური და არამატერიალური ქონებრივი სიკეთის საბაზრო ღირებულებისა (სლმქ) და აღებული ვალდებულებების სხვაობას (სლმვ) დამატებული გუდვილი (სლგვ). შფ-სა და სლმვ-ს შორის სხვაობა წმინდა ქონებრივი ღირებულების ტოლია.<sup>1345</sup> წმინდა ქონებრივი ღირებულება კომპანიის ღირებულების დადგენის მეთოდსაც წარმოადგენს, რომელიც რამდენიმე ასპექტს მოიცავს. მათ შორის ძირითადია სამეწარმეო საქმიანობის, როგორც “going concern“-ის შეფასება. ბიზნესის შეფასება წმინდა ქონებრივი ღირებულების მეთოდით არის სავარაუდო ფასი, რომელიც კომპანიის ქონებას მისი დუბლირების შემთხვევაში ექნება. სხვაგვარად, ეს არის ღირებულება, რომელსაც მსგავსი ქონებრივი სიკეთის შეძენის შემთხვევაში შესაფასებელი კომპანია გადაიხდიდა.<sup>1346</sup> ამასთან, ღირებულება მოიცავს კომპანიის სახელწოდებას, მოსამსახურეთა დაქირავებასა და ტრენინგებს, კომპანიის საპროდუქტო ხაზის განვითარებას, ახალი ბრენდების შექმნას, ახალ მომხმარებელთა მოზიდვას და არსებულის შენაჩუნების ბაზას და სხვა.<sup>1347</sup> აღნიშნული ელემენტები “going concern“-ის კონცეფციის შემადგენელი ნიუანსებია. “going concern“-ის ღირებულების სხვა ასპექტიდან უმნიშვნელოვანესია გუდვილი და მისი გამოან-

<sup>1343</sup> პოსტტრანზაქციული საბალანსო მონაცემების სქემატური ანალიზი, იხ. *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 478.

<sup>1344</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4., 2010, P. 67-68.

<sup>1345</sup> *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 474.

<sup>1346</sup> გუდვილის ეკონომიკურ გამოთვლასთან დაკავშირებით, იხ. *Schanz, D., Schanz, S., Business Taxation and Financial Decition*, 2011, P. 315-320.

<sup>1347</sup> *Haas, Corporate Finance*, 2011, P. 125.



გარიშების კონცეფცია.<sup>1348</sup>

გუდვილი აისახება სამეწარმეო საქმიანობის ღირებულებაზე *“going concern”*-ის სტრატეგიაზე, რომელიც წარმოიშობა კორპორაციული შიშის შეძენის ტრანზაქციის შედეგად. ის წარმოადგენს სამიზნე საზოგადოების *“going concern”* ღირებულებას, რამდენადაც შემძენი კომპანია სამიზნე საზოგადოების ქონებაში იხდის მის მიმდინარე ღირებულებას, რომელიც შეძენილი ქონების ნამდვილ ღირებულებაზე დაბალი უნდა იყოს. ამ შემთხვევაში საკითხი „დადებით“ გუდვილს ეხება.<sup>1349</sup> „შეძენის მეთოდის“ არსი მდგომარეობს გამოთვლილი გუდვილის ღირებულების საბალანსო მონაცემებში ასახვაში.<sup>1350</sup> ფინანსურ მონაცემებში ნებისმიერი ცვლილება, ფინანსური ანგარიშგების შესახებ წესების სავალდებულო მოთხოვნის თანახმად,<sup>1351</sup> დაუყოვნებლივ უნდა აისახოს<sup>1352</sup>. გუდვილი კი არის ის არამატერიალური სიკეთე, რომელიც სამიზნე საზოგადოების შეძენას ზუსტი ეკონომიკური გათვლის შედეგად მოსდევს და განმაპირობებელი ფაქტორია საბალანსო მონაცემებში ცვლილებების განხორ-

<sup>1348</sup> Haas, Corporate Finance, 2011, P. 126-127.

<sup>1349</sup> „დადებითი გუდვილია“ სახეზე, როდესაც სამიზნე საზოგადოების შეძენის ღირებულება აღემატება წმინდა ქონებრივ ღირებულებას. მაგალითად, თუ კომპანიის შეძენის ფასი არის 80 000 ლარი, რომელიც მიღებულია მთლიანი ქონებრივი სიკეთის საბაზრო ღირებულებას (100 000) გამოკლებული მთლიანი ვალდებულებების საბაზრო ღირებულება (40 000) და ამ სხვაობას დამატებული გუდვილი (20 000) ( $100\ 000 - 40\ 000 + 20\ 000 = 80\ 000$ ), მაშინ წმინდა ქონებრივი ღირებულება იქნება ( $100\ 000 - 40\ 000 = 60\ 000$ ). წმინდა ქონებრივი ღირებულება ნაკლებია შეძენის ფასზე. შესაბამისად, სახეზეა „დადებითი“ გუდვილი. „უარყოფითი“ გუდვილის შემთხვევა „დადებითი“ გუდვილის შედეგის შებრუნებული ვარიანტია, ანუ შეძენის ფასი ნაკლებია ტრანზაქციის შედეგად ფორმირებულ წმინდა ქონებრივ ღირებულებაზე. „უარყოფითი გუდვილის“ მიღება ხდება მაშინ, როდესაც კორპორაციულ კომბინაციაში მონაწილე სუბიექტთა შორის შესასყიდი ქონების ღირებულებაზე მოლპარაკებით ხდება შეთანხმება და ეკვაირი კომპანია იღებს ფასდაკლებას. ფასდაკლება არის საბაზრო ღირებულებაზე ნაკლებ ფასად სამიზნე საზოგადოების გაყიდვა, რაც განაპირობებს ზემოაღნიშნულ შედეგს – უარყოფით გუდვილს (ანუ გუდვილის ზარალს). იხ. *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 472, 474-475. თუ მსგავსი შემთხვევა დადგება (უარყოფითი გუდვილი), მაშინ გუდვილის ზარალი უნდა შეფასდეს. *FASB 142* იმპერატიული მოთხოვნაა, რომ მოხდეს გუდვილისა და სხვა ქონებრივი სიკეთის, რომელიც საბალანსო მონაცემებში აისახება, ყოველწლიური შეფასება, რათა დადგინდეს მოხდა თუ არა კომპანიის „არსებული (საბალანსო) ღირებულების“ (ე.წ. *carrying value* არის კომპანიის შეფასების საზომი, რომელიც დაფუძნებული საბალანსო მონაცემებზე. იხ. [ <http://www.investopedia.com/terms/c/carryingvalue.asp#axzz25QT6xDXI> ] მოპოვების თარიღი: 03/09/2012) გაუარესება. თუ გუდვილი გაუარესდა, მაშინ მისი ამორტიზირება ზარჯებში უნდა იქნეს გათვალისწინებული. იხ. *Haas, Corporate Finance*, 2011, P. 127-134; გუდვილის შესუსტების/გაუარესების შეფასების პროცესისთვის, იხ. *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4., 2010, P. 66.

<sup>1350</sup> *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 260-261.

<sup>1351</sup> *Hazen, The Law of Securities Regulation*, 6<sup>th</sup> ed., 2009, P. 510-515.

<sup>1352</sup> *Haas, Corporate Finance*, 2011, P. 126.

ციელებისა.<sup>1353</sup> გუდვილის გამოთვლა, თავის მხრივ, უმნიშვნელოვანესი *ex ante* ქმედებაა, რომლითაც საზოგადოების პოსტტრანზაქციული ბალანსის *de lege ferenda* პანორამას პრეტრანზაქციულ ეტაპზე ხელმისაწვდომს ხდის.

უმარტივესი განმარტებით, გუდვილი არის შეძენი კომპანიის მიერ სამიზნე კორპორაციის ქონებაში გადახდილ და ამ ქონების საბაზრო ღირებულებას შორის სხვაობა.<sup>1354, 1355</sup> გუდვილის გამოთვლა ჰიპოთეტური მონაცემების შემოვლით მარტივად აღქმად სქემად აქცევს მას.

მაგალითად, A კომპანიამ უნდა შეისყიდოს B კომპანიის, რომელსაც 1 მილიონი გაცემული აქცია აქვს. A თითო აქციაში იხდის 50 ლარს, ჯამში – 50 მილიონს. სამიზნე საზოგადოების მთლიანი (წმინდა) ქონებრივი საბაზრო ღირებულება 42 მილიონია. შედეგად, გუდვილი იქნება  $(50 - 42 = 8)$  8 მილიონი, რომელიც A კომპანიამ B კომპანიის აქციებში გადაიხადა.<sup>1356</sup> პოსტტრანზაქციულ ეტაპზე, A კომპანიის საბალანსო მონაცემებში შევა მეორე მნიშვნელოვანი ცვლილება და ის გაიზრდება გუდვილის ღირებულებით. გუდვილის ღირებულების გამოთვლისა და მისი კაპიტალიზაციის სამართლებრივ-ეკონომიკურ ბერკეტს შეფასების „შეძენის მეთოდი“ წარმოადგენს. შეძენის მეთოდი პოსტტრანზაქციული კორპორაციის საბალანსო მონაცემების, ტრანზაქციის ღირებულებისა და არამატერიალური ქონებრივი სიკეთის ბალანსში დაფიქსირების აპრობირებული მეთოდია. ზოგადად, შეძენის მეთოდით გამოთვლილი და მიღებული კორპორაციულ კომბინაციათა ფინანსური ანგარიშგება კომპანიის ღირებულების დადგენის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან სეგმენტს წარმოადგენს. კომპანიის ღირებულების გამოთვლა სააქციო საზოგადოების შეძენა/შერწყმის ბაზისზე რესტრუქტურისაციის დაგეგმარებისა და შედეგთა სარგებლიანობის განსაზღვრის ერთ-ერთი მთავარი ფაქტორ-პოსტულატია.

#### 3.4.4.3. შეძენის ღაფინანსების საშუალებები: ფული თუ აქცია?!

შეძენის ტრანზაქციის შესრულების ფინანსურ ასპექტთა შორის დაფინანსების ანუ ანაზღაურების სახის განსაზღვრა კომბინაციის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი მხარეა.<sup>1357</sup> ტრანზაქციის ღირებულების გადახდის სახეობის

<sup>1353</sup> Oesterle, Mergers and Acquisitions, 2006, P. 183.

<sup>1354</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4., 2010, P. 66.

<sup>1355</sup> Ferris, Drake, Accounting and Tax factors in Mergers and Acquisitions, 2008, P. 166-169.

<sup>1356</sup> Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 475; Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4., 2010, P. 66; Haas, Corporate Finance, 2011, P. 126-127.

<sup>1357</sup> ანაზღაურების სახე გავლენას ახდენს ტრანზაქციის შესრულების ტიპზე. გადახდის საშუალებად ფულის არჩევის შემთხვევაში, შეძენს შეუძლია ერთი ან ორეტაპიანი შეძენის



დაგეგმარება შედეგებზე ზეგავლენის მოხდენის შესაძლებლობით კვლევის ობიექტივში ექცევა. გადახდის საშუალებათა შერჩევაში ტრანზაქციის ორივე მხარე აქტიურად მონაწილეობს. შემსყიდველი მხარის უპირველესი მოთხოვნა შეაფასოს საკუთარი აქციების არსებული და პოტენციური (სინერგიის წარმოშობი) ღირებულება და სამიზნე საზოგადოების ღირებულებასთან თანაფარდობით გადახდის ადეკვატურ საშუალებაზე შეაჩეროს არჩევანი. თავის მხრივ, გამყიდველი კორპორაცია განსაზღვრავს საკუთარ საბაზრო ღირებულებას და შეთავაზებულ ფასთან თანაფარდობით გაყიდვის მისთვის მისაღებ მექანიზმს ღებულობს.<sup>1358</sup>

ანაზღაურების საშუალებათა განხილვის განვრცობა ორ მთავარ კითხვაზე პასუხს საჭიროებს: როგორ უნდა იქნეს გადახდილი და როდის უნდა იქნეს გადახდილი. შემძენი კომპანიის მხრიდან სამიზნე საზოგადოების ანაზღაურების ტიპური საშუალებებია ფულის პირდაპირი გადახდა; ფულის სამომავლო გადახდა (გადახდის გადავადება, სესხი); ეკვაიერი კომპანიის აქციებით ანაზღაურება; მექანიზირებული ინსტრუმენტებით (კონვერტირებადი სესხი, პრივილეგირებული აქციები).<sup>1359</sup> კომპენსაციის სახე შესაძლებელია იყოს ფიქსირებული ან ცვალებადი, რაც ცალმხრივად დამოკიდებულია მხარეთა შეთანხმებაზე. ასევე, ანაზღაურების საშუალებათა კონკრეტული სახის ან შერეული ვარიანტის წარმოებაა შესაძლებელი.<sup>1360</sup>

კომპენსაციის სახეთა შორის დომინირებული მდგომარეობა ფულს, აქციას და მათ კომბინირებულ ვარიანტს უკავია.<sup>1361</sup> საშუალებათა შერჩევა კონკრეტული კომბინაციის მონაწილე მხარეთა მიერ შეძენის შეთანხმებით მიიღწევა, რომელიც რამდენიმე ფაქტორსა და გარემოებაზეა დამოკიდებული. გადახდის საშუალების არჩევა ტრანზაქციაში მონაწილე ორივე მხარის პერსპექტივაზეა დამოკიდებული. პერსპექტივათა ანალიზი მენეჯერთა და ინვესტორთა შორის არსებული ინფორმაციის ასიმეტრიულობაზეა დამყარებული.<sup>1362</sup> თუ ეკვაი-

---

განხორციელება, განსხვავებით აქციით კომპენსირებისგან, როდესაც შესაძლებელია ერთ ან ორეტაპიანი შერწყმის ფორმით კომბინაციის ფორმულირება. იხ. ABA, *Mergers and Acquisitions Committee, Model Merger Agreement for the Acquisition of A Public Company*, 2011, P. XVI-XVIII.

<sup>1358</sup> Vishwanath, Krishnamurti, *Design of Consideration in Acquisitions: Cash and Stock Offers*, 2008, P. 158.

<sup>1359</sup> Mantysaari, *The Law of Corporate Finance: General Principles and Eu Law*, vol. III, 2010, P. 479.

<sup>1360</sup> Depamphilis, *Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 422.

<sup>1361</sup> 1980-2006 წლებში დადებულ ტრანზაქციათა 45%-ში ანაზღაურების სახეს ფული წარმოადგენდა, აქციებით ანაზღაურება ხვედრით წილს – 30%, ხოლო მათი კომბინირებული ვარიანტით მხოლოდ 25% დაფინანსდა. იხ. Depamphilis, *Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 421.

<sup>1362</sup> Klein, Coffee, *Business Organization and Finance*, 10<sup>th</sup> ed., 2007, P. 380-382.



ერი საწარმოს მენეჯმენტმა იცის, რომ მისი აქციის საბაზრო ღირებულება გადაფასებულია (*overvalued*),<sup>1363</sup> მაშინ, შემძენის პერსპექტივიდან, სასურველია გადახდის საშუალებად აქცია იქნეს შეთავაზებული.<sup>1364</sup> აქციების შეთავაზება ორი სახის მეთოდურ მიდგომას შეიცავს: ფიქსირებული აქციით ან ფიქსირებული ღირებულებით.<sup>1365</sup>

ფიქსირებული აქციების შეთავაზების შემთხვევაში, კომპენსაციისთვის გადასახდელ აქციათა რაოდენობა განსაზღვრულია, მაგრამ მისი ღირებულება მერყევია ეკვაირი საწარმოს აქციის საბაზრო ღირებულების ფლუქტუაციასთან ერთად. ღირებულების ცვალებადობა მოსალოდნელია აქციების გადახდის საშუალებად შეთავაზებისა და ტრანზაქციის დახურვის ინტერვალში. სხვა სიტყვებით, სამიზნე საზოგადოების აქციონერები განიცდიან ზარალს, თუ ტრანზაქციის დასრულებამდე შემძენი კორპორაციის აქციათა ფასი დაეცემა. გადახდის საშუალებად აქციის არჩევისას რისკავს სამიზნე საზოგადოების აქციონერი, რადგან აქციის ფასის ვარდნა გამყიდველის რისკზეა.<sup>1366</sup> ამასთან, წილობრივი მაჩვენებელი აქციის ფასის ცვალებადობით არ იცვლება.<sup>1367</sup>

ფიქსირებული ღირებულების შემთხვევაში, სამიზნე საზოგადოების აქციონერთათვის გადასაცემ აქციათა რაოდენობის განსაზღვრა არ ხდება ტრანზაქციის დახურვის ეტაპამდე. აქციათა ფასი დამოკიდებულია ტრანზაქციის დასრულების დღეს მის საბაზრო ღირებულებაზე. მაგალითად, აქციით გადახდის შეთავაზების განხორციელების ეტაპზე შემძენი კომპანიის აქცია ღირდა 75 ლარი, ხოლო ტრანზაქციის ღირებულება 2 მილიონი ლარია. შემძენის ტრანზაქციის დახურვის დღეს აღნიშნული კურსის შენარჩუნების შემთხვევაში, ეკვაირი გაცემს 26.6 მილიონ აქციას. მაგრამ, თუ ტრანზაქციის დახურვის დღისთვის შემძენი საზოგადოების აქციის საბაზრო ღირებულება შემცირდება 10 ლარით და 65 ლარს შეადგენს, მაშინ ტრანზაქციის დასაფინანსებლად ეკვაირ კორპორაციას მოუწევს 33.33 მილიონი აქციის გადაცემა. ფიქსირებული ღირებულების დროს, შემძენი საზოგადოების საკუთრების წილობრივი სტრუქტურის შეცვლის მაღალი ალბათობა არსებობს.<sup>1368</sup>

შემსყიდველი კომპანიის მეორე პერსპექტივა მისთვის არასასურველი შედეგების მომტანია. კერძოდ, თუ ეკვაირი საწარმოს აქციები იმაზე ნაკლებად

<sup>1363</sup> *Rhoders-Kropf, Viswanathan, Market Valuation and Merger Waves, J Fin 59, 2004, P. 2685-2718.*

<sup>1364</sup> *Frensch, The Social Side of Mergers and Acquisitions, 2007, P. 99.*

<sup>1365</sup> *Vishwanath, Krishnamurti, Design of Consideration in Acquisitions: Cash and Stock Offers, 2008, P. 146.*

<sup>1366</sup> *Vishwanath, Krishnamurti, Design of Consideration in Acquisitions: Cash and Stock Offers, 2008, P. 157.*

<sup>1367</sup> *Vishwanath, Krishnamurti, Design of Consideration in Acquisitions: Cash and Stock Offers, 2008, P. 147.*

<sup>1368</sup> *Mantysaari, The Law of Corporate Finance: General Principles and Eu Law, vol. III, 2010, P. 480.*



არის შეფასებული ვიდრე მისი პოტენციური საბაზრო ღირებულებაა, ტრანზაქციაში გადახდის სახედ აქციების განსაზღვრა მიმართებული საზოგადოებისთვის უარყოფითი შედეგების გამომწვევი იქნება, რადგან სამიზნე საზოგადოების აქციონერები მაღალი სინერგიზმის კოეფიციენტის მესაკუთრები გახდებიან.<sup>1369</sup> ამიტომ, ასეთი ტიპის გადახდის საშუალება ყოველთვის კომპლექსურობით გამოირჩევა.<sup>1370</sup> მაგრამ მისი არჩევა ისეთი დადებითი მოტივითაც ხასიათდება, როგორიც ტრანზაქციის საგადასახადო ვალდებულებებისგან გათავისუფლებაა.<sup>1371</sup>

გადახდის ალტერნატიული და ყველაზე გავრცელებული საშუალება ნაღდი ფულია. მისი განსაზღვრა სამიზნე საზოგადოების პერსპექტივიდან სხვადასხვა გარემოებით აიხსნება. ფულის მაღალი ლიკვიდური ხასიათი შეძენილ საზოგადოებას ან მის აქციონერებს მისი დაუყოვნებლივ რეალიზების ან ახალი ინვესტიციის განხორციელების საშუალებას აძლევს.<sup>1372</sup> შემძენი საზოგადოებიდან ფულადი სახსრების გადინება მისთვის შესაძლო არასასურველ შედეგებს უკავშირდება, თუ ნაღდი ფულის მოსაზიდად და ტრანზაქციის დასაფინანსებლად მას სესხის აღება, ახალი აქციების გაცემა ან სასესხო ფასიანი ქაღალდების გამოშვება დასჭირდება.<sup>1373</sup>

პარალელურად, ფულით ანგარიშწორება საგადასახადო ასპექტების ამოქმედებას იწვევს.<sup>1374</sup> წილობრივი და ქონებრივი შეძენა ფულის საშუალებით სამიზნე საზოგადოებისთვის საგადასახადო დაბეგვრის ობიექტს წარმოადგენს, რადგან კორპორაცია ან მისი აქციონერები რეორგანიზაციის სქემატურ განზომილებაში არ თავსდებიან წმინდა შემოსავლის მიღების გამო.<sup>1375</sup> მისი მთავარი უპირატესობა, ეკვაიერი კომპანიის პერსპექტივიდან, რთული სასესხო დაფინანსების პროცედურებისგან თავის არიდება, სხვა კორპორაციის აქციონერებთან კონტროლის განაწილებისგან (შემცირებისგან) თავდაცვა,<sup>1376</sup> ტრანზაქციის აქციებით დაფინანსებისთვის ახალი აქციების გამოშვების ხარჯზე არსებულ აქციონერთა, ზოგადად კი, საზოგადოების აქციათა ღირებულების შემცირებისთვის გვერდის ავლაში მდგომარეობს.<sup>1377</sup> გადახდის საშუალებად ფულის არჩევის

<sup>1369</sup> Frensch, *The Social Side of Mergers and Acquisitions*, 2007, P. 100.

<sup>1370</sup> Bainbridge, *Mergers and Acquisitions*, New York, 2003, P. 175-177.

<sup>1371</sup> Ginsburg, Levin, *Mergers, Acquisitions, and Buyouts*, Vol. 2, 2003, chap. 6, P. 16.

<sup>1372</sup> Mantysaari, *The Law of Corporate Finance: General Principles and Eu Law*, vol. III, 2010, P. 479.

<sup>1373</sup> McLaney, *Business Finance*, 6<sup>th</sup> ed., Harlow, 2003, P. 381.

<sup>1374</sup> Ginsburg, Levin, *Mergers, Acquisitions, and Buyouts, A Transactional Analysis of the Governing Tax, Legal and Accounting Considerations*, Vol. 1, 2003, chap. 2, P. 9-15.

<sup>1375</sup> Vishwanath, Krishnamurti, *Design of Consideration in Acquisitions: Cash and Stock Offers*, 2008, P. 150.

<sup>1376</sup> Betton, Eckbo, Thorburn, *Corporate Takeovers*, in: *Empirical Corporate Finance*, (edit. Eckbo), 2008, chap. 15.

<sup>1377</sup> Depamphilis, *Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5<sup>th</sup> ed.,

კიდევ ერთი დადებითი მხარე შემძენი კომპანიის არასტაბილური საბაზრო მდგომარეობაა.<sup>1378</sup> შესაბამისად, შერწყმით შეძენის დროს, სამიზნე საზოგადოების აქციონერთა ეკვაიერი კომპანიის სამომავლო წარმატებულობის მიმართ არსებული სექპტიციზმი, ფულადი კომპენსაციისთვის უპირატესობის მინიჭების დამატებითი ფაქტორია.<sup>1379</sup>

რაც შეეხება გადახდის დროსა და ფასს, ის, როგორც წესი, მხარეთა შორის მოლაპარაკებების ეტაპზე ფორმირდება. შესაძლებელია გადახდის დროდ ტრანზაქციის დახურვის დღე ან ტრანზაქციის დახურვიდან ნებისმიერი თარიღი ან პირობადებულად განისაზღვროს.<sup>1380</sup> სუბსტანციური მნიშვნელობის არის ფასზე შეთანხმება. ფასის დადგენა ტრანზაქციის დახურვის დღეს ხორციელდება. ეს ორი მთავარი გარემოებით არის განპირობებული.

პირველი, მხარეთა შორის შეძენის ხელშეკრულებაზე ხელმოწერიდან ტრანზაქციის დახურვამდე დროის ინტერვალი საკმაოდ დიდია. დროის ხანგრძლივობა სამიზნე საზოგადოების ღირებულების ცვალებადობაზე აისახება. შესაბამისად, ხელმოწერისას დადგენილი თანხა ტრანზაქციის დახურვის ეტაპზე<sup>1381</sup> ვადამოსული გადახდის ტოლი აღარ იქნება. თუ სამიზნე საზოგადოებამ გარკვეული ზარალი განიცადა, მისი შედეგები შემძენ კომპანიას შეერაცხება. ამიტომ, მხარეები შეთანხმებაზე ხელმოწერისას კონსერვს აღწევენ შემდეგ დებულებაზე: თუ შეთანხმებიდან გადახდამდე რაიმე ცვლილებას, დადებითს ან უარყოფითს განიცდის სამიზნე ან ეკვაიერი საზოგადოება,<sup>1382</sup> მაშინ მხარეები ტრანზაქციის დახურვის დღეს (ანუ შეთანხმებულ პირობათა შესრულების დღეს, როდესაც მხარეები შეთანხმებულ ფულსა თუ ქონებას გადასცემენ ერთმანეთს)<sup>1383</sup> სხვაობის გათვალისწინებით, პასუხისმგებელნი იქნებიან ადეკვატური ფასის გადახდაზე, ანუ იმის პროპორციულ გადახდაზე, რაც შეთანხმებაში განისაზღვრა.<sup>1384</sup>

2010, P. 421-422.

<sup>1378</sup> შემძენი საზოგადოების არასტაბილური მდგომარეობის არსებობის შემთხვევაში, სამიზნე აქციონერთათვის გადახდის მისაღებად საშუალებას, ფულის ალტერნატივად, ობლიგაცია დგას. ამას განაპირობებს სასესხო ფასიანი ქაღალდის სამართლებრივი ბუნება, რომლის მიხედვითაც, კომპანიის გაკოტრების ან ლიკვიდაციის ეტაპზე, ისინი მოთხოვნის ბოლო „რიგში“ (ე.წ. *residual claim*) არ აღმოჩნდებიან და უფლებამოსილნი იქნებიან აქციონერებზე წინ დაიკაფოფილონ თავიანთი მოთხოვნა. იხ. *McLaney, Business Finance*, 6<sup>th</sup> ed., Harlow, 2003, P. 382-384.

<sup>1379</sup> *Mantysaari*, *The Law of Corporate Finance: General Principles and Eu Law*, vol. III, 2010, P. 480.

<sup>1380</sup> *Mantysaari*, *The Law of Corporate Finance: General Principles and Eu Law*, vol. III, 2010, P. 481.

<sup>1381</sup> *ABA*, *The M&A Process, A practical Guide for the Business Lawyer*, 2005, P. 279-298.

<sup>1382</sup> *Depamphilis*, *Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 424-425.

<sup>1383</sup> *Swartz, Lee*, *The Corporate, Securities, and M&A Lawyer's Job*, 2007, P. 55; *Depamphilis*, *Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 187-192.

<sup>1384</sup> *Goldberg*, *Acquisition Agreements from a Business Perspective*, in: *PLI, Doing Deals 2008: Understanding the Nuts & Bolts of Transactional Practice*, Corporate Law and Practice Course



მეორე, მხარეებს შეუძლიათ ხელშეკრულებაში შესყიდვის ფასის კელი შეუვსებელი დატოვონ, მაგრამ შეთანხმების ერთ-ერთ დებულებად განსაზღვრონ შეძენის ფასის გამოთვლის მექანიზმები და დრო. ფასის გამომწვევების თარიღი, რეკომენდირებულია იყოს ტრანზაქციის დახურვის დღე. ეს განპირობებულია შეთანხმებიდან ტრანზაქციის დახურვამდე არსებული ინტერვალითა და შესასრულებელ ქმედებათა სიმრავლით. არსებულ დროის ინტერვალში შეძენის ფასის გამოთვლის ისეთი ფუნდამენტური მონაცემები დგება, როგორიც საზოგადოების საბალანსო მაჩვენებლები ან მისი ეკონომიკურ-სამართლებრივი მდგომარეობაა, ე.ი. მხარეები ელოდებიან “due diligence“-ის (DD) შედეგებს, რის საფუძველზეც, ტრანზაქციის დახურვის დღეს დააფიქსირებენ შეძენის საბოლოო, კონსტრუქტირებულ ფასს.<sup>1385</sup>

ლოგიკურია, რომ “due diligence“ კორპორაციულ კომბინაციათა განხორციელების, ღირებულებაზე შეთანხმების, სინერგიზმის მაჩვენებლის გამოთვლის, კორპორაციული მართვისა თუ კორპორაციის სამეწარმეო მიმართულებათა განვითარებულობის შესახებ ინფორმაციის მოპოვებისა და ინფორმირებული გადაწყვეტილების მიღების წინაპირობაა. მისი კომპეტენტური განხორციელება ტრანზაქციის წარმატებულობის საზომი ერთეულია.

### 3.4.5. M&A-ის პროცესუალური შემსრულებლის პრინციპობრივი მეთოდი: “DUE DILIGENCE“

#### 3.4.5.1. „Due Diligence“-ის არსი

ეკონომიკური გლობალიზაციის პირობებში, მსხვილი კორპორაციული ერთეულებისთვის სულ უფრო მნიშვნელოვანი ხდება პრეტრანზაქციულ ეტაპზე იმ საწარმოთა ეკონომიკური, სამართლებრივი, სამეწარმეო, მარკეტინგული, კულტურული და გეოგრაფიული სხვაობიდან გამომდინარე ელემენტების გულმოდგინე ანალიზი, რომელთან ერთად კომბინირებულად კოორდინირებულ ბიზნეს-სტრატეგიებისა და გეგმების რეალიზირების სურვილი აქვს.<sup>1386</sup> ბიზნეს-სტრატეგიათა წარმატებულად ინტეგრაციის სისტემური მეთოდია, სამოსამართლო სამართალში წარმოშობილი<sup>1387</sup> და სამეწარმეო სამართალში გავრცელებული, „ორმაგი გულმოდგინების“<sup>1388</sup> დოქტრინა.<sup>1389</sup> მარტივი განმარტებით, DD

Handbook Series, 2008, P. 214-216.

<sup>1385</sup> Mantysaari, The Law of Corporate Finance: General Principles and Eu Law, vol. III, 2010, P. 482.

<sup>1386</sup> Lajoux, Elson, The Art of M&A Due Diligence, 2010, P. 3.

<sup>1387</sup> Lajoux, Elson, The Art of M&A Due Diligence, 2010, P.3-4.

<sup>1388</sup> Halibozek, Kovacich, Mergers and Acquisition Security, 2005, P. 162-164.

<sup>1389</sup> მისი ერთიანი სახის საკანონმდებლო დეფინიცია არ არსებობს. შედეგად, მის შინაარსობრივ

ერთგვარი მცდელობა, გამოირკვეს და დადასტურდეს,<sup>1390</sup> ემთხვევა თუ არა ეკვაიერის წარმოდგენები მისაერთებელი ან შესაძენი კომპანიის რეალურ სამე-  
წარმეო საქმიანობის ოპერაციულ და მენეჯერულ ბალანსირებულ მართვას.<sup>1391</sup>  
საბაზრო წარმოების პროდუქტის ხარისხს, ფინანსურ სტაბილურობასა და  
ეკონომიკური ზრდის პოტენციურ შესაძლებლობებს.<sup>1392</sup> კორპორაციულ კომ-  
ბინაციათა პროცესში ჩართვის მომენტიდან, *DD* არის სამიზნე საზოგადოების  
შესახებ იმდენი ინფორმაციის მოპოვებისა და ანალიზის მცდელობა, რაც ინ-  
ფორმირებული სამეწარმეო გადაწყვეტილების მიღების საფუძველს შექმნის და  
ეკვაიერს შესაძლებლობას მისცემს სწორად შეაფასოს სამიზნე საზოგადოების  
ღირებულება.<sup>1393</sup> მის ფარგლებში *M&A* ფორმირებისთვის სუბსტანციურ დო-  
კუმენტთა პროცედურული, შინაარსობრივი, ღირებულებითი და პერსპექტივათა  
ანალიტიკური უზრუნველყოფა ხორციელდება. ის ტრანზაქციის საბოლოო  
სტრუქტურის ჩამოყალიბების სისტემური მეთოდია. იმავდროულად, მისი არსი  
კომპანიის შეძენის სამიზნე ობიექტად განსაზღვრის საფუძველთა.<sup>1394</sup> აუდი-  
ტორულ შემოწმებაშია, რა დროსაც, დროის გარკვეულ მონაკვეთში,<sup>1395</sup> სამიზნე  
საზოგადოებიდან მიღებული სხვადასხვა კატეგორიისა და ფორმატის ინფორ-  
მაციის „რენტგენირება“ ხდება.<sup>1396</sup>

ელემენტებს შორის ურთიერთკავშირის დადგენა დოქტრინალურ დონეზეა შესრულებული. იხ. *Howson, Due Diligence: The Critical Stage in Mergers and Acquisitions*, 2003, P. 4.

<sup>1390</sup> *Lajoux, Elson, The Art of M&A Due Diligence*, 2010, P. 30-31.

<sup>1391</sup> *Lajoux, Elson, The Art of M&A Due Diligence*, 2010, P. 6-7.

<sup>1392</sup> *Halibozek, Kovacich, Mergers and Acquisition Security*, 2005, P. 159; *Farhadi, Tovstiga, Post-Merger Growth Due Diligence*, in: *Value in Due Diligence*, (edit. *Gleich, Kierans, Hasselbach*), 2010, P. 193.

<sup>1393</sup> *Brown, Grandfathering Can Seriously Damage Your Wealth: Due Diligence in Mergers and Acquisitions of Medical Device Companies*, 36 *Gonz. L. Rev.*, 2001, P. 323, 325.

<sup>1394</sup> სინერგიზმის ეფექტის მიღება, შეუფასებლობა ან გადაფასება, მარკეტინგული მდგომარეობისა და რისკების პრეტრანზაქციული შეფასებების დადასტურება/უარყოფა, საბაზრო მდგომარეობის გაუმჯობესების პერსპექტივები - შემსყიდველი კორპორაციის შეძენის მოტივთა შორის უმთავრესს ღებულებებს წარმოადგენენ, რომელთა შემოწმება *DD*-ის ანალიტიკური პროცესის შესწავლის საგანია. იხ. *Halibozek, Kovacich, Mergers and Acquisition Security*, 2005, P. 159-161.

<sup>1395</sup> *Lajoux, Elson, The Art of M&A Due Diligence*, 2010, P. 20-21.

<sup>1396</sup> პრაქტიკოსი იურისტებისთვის ის, ხშირად, პაციენტის ექიმთან ფსიქოლოგიური შემოწმების გაგლასთან ასოცირდება, სადაც პაციენტს მისი ავადმყოფობის შესახებ ინფორმაციის დამალვის არანაირი მოტივი არ გააჩნია, ისევე, როგორც კომპანიები მოტივირებულნი არიან ახალი კაპიტალის მოზიდვისა და კარგი ინვესტირების მიღებისკენ. ამასთან, პაციენტს, კომპანიის მსგავსად, არ აქვს თავისი ავადმყოფობის დამალვის შესაძლებლობა, თუმცა კომპანიას შეუძლია მისი უარყოფითი მხარე შედარებით სუსტად წარმოადგინოს ვიდრე რეალური მდგომარეობაა. ინფორმაციის დამალვისა და რეალური სურათის შექმნის მიზნით, ორივე შემთხვევაში, გამოიყენება სამიზნე სუბიექტის ერთგვარი „რენტგენირება“. იხ. *Swartz, Lee, The Corporate, Securities, and M&A Lawyer's Job*, 2007, P. 47.



ინფორმაციის მენეჯმენტი DD-ის პროცესის<sup>1397</sup> განუყოფელი ნაწილია.<sup>1398</sup> DD-ის პრინციპული არსი მყიდველ და გამყიდველ კორპორაციას შორის ინფორმაციის ასიმეტრიულობის შემცირების, პოსტტრანაზქციული ინტეგრირების აქტიურ ფაზაში „სიურპრიზების“ თავიდან აცილების სისტემურ მეთოდშია.<sup>1399</sup> DD-ის განხორციელების წყარო სამიზნე საზოგადოების ბორდის მიერ მიღებული გადაწყვეტილების საფუძველზე გაცემული ინფორმაციაა. გადაწყვეტილების მიღება ხდება იმის შესახებ ვისზე, დროის რა მონაკვეთში და რა მოცულობით გაიცეს ინფორმაცია.<sup>1400</sup> მან, ასევე, უნდა იმსჯელოს იმაზე, შედის თუ არა ინფორმაციის გაცემა საწარმოს ინტერესებში.<sup>1401</sup> DD და მასთან დაკავშირებული ინფორმაციის გამჟღავნება წარმოადგენს რისკის<sup>1402</sup> მენეჯმენტის<sup>1403</sup> ინსტრუმენტს<sup>1404</sup> და განსაზღვრავს რისკების განაწილებას საწარმოთა დაუფლების ტრანზაქციის მხარეთა, მყიდველსა და გამყიდველს შორის.<sup>1405</sup> თუმცა, DD-ის ერთადერთი მიზანი შესასყიდი კომპანიის პრობლემების აღმოჩენა ან რისკების იდენტიფიცირება არ არის.<sup>1406</sup> ის ხელს უწყობს ტრანზაქციის სტუქტურულ

<sup>1397</sup> „ორგანიზაციული გეგმების“ პროცესის შესახებ, იხ. *Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials*, 2000, P. 635-667.

<sup>1398</sup> *Mantysaari, The Law of Corporate Finance: General Principles and Eu Law*, vol. III, 2010, P. 427.

<sup>1399</sup> *Brokemper, Herrmann, Maximizing The Impact of M&A Controlling: Due Diligence's Link To Corporate Values*, in: *Value in Due Diligence*, (edit. *Gleich, Kierans, Hasselbach*), 2010, P. 18.

<sup>1400</sup> აშშ-ის კანონმდებლობა ინფორმაციის მოცულობისა და მნიშვნელობის გამო DD-სთვის მიღებული/გასაცემი ინფორმაციის სისწორეს ნორმატიულად დაცულ სფეროში აქცევს. იხ. *Sjostrom, The Due Diligence Defence Under Section 11 of the Securities Act 1933*, *Brandies Law Journal*, 2006, P. 2-60; *Steinberg, Understanding Securities Law*, 5<sup>th</sup> ed., 2009, P. 205-236. შეად. *ABA Section of Antitrust Law, The Merger Review Process*, 4<sup>th</sup> ed., 2012, P. 38-53.

<sup>1401</sup> *Becker in Bürgers/Körber, Heidelberger Kommentar zum Aktiengesetz*, C.F. Müller Verlag, 2008, S. 609. მითითებულია: რობაქიძე, ინსაიდერული ინფორმაციის ბოროტად გამოყენებული გარიგებები და კერძო სამართლებრივი შედეგები, წიგნში: საკორპორაციო სამართლის კრებული, (რედ. ბურდული), 2011.

<sup>1402</sup> *Moeller, Sarbanes-Oxley Internal Controls*, 2008, P. 241-285.

<sup>1403</sup> *Calder, Corporate Governance*, 2008, P. 95-107.

<sup>1404</sup> *Sheppey, McGill, Sarbanes-Oxley*, 2007, P. 253-270.

<sup>1405</sup> შეად. *Mantysaari, The Law of Corporate Finance: General Principles and Eu Law*, vol. III, 2010, P. 486.

<sup>1406</sup> არაკომპეტენტური აუდიტორული ფირმებისა და იურიდიული კომპანიების მიერ DD-ის არასწორი გაგების შედეგად, ისინი სამიზნე საზოგადოების ყველა სეგმენტში პრობლემის აღმოჩენისა და დაფიქსირებისკენ არიან მიმართულნი, რაც აუდიტორული შემოწმების ძირითად მიზანს, სამომავლო რისკის ხარისხის განსაზღვრას ცდება და არაეფექტური შემოწმების ერთ-ერთ მთავარ საფუძველს წარმოადგენს. იხ. *Bhagaban, Raskhit, Debasish, Corporate Restructuring*, 2009, P. 145-146. აუდიტორული შემოწმების მიზანი შეძენის შედეგთა ინტეგრირებას უნდა წარმოადგენდეს, ხოლო შემძენი კომპანიისთვის წარმოადგენა, რომ  $2+2=5$ , რეალურ სამართლებრივ-ეკონომიკურ-სოციალურ სიბრტყეში გადატანაში დაეხმაროს, რათა ტრანზაქციის იმპლემენტირების შედეგად  $2+2=3$ -ის ტოლობა არ მიიღოს. იხ. *Howson, Due Diligence: The Critical Stage in Mergers and Acquisitions*, 2003, P. 7.





სახესხვაობათა შორის ყველაზე მისაღები კომბინაციის შერჩევას.<sup>1407</sup> აუდიტორული შემოწმება პოტენციური მყიდველის მიერ სამიზნე საზოგადოების საბაზრო პოტენციალისა და შესაძლო სინერგიზმის წარმოშობის<sup>1408</sup> მანერის განმსაზღვრელ სისტემურ მეთოდად გამოიყენება, თუ მისი მიზანი, უპირატესად, სარგებლის მიღებაში მდგომარეობს.<sup>1409</sup>

DD კორპორაციულ ტრანზაქციათა სტრუქტურების განგრძობადი პროცესია.<sup>1410</sup> მისი დაწყების არსი მყიდველი კომპანიის *Caveat emptor*-შია.<sup>1411</sup> „ორმაგი გულმოდგინების“ კომბინაციაში ინტეგრირების თვითრეგულირებადი ნიშნების გვერდით სავალდებულო ელემენტებიც იკვეთება.<sup>14121413</sup> დაწყებასავალდებულო ელემენტების არსებობა სპეციალური პროცედურული სქემის განხორციელების საფუძველია. სამიზნე საზოგადოების მონიშვნის შემდგომ, ხდება DD-ის განხორციელების გეგმის შედგენა<sup>1414</sup> და გუნდის ფორმირება,<sup>1415</sup> ხოლო მხარეთა მიერ (ძირითადად, პოტენციური მყიდველი) გამოთხოვილი

<sup>1407</sup> „ორმაგი გულმოდგინების“ დოქტრინის პრაქტიკული გამოყენება მოლაპარაკებადაქვემდებარებულ ტრანზაქციებშია შესაძლებელი, ანუ ე.წ. მეგობრული დაუფლებისას, რადგან „მტრული“ დაუფლების სუბსტანცია არსობრივად არ იძლევა სამიზნე საწარმოს „რენტგენირების“ საშუალებას. თუმცა, მოლაპარაკებადაქვემდებარებულ ტრანზაქციათა შორის რევერსული სამკუთხა შერწყმა გართულებული „ორმაგი გულმოდგინების“ განხორციელების პროცედურით გამოირჩევა, რომელიც სახელშეკრულებო სამართლის ზოგადი პრინციპიდან გამომდინარეობს. პრინციპი ეხება სახელშეკრულებო უფლებათა და ვალდებულებათა თავისუფალ განაწილებას, სადაც მხარეები, როგორც წესი, თავისუფალნი არიან მოთხოვნის უფლება გადასცენ მესამე პირს ხელშეკრული მხარის თანხმობის გარეშე. იხ. *Kung, The Reverse Triangular Merger Loophole and Enforcing Anti-Assignment Clauses in Symposium: Original Ideas on Originalism*, 103 Nw. U.L. Rev., 2009, P. 1037-1043.

<sup>1408</sup> *Farhadi, Tovstiga*, Post-Merger Growth Due Diligence, 2010, P. 187.

<sup>1409</sup> *ABA, The M&A Process, A practical Guide for the Business Lawyer*, 2005, P. 177; *Brown, Grandfathering Can Seriously Damage Your Wealth: Due Diligence in Mergers and Acquisitions of Medical Device Companies*, 36 Gonz. L. Rev., 2001, P. 323.

<sup>1410</sup> *ABA, The M&A Process*, 2005, P. 178.

<sup>1411</sup> *Howson, Due Diligence: The Critical Stage in Mergers and Acquisitions*, 2003, P. 4.

<sup>1412</sup> თვითრეგულირების არსი მდგომარეობს საკანონმდებლო იმპერატიული ნორმების არარსებობაში, რომელიც DD-ის დაწყებას სავალდებულო რეგულაციებით გაამყარებდა. მისი სავალდებულო ხასიათი ნების ავტონომიისა და მყიდველი კომპანიის დირექტორატის ფიდეუციურ მოვალეობათა კვეთის წერტილში გადის. შემძენი კორპორაციის მენეჯმენტი ფიდეუციურად ვალდებულია შეამოწმოს ხელშეკრულების ყველა დეტალი და განსაზღვროს აქციონერთა და საზოგადოების მიმართ მისი სარგებლიანობის კოეფიციენტის მიმართულება თუ საით მიისწრაფვის ის: უარყოფითი თუ დადებითი წერტილისკენ. წინააღმდეგ შემთხვევაში, დაირღვევა ფიდეუციური მოვალეობა. იხ. *Halibozek, Kovacich, Mergers and Acquisition Security*, 2005, P. 159-160. შეად. *Radin, The Business Judgment Rule*, 6<sup>th</sup> ed., Vol. I, 2009, P. 1252-1274.

<sup>1413</sup> შეად. *ჭირია, ქერაშვილი*, Mergers & Acquisitions – საწარმოთა შერწყმა და შეძენა, 2012, გვ. 173-174.

<sup>1414</sup> *Howson, Due Diligence: The Critical Stage in Mergers and Acquisitions*, 2003, P. 6.

<sup>1415</sup> *ABA, The M&A Process*, 2005, P. 192.



(ე.წ. *checklist*)<sup>1416</sup> და წარმოდგენილი ინფორმაციული ნაკადის<sup>1417</sup> საფუძველზე ფორმირდება დოკუმენტური ან ელექტრონული მონაცემთა ვირტუალური ბაზა<sup>1418</sup> (*date room*),<sup>1419</sup> რომელზე წვდომა მხარეთა თანხმობისა და ავტორიზების გარეშე შეუძლებელია,<sup>1420</sup> მონაცემთა ბაზაში არსებული ინფორმაცია ხარისხობრივად კლასიფიცირდება, იმიჯნება ინფორმაცია შინაარსობრივი მონაცემების მიხედვით და განისაზღვრება იმ ინტერნალურ და ექსტერნალურ<sup>1421</sup> მიმართულებათა ორიენტირები, რა კუთხითაც უნდა იქნეს ეს ინფორმაცია გამოყენებული. მოთხოვნილი და მიწოდებული ინფორმაციის სახე მხარეთა შეთანხმებაზეა დამოკიდებული,<sup>1422</sup> რომელსაც განსაზღვრავს აუდიტორული შემოწმების<sup>1423</sup> თუ რომელი ან რამდენი სახის შემოწმება იგეგმება ტრანზაქციაში მონაწილე მხარეთა მიერ.<sup>1424</sup> მოცემული ინფორმაციის ანალიტიკური კვლევის შედეგად მიღებული მონაცემები კომბინაციაში მონაწილე კომპანიათა მენეჯმენტთან ერთად ანალიზდება და სახელმძღვანელო პრინციპების ფორმატით ყალიბდება, რაც საფუძველად ედება პრობლემების დაფიქსირებას, მათი გადაჭრის გზების მოძიებას, ხელშეკრულების შედგენას, სამიხნე კომპანიის ღირებულების განსაზღვრას, ტრანზაქციის ფასის გამოთვლასა და რისკების შეფასებას, ეკონომიკური პერსპექტივების მოცემულ მომენტში აღქმასა და ტრანზაქციის ინტეგრირებას.<sup>1425 1426</sup>

DD-ის სახეობა<sup>1427</sup> მრავალი და ცვალებადია კომბინაციაში მონაწილე მხარეთა დაფუძნებისა თუ ფუნქციონირების ადგილის სოციალურ-ეკონომი-

<sup>1416</sup> *World Law Group*, *International Business Acquisitions*, 2<sup>nd</sup> ed., (edit. *Whalley, Semler*), 2000, P. 402-411.

<sup>1417</sup> წინარე შეთანხმების (*letter of intent*) შედგენის ეტაპზე, მხარეები, სახელშეკრულებო დონეზე (რადგან ის საკანონმდებლო დონეზეა დაცული „საჯარო“ კორპორაციების შემთხვევაში) გენერალურ დათქმას აკეთებენ ინფორმაციის კეთილსინდისიერების პრინციპის დაცვით გახსნილობის შესახებ, რომლის საგარანტიო დათქმად ზიანის ანაზღაურების დაწესებაც არის შესაძლებელი. იხ. *Mantysaari*, *The Law of Corporate Finance: General Principles and Eu Law*, vol. III, 2010, P. 427, 428.

<sup>1418</sup> *Lajoux, Elson*, *The Art of M&A Due Diligence*, 2010, P. 18-19.

<sup>1419</sup> *Howson*, *Due Diligence*, 2003, P. 72; *ABA*, *The M&A Process*, 2005, P. 179-181.

<sup>1420</sup> *ABA*, *The M&A Process*, 2005, P. 196-198.

<sup>1421</sup> *Bhagaban, Raskhit, Debasish*, *Corporate Restructuring*, 2009, P. 135.

<sup>1422</sup> *Mantysaari*, *The Law of Corporate Finance: General Principles and Eu Law*, vol. III, 2010, P. 427.

<sup>1423</sup> ინტერნალური კონტროლის გამკაცრებულ სახეს სარბანეს-ოქსლეის აქტის 404 ნაწილი იმპერატიულად ადგენს. იხ. *Galpin, Herndon*, *The Complete Guide to Mergers and Acquisitions*, 2007, P. 28-35.

<sup>1424</sup> *Bhagaban, Raskhit, Debasish*, *Corporate Restructuring*, 2009, P. 139.

<sup>1425</sup> *Farhadi, Tovstiga*, *Post-Merger Growth Due Diligence*, in: *Value in Due Diligence*, (edit. *Gleich, Kierans, Hasselbach*), 2010, P. 187-193.

<sup>1426</sup> DD-ის კორპორაციულ ტრანზაქციათა მიმართებისა და მისი განხორციელების პროცედურული ადგილის უკეთ გასაგებად, იხილეთ II დიავრამა.

<sup>1427</sup> მაგ. იხ. *Lajoux, Elson*, *The Art of M&A Due Diligence*, 2010, P. 4-5.

კური ჩვეულებებისა და სამართლებრივ-ეროვნულ სისტემათა განსხვავებულობის პროპორციულად.<sup>1428</sup> მაგრამ კომერციულ, სამეწარმეო და სამართლებრივ ტრადიციებსა და პრაქტიკაში დამკვიდრებული მიმართულებებიდან დომინანტური სამართლებრივი, ფინანსური და კომერციული<sup>1429</sup> აუდიტია.<sup>1430</sup>

### 3.4.5.2. DD-ის ძირითადი სახეები: ფინანსური DD და სამართლებრივი

#### 3.4.5.2.1. სამართლებრივი DD

კორპორაციის სწორი ორგანიზაციულ თუ სტრატეგიულ სტრუქტურულიერარქიული რესტრუქტურისაცაია, როგორც M&A-ის შესაბამისი პროცესუალური მიზეზობრივი კავშირის პოსტინტეგრაციული შედეგი, ირიბად, DD-ის ორ ძირითად ტიპზე: სამართლებრივ (Legal DD) და ფინანსურ (Financial DD) აუდიტზეა დამოკიდებული.<sup>1431</sup>

LDD სამიზნე კომპანიის აუდიტორული შემოწმების ყველაზე მნიშვნელოვანი ნაწილია, რადგან მისი საშუალებით ნასყიდობის ხელშეკრულების დადების ბაზისი ფორმირდება. სამართლებრივი აუდიტის დროს მოწმდება სამიზნე საზოგადოების კორპორაციული მართვის ელემენტები, აქციონერთა და აქციიდან გამომდინარე და გარანტირებული უფლებები, წესდებაში არსებული ჩანაწერები, სამეთვალყურეო საბჭოს სხდომის ოქმები და საერთო კრების გადაწყვეტილებები. ასევე მოწმდება წინა საერთო კრების ან სამეთვალყურეო საბჭოს სხდომაზე დაგეგმილ საკითხთა მომდევნო კრებამდე განხორციელების პროცენტული მაჩვენებლები.<sup>1432</sup> შედეგად, LDD სამ მთავარ მიზანს აერთიანებს: გამოავლინოს სამიზნე საზოგადოების ნებისმიერი პოტენციური ვალდებულება, აღმოაჩინოს საკანონმდებლო და სახელშეკრულებო სამართლებრივი დაბ-

<sup>1428</sup> Bhagaban, Raskhit, Debasish, Corporate Restructuring, 2009, P. 140-142.

<sup>1429</sup> კომერციული DD-ის ელემენტები ცალკე განხილვის საგანია. მისი არსი სამიზნე საზოგადოების მომხმარებელთა და მისი ფუნქციონირების არეალის, ბაზრის შესწავლასა და ანალიზში მდგომარეობს. იხ. Howson, Comercial Due Diligence, 2006, P. 5.

<sup>1430</sup> აუდიტორული ფირმების მიერ სამიზნე საზოგადოების შემოწმების პრაქტიკული ინტეგრირება მხოლოდ შერწყმის ან „მეგობრული“ შეძენის, ანუ მოლაპარაკებით წარმოებულ ტრანზაქციათა პროცედურული განხორციელების სეგმენტს წარმოადგენს, რადგან „მტრული“ დაუფლების დროს, პრაქტიკულად, გამოირიცხულია სამიზნე საზოგადოების მიერ „რაიდერი“ კომპანიისთვის ინფორმაციის გახსნილობა და საზოგადოების ეკონომიკურ-სამართლებრივი თუ მარკეტინგული რეტროსპექტიული ან პროსპექტიული წარმოდგენების შექმნაში თანამშრომლობა. იხ. Horn, Cross-Border Mergers and Acquisitions and the Law, 2001, P. 7-8; Goshen, Ovsy, The Essential Role of Securities Regulation, Duke L. J., No. 4, Vol. 55, 2006, P. 755-766.

<sup>1431</sup> Howson, Due Diligence, 2003, P. 45-77.

<sup>1432</sup> ეს საკითხები კორპორაციული მართვის საუკეთესო პრაქტიკასთან შესაბამისობის დადგენის მეთოდური ანალიზისთვის გამოიყენება.



რკოლებები და მოამზადოს საბოლოო შეთანხმების საფუძვლები.<sup>1433</sup>

სამიზნე საზოგადოების ვალდებულებები სამ კატეგორიად იყოფა: მიმდინარე არე, სამომავლო და გარემოებებზე დამოკიდებულ ვალდებულებები. მიმდინარე ვალდებულების განსაზღვრა სამიზნე საზოგადოების საბალანსო მონაცემებიდან, დადებული ხელშეკრულებიდან და რეესტრის ჩანაწერში არსებული რაიმე სახის ვალდებულებით დატვირთვის შესახებ ამონაწერიდან გაცილებით ადვილად იდენტიფიცირებადი. ის დაფიქსირებულ ვალდებულებათა კატეგორიას მიეკუთვნება, რომელთა ანალიზი ინფორმაციულ ბაზაში კვლევის შედეგად მიიღწევა. პრობლემურია სამომავლო ისეთი ვალდებულებები, რომელთა შესახებ ფიქსირებული მონაცემები საზოგადოების ანგარიშზე არ ირიცხება. მისი წარმოშობის მრავალი საფუძველი შეიძლება არსებობდეს. ამიტომ, სამართლებრივი DD, ასეთ შემთხვევაში, სხვა სახის აუდიტორულ შემოწმებასთან კოორდინირებული თანამშრომლობაა რეკომენდირებული. უნდა შემოწმდეს სასესხო ხელშეკრულებები, უზრუნველყოფის საშუალებები, შეპირებული კომპენსაციებისა და რეესტრში არსებული გირავნობა/იპოთეკით დატვირთვის შესახებ მონაცემები.<sup>1434</sup> პოტენციური ვალდებულებების განსაზღვრა სამართლებრივი აუდიტის ჩატარების მნიშვნელოვანი შედეგია. მისი არსი ისეთი ხელშეკრულებების გამოვლენაა, რომელიც სამომავლო ვალდებულებათა წყაროდ შეიძლება იქცეს. ასეთ შემთხვევაში, სამართლებრივმა შემოწმებამ უნდა უზრუნველყოს კომპეტენტური ანალიზი, რამდენად შეიძლება მსგავსი ხელშეკრულების გადაცემა ეკვივირი კომპანიისთვის.<sup>1435</sup>

ვალდებულებათა იდენტიფიცირების პროცესი სამიზნე საზოგადოების მიმდინარე ან შესაძლო სასამართლო ან საარბიტრაჟო დავების ანალიზით გრძელდება. მისი მიზანია მაქსიმალურად იქნეს გამოვლენილი ის პოტენციური საფუძვლები, რომელიც სასამართლო დავაში შემძენი კომპანიის ჩართვას გამოიწვევს.<sup>1436</sup> ძვირად ღირებული საადვოკატო მომსახურების მიღება და გაწეილი სასამართლო პროცესი ტრანზაქციის საერთო შედეგების უარყოფით მაჩვენებელს წარმოადგენს.<sup>1437</sup>

სამართლებრივი აუდიტის ფარგლებში მოწმდება სამიზნე კომპანიის ორგანიზაციული მოწყობა, კონცერნირებულ ან პოლდინგურ გაერთიანებებში მონაწილეობა. მსგავსი ჯგუფის დატოვების მიზეზს კონტროლის შეცვლა წარმოადგენს, რომელიც შეძენა/შერწყმას მოჰყვება. პარალელურად, კონტროლის შეცვლამ შეიძლება გამოიწვიოს რაიმე სახის ლიცენზიის შეცვლა, შეწყვეტა ან გაუქმება. ამიტომ, LDD-ის ფარგლებში უნდა შემოწმდეს სამიზნე საზოგადოე-

<sup>1433</sup> Howson, Due Diligence, 2003, P. 68.

<sup>1434</sup> Howson, Due Diligence, 2003, P. 69.

<sup>1435</sup> ქონებრივი შეძენის ეტაპზე შემძენი კომპანია იმ ვალდებულებათა კონტროლის მექანიზმებს ფლობს, რომელთა „გადაბარების“ „სურვილიც“ მას გააჩნია.

<sup>1436</sup> Swartz, Lee, The Corporate, Securities, and M&A Lawyer's Job, 2007, P. 49,50.

<sup>1437</sup> Howson, Due Diligence, 2003, P. 69.

ბის არსებული ლიცენზიები/პატენტები რამდენად გადაცემაუნარიანნი არიან.<sup>1438</sup>

საკანონმდებლო და სახელშეკრულებო სამართლებრივი დაბრკოლებების გამოვლენისა და ანალიზის ეტაპზე ხდება საწარმოს წესდებაში არსებული აქციათა ოფციონების, იჯარის ხელშეკრულებით ნაკისრი ვალდებულებების, სამიზნე საზოგადოების ქონების გამოყენების შემზღუდველი დათქმების, ბოლო პერიოდში ქონებრივი გასხვისების შესახებ ჩანაწერების, მენეჯმენტის წინაშე ნაკისრი ვალდებულებების, არსებულ აქციონერთა წილობრივი საკუთრების დამადასტურებელი ჩანაწერებისა და შესასყიდი ქონებისა თუ აქციების ნებისმიერი სახის ვალდებულებითი დატვირთვის არსებობის შემოწმება.<sup>1439</sup> მოწმდება ნებისმიერი სახის ნებართვა ან ლიცენზია, რომელიც სამიზნე საზოგადოების სამეწარმეო საქმიანობის კანონიერი მოთხოვნების ფარგლებში განხორციელებისთვის არის აუცილებელი.<sup>1440</sup>

LDD-ის ბოლო მიზნობრივ ჯგუფში ნასყიდობის ხელშეკრულების პირობათა ფორმირების საფუძვლების მომზადება შედის. კომპანიის ყიდვა და მისი შეძენა მხარეთა შორის სამართლებრივი ურთიერთგაგების კონსტრუირების შედეგია. განისაზღვრება ის საფუძვლები, რომელთა ანალიზი განაპირობებს ძირითად ხელშეკრულებაში საგარანტიო და ზიანის ანაზღაურების დებულებათა გათვალისწინებას, მაგალითად, სამიზნე საზოგადოების მიერ საჭირო ინფორმაციის დამალვის ან მისი ღირებულების არსებითად შეცვლის შემთხვევაში.<sup>1441</sup> ამ ეტაპზე მხარეებს წარედგინებათ სამართლებრივი აუდიტის ანალიტიკური შედეგები,<sup>1442</sup> რომელიც ტრანზაქციის დებულებათა ფორმირების გაანალიზებულ და თემატურად სტრუქტურირებულ აუდიტორულ დასკვნაშია მოცემული.<sup>1443,1444</sup>

### 3.4.5.2.2. შიგნითი DD

მიუხედავად სამართლებრივი აუდიტის ეფექტურობისა, არანაკლებ მნიშვნელოვანია ფინანსური შემოწმება. FDD ხარისხობრივად და რაოდენობრივად აანალიზებს, თუ როგორ არის წარმოდგენილი სამიზნე საზოგადოების ფინანსური მხარე შემოსავლების მიღების კუთხით.<sup>1445</sup> FDD მოიცავს შესაძენი საწარ-

<sup>1438</sup> შეად. Mantysaari, The Law of Corporate Finance, vol. III, 2010, P. 429.

<sup>1439</sup> Halibozek, Kovacich, Mergers and Acquisition Security, 2005, P. 161, 162.

<sup>1440</sup> Howson, Due Diligence, 2003, P. 70.

<sup>1441</sup> Galpin, Herndon, The Complete Guide to Mergers and Acquisitions, 2007, P. 33, 35.

<sup>1442</sup> ABA, The M&A Process, 2005, P. 198-200..

<sup>1443</sup> Howson, Due Diligence, 2003, P. 71.

<sup>1444</sup> რა თქმა უნდა, სამართლებრივი შემოწმების ზემოაღნიშნული მოცემულობა ამომწურავი არ არის და ის კიდევ ბევრ დეტალს აერთიანებს, რაც გასაანიზებელ საკითხთა და დოკუმენტთა ჩამონათვალიდანაც ნათლად ჩანს. იხ. World Law Group, International Business Acquisitions, 2<sup>nd</sup> ed., (edit. Whalley, Semler), 2000, P. 402-411.

<sup>1445</sup> Bhagaban, Raskhit, Debasish, Corporate Restructuring, 2009, P. 137.



მოს ფინანსური შემოსავლების, საბალანსო მონაცემთა და ფულადი ნაკადების მოძრაობის ყველა დეტალს,<sup>1446</sup> რათა შეფასებულ იქნეს ბოლო წლებში სამიზნე საზოგადოების ფინანსურ-ეკონომიკური აქტივობები.<sup>1447</sup> ეს არის კომპანიის წარსული აქტივობების *ex post* ანალიზი, რომელიც მომავალი აქტივობის ინტერფეისს ქმნის. შემოწმების სამიზნე დოკუმენტთა ნუსხაში შედის თუ როგორ და რა რაოდენობით ფინანსდება მისი ოპერაციული ქმედებები, რა რაოდენობის დივიდენდების გაცემა ხდება, გამოიმუშავებს თუ არა იმ ოდენობის შემოსავალს, რაც მისი საექსპლუატაციო ხარჯების ანაზღაურებას სჭირდება და არის თუ არა კორპორაცია შესაბამისად ლიკვიდური.<sup>1448</sup>

FDD სინერგიზმის სავარაუდო განსაზღვრის სისტემური საშუალებაა. ის მოიცავს საწარმოს ფინანსური დოკუმენტების ანალიზს, იკვლევს აუდიტის ბოლო ანგარიშებს,<sup>1449</sup> ადგენს მისი ანალიზის აუდიტორულ მოხსენებასთან შესაბამისობას,<sup>1450</sup> იკვლევს არსებულ ბიზნესგეგმებსა და პროექტებს, საბანკო ანგარიშებსა და ავტორიზებულ მხარეებს, ვალდებულებათა დეტალებს, სასესხო, საანგარიშო შეთანხმებებს, საკრედიტო ისტორიას, პრიორიტეტულ და სუბორდინირებულ შეთანხმებებს, სასესხო ინსტრუმენტებს, ბოლო რამდენიმე წლის განმავლობაში დადებულ ტრანზაქციებს, რომლის შედეგად აქციონერთათვის ან მენეჯმენტისთვის ქონების გადაცემა საბაზრო ღირებულებაზე ნაკლებ ფასად მოხდა (*undervalued*), კონგლომერილებზე კომპანიებთან დადებულ ტრანზაქციებსა და საგადასახადო ასპექტებს და მათ შესაბამისობას საკანონმდებლო მოთხოვნებთან.<sup>1451</sup> ფინანსური შემოწმების დროს ხდება კაპიტალის სტრუქტურისა და აქციონერთა სტრუქტურის ანალიზი, ბაზრისა და კონკურენტუნარიანობის შემოწმება, გაყიდვებისა და საერთო შემოსავლების მაჩვენებლების, სამიზნე საზოგადოების საბაზრო ტენდენციების, კონკურენტების, ათვისებული ბაზრის სიდიდე და ბიზნესგეგმები მისი გაფართოების პერსპექტივების შესახებ, შეთავაზებული ახალი პროდუქტის ტენდენციები; ძირითადი მიმწოდებლები, მათთან ურთიერთობები, რაიმე სახის დავის არსებობა, არსებული კრედიტების კონტროლი და მისი მექანიზმები; მოწმდება არის თუ არა ფიქსირებული ქონება ადეკვატურად შეფასებული, საკრედიტო და სადებეტო ხაზის ურთიერთ-

<sup>1446</sup> Lajoux, Elson, *The Art of M&A Due Diligence*, 2010, P. 36-43.

<sup>1447</sup> Vishwahath, Krishnamurti, *Searching for Acquisitions*, 2008, P. 30.

<sup>1448</sup> Vishwahath, Krishnamurti, *Searching for Acquisitions*, 2008, P. 31.

<sup>1449</sup> FDD არ არის საზოგადოებისთვის აუდიტის განხორციელება. ის გაცილებით ფართო ცნებითი კატეგორიაა. განსხვავებისთვის, იხ. Howson, *Due Diligence*, 2003, P. 48, 49.

<sup>1450</sup> არსებობს სასამართლო პრაქტიკა, როდესაც შემქმნმა არ შეასრულა ფინანსური DD და დაეყრდნო აუდიტის ანგარიშს. აუდიტის ანგარიშით ნაჩვენები იყო 1.3 € მილიონი მოგება, მაშინ როცა, რეალურად, საზოგადოებას 400 000 € ოდენობის დანაკარგი ერიცხებოდა ბალანსზე. იხ. Caparo Industries v. Dickman, 1 All ER 568, UKHL 2, 2 AC 605, 1990.

<sup>1451</sup> იხ. Bhagaban, Raskhit, Debasish, *Corporate Restructuring*, 2009, P. 137; *World Law Group, International Business Acquisitions*, 2<sup>nd</sup> ed., (edit. Whalley, Semler), 2000, P. 480, 409.

მიმართება, არსებული რეზერვები და მათი გამოყენების ტენდენციები.<sup>1452</sup>

აღნიშნული საკითხების ანალიზის დასრულების შემდეგ კეთდება დეტალური წერილობითი მოხსენება, რომელიც სამეწარმეო საქმიანობის ფაქტობრივ ასპექტს მოიცავს.<sup>1453</sup> ანალიზის მთავარი მიზანია სამიზნე საზოგადოების მიერ მიწოდებული ინფორმაციის მიღმა არსებული რეალობის შეცნობა, რათა არ აღმოჩნდეს საწარმოს ბალანსში რაიმე სახის გარღვევა და არ მოხდეს მოგებისა და ზარალის შესახებ მონაცემებით სამიზნე კომპანიის მენეჯმენტის მიერ მანიპულირება. ჩამოთვლილ საკითხთა კომპეტენტური ანალიზი შეძენ კორპორაციას აძლევს საშუალებას განსაზღვროს სამიზნე საზოგადოების ეკონომიკური თვისებრიობა, არსებული წარმოდგენები რეალობას შეუსაბამოს, გამოარკვიოს, რამდენად ემთხვევა მიღებული შედეგები მის სტრატეგიულ ხედვას და მიიღოს ინფორმირებული და ადეკვატური გადაწყვეტილება შეძენა/შერწყმის შესახებ.<sup>1454</sup>

## 4. კორპორაციითა შერწყმა და მისი შესრულების სტრატეგიები

### 4.1. შერწყმით შეძენის არსის განმარტებისთვის

დაფუძნების/დაარსების ეროვნული ადგილმდებარეობის სახელმწიფო საზღვრებში ფუნქციონირებად საწარმოთა შორის<sup>1455</sup> კონტროლის განაწილებისა და მოპოვების *lex societatis* თუ *lex auctoritatis* რეგულაციით მოწესრიგებული მრავალი კორპორაციული კომბინაცია არსებობს. M&A კაპიტალის ბაზარზე, ეროვნულ და მულტინაციონალურ საკორპორაციო სამართლებრივ ურთიერთობაში დამკვიდრებული არაკოდიფიცირებული<sup>1456</sup> „სამართლებრივი ფენომენია“<sup>1457</sup> მისი აბრევიატურის მარტივი გაშიფვრა ორ, ერთმანეთთან მჭიდრო კავშირში მყოფ კორპორაციულ ქმედებას გამოსახავს: შეძენას და შერწყმას. უკანასკნელი სამართლის ქმნილებაა.<sup>1458</sup> მისი განხორციელება საკანონმდებლო რეგულა-

<sup>1452</sup> Howson, Due Diligence, 2003, P. 53-66.

<sup>1453</sup> მოხსენება ცნობილია, როგორც “Long Form Report”. იხ. Howson, Due Diligence, 2003, P. 50.

<sup>1454</sup> Howson, Due Diligence, 2003, P. 67.

<sup>1455</sup> აღნიშნულის დაკონკრეტების აუცილებლობა საერთაშორისო (სახელმწიფოთაშორისო) შერწყმისა და შეძენის მექანიზმთა განსხვავებული რეგულაციური მოწესრიგების არსებობამ განაპირობა. იხ. Horn, Cross-Border Mergers and Acquisitions and the Law, vol. 15, 2001, P. 3-30.

<sup>1456</sup> Swartz, Lee, The Corporate, Securities, and M&A Lawyer's Job, 2007, P. 10.

<sup>1457</sup> იხ. Kwall, What is a Merger? The Case for Taxing Cash Mergers Like Stock Sales, 32 Iowa J. Corp. L. 2006, P. 8, 20.

<sup>1458</sup> Cox, Hazen, Business Organizations Law, 3<sup>rd</sup> ed., 2011, P. 605; Swartz, Lee, The Corporate, Securities, and M&A Lawyer's Job, 2007, P. 8.



ციების გვერდის ავლით შეუძლებელია.<sup>1459</sup> შესრულების ობიექტურ შესაძლებლობას კორპორაცია იძლევა. საკანონმდებლო რეგულირების განსხვავებულობის მიუხედავად, მათ შორის დისკურსიული დილემა, ფაქტობრივად არ არსებობს.<sup>1460</sup> M&A კონტროლის მოპოვების სამ ძირითად ოფციონად იმლება: ქონებრივი შეძენა/გაყიდვა, წილობრივი შეძენა/გაყიდვა და შერწყმა ან კონსოლიდაცია.<sup>1461</sup> პირველი ორი ზემოთ იქნა განხილული.<sup>1462</sup> შეძენის ბოლო, ჰომოგენურ ოფციონს, შერწყმის ინსტიტუტი წარმოადგენს.<sup>1463</sup> შერწყმა, კორპორაციის დონეზე, სამიზნე საზოგადოების სრული, მთლიანი ქონებრივი შეძენაა.<sup>1464</sup>

შერწყმის ჰომოგენურობა მისი სპეციფიკური ფინანსური და სამართლებრივი გამოვლინებებით ყალიბდება. ის არის მოლაპარაკებადაქვემდებარებული ტრანზაქცია,<sup>1465</sup> რომელიც ორივე მონაწილე პარტნიორი კომპანიის მენეჯმენტის მხარდაჭერით ხორციელდება.<sup>1466</sup> მხარეთა შორის ურთიერთობები პარიტეტულობის პრინციპის დაცვით ვითარდება. შერწყმის არსობრივი შედეგი არის ორი კომპანიის გაერთიანების შედეგად ერთი ახალი კომპანიის დაარსება ან ტრანზაქციაში მონაწილე რომელიმე საზოგადოების სამართალსუბიექტობის შეწყვეტა მეორე კომპანიასთან მიერთების გზით.<sup>1467</sup> მისი შედეგები *ipso iure*<sup>1468</sup> განისაზღვრება.<sup>1469</sup> შეძენისგან განსხვავებით, შერწყმის მიზანი არ არის

<sup>1459</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 41,42; Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2009, P. 43-46.

<sup>1460</sup> შეად. Rock, The Corporate Form As A Solutions to A Discursive Dilemma, 2005, P. 2-25.

<sup>1461</sup> Gevurtz, Corporation Law, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 675; Thomson, Business Planning For Mergers and Acquisitions, 2<sup>nd</sup> ed., 2001, P. 11.

<sup>1462</sup> დოქტრინალურად განვითარებულია თეზა, რომ კორპორაციული კომბინაციის მეოთხე ვარიანტი აქციათა გადაცვლის (*share exchange*) სახეა. თუმცა, არსობრივად ის შეძენის ნაირსახეობას წარმოადგენს და მათ შორის მარგინალური ზღვრის ხელოვნური დაწესება რაიმე თეორიულ-პრაქტიკულ დატვირთვას არ შეიცავს. იხ. Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 55. შეად. Cox, Hazen, Business Organizations Law, 3<sup>rd</sup> ed., 2011, P. 605.

<sup>1463</sup> Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2009, §7040, P.7,8.

<sup>1464</sup> იხ. Clark, Corporate Law, 1986, P. 464. ნაშრომში გამოყენებულია სიტყვათა შეთანხმება „შეძენითი შერწყმა“, რომელიც ხაზს უსვამს კორპორაციულ კომბინაციათა დიფერენცირებულ სტრატეგიათა ერთიან მიზანს: სხვა კომპანიის შეძენას და მასზე კონტროლის მოპოვებას. შეად. Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 6A, 1997, §2840, P. 374-376.

<sup>1465</sup> Jewel Companies, Inc. v. Pay Less Drug Stores 741 F.2d 1555 (9th. Cir. 1984). იხ. Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials, 2000, P. 617-625; Hurst, William, Cases and Materials on Corporations, 1999, P. 681-691.

<sup>1466</sup> Ravenscraft, Scheler, Mergers, Sell-offs, & Economic Efficiency, 1987, P. 129-132.

<sup>1467</sup> Halibozek, Kovacich, Mergers and Acquisition Security, 2005, P. 5,6.

<sup>1468</sup> Cox, Hazen, Business Organizations Law, 3<sup>rd</sup> ed., 2011, P. 605.

<sup>1469</sup> ესენია: შერწყმის პოსტტრანზაქციული შედეგები, მართვის სტრუქტურა, აქტივებისა და პასივების ტრანსფერირება და უფლებამონაცვლეობა, ორივე კორპორაციის აქციონერთა



სამიზნე საზოგადოების კონკრეტული სამეწარმეო საქმიანობის შესყიდვა ან/და ვალდებულებათა სახელშეკრულებო „გადარჩევა“.<sup>1470</sup> ორი კორპორაციის გაერთიანების სუბსტანციური მიზანი საბაზრო/მარკეტინგული და ბიზნეს საქმიანობის მაქსიმალური ეფექტიანობის მიღწევაა.<sup>1471</sup> მარკეტინგულ მაქსიმალური ეფექტიანობის ეკონომიკური მოდელის ანალიზი გეოგრაფიულად განსხვავებული ბაზრის შერწყმით ათვისებასა და ჰომოგენური ან ლიფერენცირებული პროდუქციის კომბინირებაზე დაყრდნობით სრულდება.<sup>1472</sup> ეკონომიკური მოდელის მისადაგება შერწყმის ანალიზთან, დახვეწილი ანტიმონოპოლიური და სამეწარმეო რეგულაციური მართლწესრიგის მქონე ქვეყნებსა<sup>1473</sup> და კავშირებში,<sup>1474</sup> შერწყმის პროცესის სახელმძღვანელო პრინციპების, ე.წ. გაიდლაინების შექმნის ან გადასინჯვის<sup>1475</sup> ფუნდამენტია,<sup>1476</sup> რომელთა გამოყენება კონკურენტულ საბაზრო ურთიერთობებში აქტიურად ხდება.<sup>1477</sup>

შერწყმის სპეციფიკურობის ამხსნელი სამი ძირითადი ჰიპოთეზა თეორიების<sup>1478</sup> სახით არის ფორმულირებული. პირველი, ეს არის ინტერნალიზების

---

უფლებების საკანონმდებლო დაცულობა. იხ. *Cox, Hazen, Business Organizations Law*, 3<sup>rd</sup> ed., 2011, P. 604-625; *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 503-514; *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2009, §7327-49, P. 671-694.

<sup>1470</sup> *Halibozeck, Kovacich, Mergers and Acquisition Security*, 2005, P. 5.

<sup>1471</sup> *Thomson, Business Planning For Mergers and Acquisitions*, 2<sup>nd</sup> ed., 2001, P. 19-21.

<sup>1472</sup> *Malcom B. Coate, Economic Models in Merger Analysis: A Case Study of the Merger Guidelines*, Putomac Working Paper in Law and Economics 05-04, 2005, P. 9-15.

<sup>1473</sup> მაგალითად, აშშ, სადაც ფედერალური სავაჭრო კომისია (*Federal Trade Commission (FTC)*) ღებულობს ჰორიზონტალური შერწყმის სახელმძღვანელო პრინციპებს. მაგ. იხ. *U.S. Department of Justice and Federal Trade Commission, Horizontal Merger Guidelines*, No. 1806, Atitrust Trade and Regulation Report, 1997; *Langenfeld, Non-Horizontal Merger Guidelines in the United States and the European Commission: Time for the United States to Catch up?*, 16 *Geo. Mason L. Rev.*, 2009, P. 852-856, 872-877.

<sup>1474</sup> მაგალითად, ევროპის კავშირი, სადაც 2008 წელს ევროპის კომისიამ არა ჰორიზონტალური შერწყმის სახელმძღვანელო პრინციპები შეიმუშავა, რომელიც ვერტიკალურ და კონგლომერირებულ მერჯერს მოიცავდა. იხ. *Langenfeld, Non-Horizontal Merger Guidelines in the United States and the European Commission: Time for the United States to Catch up?*, 16 *Geo. Mason L. Rev.*, 2009, P. 851.

<sup>1475</sup> *Sidak, Teece, Rewriting the Horizontal Merger Guidelines in the Name of Dynamic Competition*, 16 *Geo. Mason L. Rev.*, 2009, P. 885-894.

<sup>1476</sup> *Malcom B. Coate, Economic Models in Merger Analysis: A Case Study of the Merger Guidelines*, Putomac Working Paper in Law and Economics 05-04, 2005, P. 2-9. გაიდლაინების ეკონომიკური ასპექტების ანალიზის შესახებ, იხ. *Church, Conglomerate Mergers*, in 2 *Issues in Competition Law and Policy*, ABA Section of Antitrust Law, 2008, P. 1549-1551; ასევე:

<sup>1477</sup> *Malcom B. Coate, Economic Models in Merger Analysis: A Case Study of the Merger Guidelines*, Putomac Working Paper in Law and Economics 05-04, 2005, P. 25-38. *Langenfeld, Non-Horizontal Merger Guidelines in the United States and the European Commission: Time for the United States to Catch up?*, 16 *Geo. Mason L. Rev.*, 2009, P. 856-872.

<sup>1478</sup> არსებობს სხვა თეორიებიც: *Efficiency Theory, Monopoly Theory, Valuation Theory, Process*



თეორია. ის დაფუძნებულია არამატერიალური ქონებრივი სიკეთის არსებობაზე, რომელიც სამიზნე საზოგადოებას გააჩნია და მიმართებულ საწარმოს პერსპექტიული სარგებლის დასახვაში უწყობს ხელს. არამატერიალური ქონებრივი სიკეთე შეიძლება მოიცავდეს ბაზარზე არსებული მდგომარეობის შესაბამის პეტენტურ ცოდნას, ნოუ-ჰაუს კონკრეტულ ტექნოლოგიებში ან წარმოებული საქონლის ხარისხის შესანიშნავ რეპუტაციას. ასეთი ქონება ორი მთავარი ნიშნით ხასიათდება: მას უნდა ჰქონდეს საჯარო გამოყენების თვისებრივი ნიშნები (ე.ი. კორპორაციაში მისი მართვის ღირებულება ნულს უნდა უტოლდებოდეს) და მას უნდა გააჩნდეს მაღალი ტრანზაქციული ღირებულება, რაც შერწყმის განხორციელებას ყველაზე სასურველ დაუფლების მეთოდად აქცევს. შეძენილი ქონება სწრაფად ზრდის კონკურენტუნარიანობას საბაზრო არეალის გაზრდის საშუალებით. ამიტომ, მისი გამოყენება მსგავსი სამეწარმეო საქმიანობის მქონე საზოგადოებათა მიმართ ხდება. შესაბამისად, ინტერნალიზების თეორია ჰორიზონტალური შერწყმის საუკეთესო ჰიპოთეზას წარმოადგენს.<sup>1479</sup>

მეორე, თეორიულად გამყარებული ჰიპოთეზა ტექნოლოგიური კომპეტენციების თეორიაში მდგომარეობს. ის არსობრივად ინტერნალიზების თეორიის განვრცობილი ვარიანტია, რომელიც ორ ძირითად ფაქტორს აერთიანებს: ტექნოლოგიური ინფორმაცია, რომელიც მის კოდიფიცირების შესაძლებლობას იძლევა (ე.ი. ტექნოლოგიების განვითარებისა და გეგმების წერილობითი სახით ფორმირების საშუალებას) და ტექნოლოგიური მონაცემები, რისი კოდიფიცირებული ვარიანტის წარმოდგენა შეუძლებელია (ე.ი. ტექნოლოგიების მართვის კონკრეტული უნარების ქონა და მისი განხორციელების/შესრულების გზების ცოდნა საჭირო).<sup>1480</sup>

მესამე, ეს არის ტრანზაქციის ღირებულების თეორია, რომლის თანახმად, ეკვაიერმა კორპორაციამ შეიძლება გადაწყვიტოს მოწოდებული კომპანიის მიერთება. მისი მიზანია, რომ მიმართებელი საწარმოსთვის კონკრეტული საქონლის მიწოდება/მიტანამ უზრუნველყოფილი სახე შეიძინოს და შემცირდეს მიწოდების ტრანზაქციათა ღირებულება, რაც შერწყმით მიიღწევა. მისი განხორციელება მაშინ არის სასურველი, როდესაც ბაზარზე მყიდველთა და გამყიდველთა რაოდენობა და ღირებულებისა და ფასის შესახებ ინფორმაცია შეზღუდულია, სადაც მომწოდებლის ცვალებადობა საქონლის ფასზე მნიშვნელოვნად აისახება. აღნიშნული თეორია ვერტიკალური შერწყმის შინაარსობრივი განმარტების დოქტრინალურ თეზას წარმოადგენს.<sup>1481</sup>

შერწყმის ინდუქციური ანალიზი მისი მიზნობრიობის არსის კვლევიდან

---

*Theory, Raider Theory, Disturbance Theory, Empire-building Theory*, რომლებიც შერწყმის ეკონომიკური მაჩვენებლების განსაზღვრის მთავარ ორიენტირებს განსაზღვრავენ. იხ. Bhagaban, Raskhit, Debasish, Corporate Restructuring, 2009, P. 84, 85.

<sup>1479</sup> Bhagaban, Raskhit, Debasish, Corporate Restructuring, 2009, P. 82.

<sup>1480</sup> Bhagaban, Raskhit, Debasish, Corporate Restructuring, 2009, P. 83.

<sup>1481</sup> Bhagaban, Raskhit, Debasish, Corporate Restructuring, 2009, P. 84.

შერწყმის შესრულების სტრატეგიულ მექანიზმთა მთელი რიგი არსენალის სამართლებრივ და ფინანსურ ასპექტთა გენერირებამდე ხორციელდება. შერწყმის „არსი“ კონკრეტული წერტილიდან (მიზნობრიობიდან) შესრულების საშუალებათა (ფორმების/სახეების) ზოგად მონახაზამდე კვლევას ექვემდებარება, გარდა მისი განხორციელების ისეთი პროცესუალური საკითხებისა, როგორიც ხელშეკრულების მომზადება, მისი დებულებების განსაზღვრულობა და ძალაში შესვლის „ტექნიკური ელემენტებია“. კომბინაციის ინტეგრირების სამართლებრივ საშუალებებსა და სს-ის ორგანიზაციულ და სტრატეგიულ სტრუქტურულ ერთეულთა შორის მჭიდრო ინტერაქციებია. ეს ურთიერთქმედება უკანასკნელის (სს-ის) ოპერაციულ რესტრუქტურიზაციას იწვევს. შესაბამისად, შერწყმის სტრატეგიები სისტემურად უნდა იქნეს განხილული.

#### 4.2. შერწყმის ძირითადი ფორმები და ტიპები

თანამედროვე საკორპორაციო სამართლებრივი სისტემის მქონე ნებისმიერი ეროვნული კანონმდებლობა ორი კომპანიის შერწყმის შესაძლებლობის შესახებ მარეგულირებელ დებულებებს შეიცავს.<sup>1482</sup> გაერთიანების შედეგად შექმნილი საზოგადოება შეიძლება ახლად ფორმირებული ან შერწყმის ტრანზაქციის მიზნებისთვის ტრანზაქციის შესრულებამდე დაფუძნებული კომპანია იყოს.<sup>1483</sup> ახალი კომპანია, როგორც წესი, ფინანსურ-ეკონომიკური და სოციალური სტრუქტურით (მუშა-მოსამსახურეთა, მომწოდებელთა, დასაქმებულთა და მომხმარებელთა რაოდენობა) გაცილებით კომპლექსურია, ვიდრე მისაერთებელი საწარმო. მიმართებელი კორპორაცია პოსტტრანზაქციულ აქტივობებში განაგრძობს ფუნქციონირებას, რჩება იურიდიულ პირად, რის გამოც მას „გადარჩენილ“ (*surviving*) კომპანიას უწოდებენ.<sup>1484</sup> კომბინაციაში მონაწილე მეორე პარტნიორი კომპანია წყვეტს არსებობას ანუ წყვეტს დამოუკიდებელ სუბიექტად ფუნქციონირებას, რის გამოც ის მიერთებულ, „გამქრალ“ საწარმოდ მოიხსენიება.<sup>1485</sup>

შერწყმის გამოვლინების ორი ძირითადი სახე არსებობს: შერწყმა შთანთქმით და კონსოლიდაციით.<sup>1486</sup> შერწყმის სახეობათა კლასიფიცირება, პირობითად, ორი მიმართულებით არის შესაძლებელი. პირველი, შერწყმის სახეთა დიფერენცირება სამეწარმეო საქმიანობის სტრუქტურული მიმართულების მიხედვით. ბიზნესსაქმიანობის კუთხით ფორმირებულ გაერთიანებათა კატალოგში შედის ვერტიკალური, ჰორიზონტალური და კონგლომერირებული შერწყმა.

<sup>1482</sup> მეწარმეთა შესახებ კანონის მე-14<sup>4</sup> მუხლი; R.M.B.C.A. § 11.02(a).

<sup>1483</sup> Bhagaban, Raskhit, Debasish, Corporate Restructuring, 2009, P.66.

<sup>1484</sup> Gevurtz, Corporation Law, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 676.

<sup>1485</sup> Cox, Hazen, Business Organizations Law, 3<sup>rd</sup> ed., 2011, P. 607.

<sup>1486</sup> Pinto, Branson, Understanding Corporate Law, 3<sup>rd</sup> ed., 2009, P. 144.



მეორე მიმართულების ფორმირებას ტრანზაქციის შესრულების სამართლებრივ სტრატეგიათა ინტერაქციები განსაზღვრავს. უკანასკნელი პირველის შესრულების პრაქტიკული რეალიზების სახეს უფრო მიეკუთვნება, ვიდრე არსობრივად დიფერენცირებულ შერწყმის ჯგუფს. შედეგად, ფორმირდება შერწყმის ისეთი სახეები, როგორიც აღმავალი, დაღმავალი და სამკუთხა შერწყმაა. მათი შესრულების მეთოდური სტრუქტურა შეიძლება იყოს აქციათა სვოპი ან ნაღდი ფული (ე.წ. *cash-out merger*).

#### 4.2.1. შერწყმის ძირითადი ფორმები

##### 4.2.1.1. „სვოპ“ შერწყმა

შერწყმის ტრანზაქციათა ტიპოლოგიური და კლასობრივი განსხვავებულობა საერთო ნიშნის ქვეშ ერთიანდება: მეორე პირველის შესრულების სამართლებრივ მექანიზმს წარმოადგენს. „სვოპ“ შერწყმა ერთ-ერთი ასეთი კლასის ტრანზაქციას განეკუთვნება.<sup>1487</sup>

ნორმატიული რეგულაციები მისი რეალიზების საშუალებას, აქციათა გაცვლის მეთოდს ფულით შერწყმის მეთოდისგან მიჯნავს. სვოპ შერწყმის შესრულებას გარკვეული წინარე გარემოებები სჭირდება. ის პოტენციური კომბინაციის მონაწილე მხარეთა შორის მოლაპარაკების ბაზისზე მიღწეულ შერწყმის გეგმას უნდა ემყარებოდეს,<sup>1488</sup> სადაც მონაწილე კომპანიებს დამოუკიდებელი სამართალსუბიექტის სტატუსი მოლაპარაკების დასრულების ეტაპამდე უნარჩუნდებათ.<sup>1489</sup> შერწყმის გეგმაში, რომელიც ორივე კომპანიის აქციონერთა საერთო კრების მიერ მისაღებ კორპორაციულ დოკუმენტს განეკუთვნება,<sup>1490</sup> განისაზღვრება ის ძირითადი პირობები, რომელიც შერწყმას სვოპ ხასიათს ანიჭებს. კერძოდ, თუ ტრანზაქციაში მონაწილე კომპანია წყვეტს არსებობას და უერთდება მეორე კორპორაციას, ხოლო მიერთებული საზოგადოების აქციონერები შერწყმის ანაზღაურების სახედ „გადარჩენილი“ საზოგადოების აქციებს ღებულობენ (*stock swap*), სახეზე სვოპ შერწყმაა.<sup>1491</sup> სხვა სიტყვებით, სამიზნე საზოგადოების შთანთქმა ხორციელდება შემდეგი სქემით: იწყება მოლაპარაკების წარმოება ტრანზაქციის თაობაზე. მოლაპარაკების მიღწევის შემდგომ იხსნება ქონების სატრანსფერო ფანჯარა, სადაც სამიზნე საზოგადოე-

<sup>1487</sup> „*stock-swap statutory merger*”. ის ასევე ცნობილია „*plain vanilla merger*”-ის სახელით. იხ. *Oesterle, Mergers and Acquisitions*, 2006, P. 5.

<sup>1488</sup> *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2009, P. 82-84.

<sup>1489</sup> *Haas, Corporate Finance*, 2011, P. 593-595.

<sup>1490</sup> *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2009, P. 65-70.

<sup>1491</sup> *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2009, P. 14.



ბის აქტივებისა და პასივების ტრანსფერირების სანაცვლოდ ხდება შემძენი საზოგადოების აქციათა გადაცემა სამიზნე კომპანიის აქციონერთათვის, პოსტ-ტრანზაქციულ ეტაპზე, სამიზნე საზოგადოება წყვეტს არსებობას და ხდება მისი აქტივებისა და პასივების მიმართებული კორპორაციის აქტივებსა და პასივებთან კომბინირება.<sup>1492</sup>

აქტივებისა და პასივების „გადასვლა“ განსაკუთრებული ხასიათით გამოირჩევა. შერწყმის შემთხვევაში, ერთი კორპორაციის არც ქონება და არც აქციები მეორე კორპორაციას ფიზიკურად არ გადაეცემა, რაც „ქონების ფიქციური ტრანსფერისა“<sup>1493</sup> და „წილის ფიქციური ტრანსფერის“<sup>1494</sup> არსიდან გამომდინარეობს.<sup>1495</sup> მიერთებული საზოგადოების აქციონერები ეკვაიერ კომპანიაში ფლობენ წინა კომპანიაში არსებულ აქციებსა და მიმართებული კომპანიის მიერ ტრანზაქციის დასაფინანსებლად გამოშვებულ ახალ აქციებს.<sup>1496</sup>

შერწყმის განხორციელების აღნიშნული სახის დადებით მხარეს მისი საგადასახადო რეგულაციები წარმოადგენს.<sup>1497</sup> ის ექცევა რეორგანიზაციის განმარტებაში.<sup>1498</sup> კომბინაციაში მონაწილე მხარეები კონკრეტულ წმინდა შემოსავალს არ ღებულობენ, ისინი საინვესტიციო პორტფოლიოს სახის ცვლილებით შემოიფარგლებიან. აქციათა გაცვლით ხდება ინვესტირების ფორმის შეცვლა კორპორაციის რეორგანიზაციის საფუძველზე. ეს კი მისი საგადასახადო გადასახადისგან გათავისუფლების საფუძველია.<sup>1499</sup>

შერწყმის ამ სახეობის<sup>1500</sup> შედეგად ეკვაიერ კომპანიას ორგანიზაციული კუთხით მენეჯმენტი, მართვის ორგანოები უცვლელი რჩება. მაგრამ იცვლება აქციონერთა სტრუქტურა შემომატებულ აქციონერთა ხარჯზე. ამასთან, თუ შემოერთებული საზოგადოების წილობრივი კოეფიციენტი საკმაოდ მაღალია შემძენი საზოგადოების სააქციო კაპიტალთან მიმართებით, „გადარჩენილ“ კორპორაციაში კონტროლის შეცვლის მაღალი ალბათობა არსებობს, რაც, თავის

<sup>1492</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 57,58.

<sup>1493</sup> “stock transfer fiction”. იხ. Kwall, What is a Merger? The Case for Taxing Cash Mergers Like Stock Sales, 32 Iowa J. Corp. L. 2006, P. 5-7.

<sup>1494</sup> “asset transfer fiction”. იხ. Kwall, What is a Merger? The Case for Taxing Cash Mergers Like Stock Sales, 32 Iowa J. Corp. L. 2006, P. 7-9.

<sup>1495</sup> იხ. Kwall, What is a Merger? The Case for Taxing Cash Mergers Like Stock Sales, 32 Iowa J. Corp. L. 2006, P. 1, 10-37. შეად. Hamilton, Corporations, 2000, P. 611.

<sup>1496</sup> Oesterle, Mergers and Acquisitions, 2006, P. 6.

<sup>1497</sup> Haas, Corporate Finance, 2011, P. 597.

<sup>1498</sup> IRC. 338(a)(1)(A). იხ. Federal Income Tax, Code and Regulations, (edit. Dickinson), 2012-2013, P. 341.

<sup>1499</sup> Burke, Federal Income Taxation of Corporations and Stockholders, 6<sup>th</sup> ed., 2007, P. 268-277.

<sup>1500</sup> სვობ შერწყმის დროს, თუ კომბინაციაში მონაწილეობს ორი ისეთი კორპორაცია, რომელთაც შერწყმის ხელშეკრულებით თანაბარი უფლებებით აღიჭურვებიან, ანუ შერწყმის შედეგად ჩამოყალიბებული საზოგადოების აქციები მათ შორის პარიტეტულად განაწილდება, სახეზეა შერწყმის სუბტი პი.ე.წ. merger of equals. იხ. Haas, Corporate Finance, 2011, P. 598.



მხრივ, მენეჯმენტის შეცვლის პოტენციურ შესაძლებლობასაც მოიცავს. ასევე, თუ ტრანზაქციის დასაფინანსებლად (ახალი აქციების გამოშვების შემთხვევაში) შემძენი საწარმო სასესხო ვალდებულებით დაიტვირთება, ეს მისი კაპიტალის რესტრუქტურიზირების საბაბი გახდება. სამიზნე კორპორაცია, როგორც წესი, იშლება.<sup>1501</sup>

დასასრულს, სვობ შერწყმა ისეთი კლასის შერწყმის კომბინაციის ფორმირების საშუალებას წარმოადგენს, რომლის გამოყენება შესაძლებელია შერწყმის დიფერენცირებულ ტიპოლოგიათა მიმართ. შედეგად, შესაძლოა განხორციელდეს ჰორიზონტალური, ვერტიკალური, აღმავალი ან დაღმავალი შერწყმა სვობ ტექნიკის ტრანზაქციაში ინტეგრირების საშუალებით.

#### 4.2.1.2. „შერწყმა ფულით“ (CASH-FOR-STOCK MERGER)

შერწყმის ტრანზაქციის შედეგები გასაერთიანებელ თუ მისაერთებელ საწარმოთათვის, კომბინაციის სტრუქტურის ფორმულირებაზეა დამოკიდებული. იმის მიხედვით, შერწყმის გეგმაში ანაზღაურების სახედ რა განისაზღვრება, შესაძლებელია შერწყმის კიდევ ერთი სახის გენერირება.<sup>1502</sup> ტრანზაქციის არსი მდგომარეობს მისაერთებელი საწარმოს აქციონერთათვის საზოგადოების ქონების გადაცემის კონტრიბუციად ნაღდი ფულის გადაცემაში. წინა ტაქტიკისგან განსხვავებით, მისაერთებელი კორპორაციის აქციონერები ეკვაიერ კომპანიას აქტივებსა და პასივებს გადასცემენ, რითიც მათი კაპიტალის დენივესტირებას ახორციელებენ. გამონაკლისი არსებობს იმ შემთხვევისთვის, თუ მიერთებული კორპორაცია ანაზღაურების სახედ მიმაერთებელი კორპორაციის ხმის უფლების არმქონე პრივილეგიებულ ან ჩვეულებრივ აქციებს ან სასესხო ფასიან ქაღალდებს მიიღებს.<sup>1503</sup>

შერწყმის აღნიშნული ტექნიკა ორეტაპიანი შეძენის რელევანტურ სექციას წარმოადგენს.<sup>1504</sup> კაპიტალის ბაზარზე საკონტროლო პაკეტის დაუფლება „რაიდერს“ სამიზნე საწარმოს შთანთქმის ჰიპოტეტურ წინაპირობებს უკვალიფიცირებს.<sup>1505</sup> ზღვრული მაჩვენებლის მიღწევა (20%-35%) საერთო კრების გადაწყვეტილების მიმართულების მიმცემი ხდება. სამიზნე საზოგადოებაში შემძენი ამტკიცებს შერწყმის გეგმას. ეკვაიერი შეძენის მეორე ეტაპზე შერწყმის ტაქტიკური სვლით სამიზნე კომპანიაში დარჩენილ აქციონერებს განდევ-

<sup>1501</sup> საგამონაკლისო შემთხვევისთვის, იხ. *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 55-57.

<sup>1502</sup> *Fletcher, Fletcher Cyclopedic of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2009, P. 102-106.

<sup>1503</sup> *Oesterle, Mergers and Acquisitions*, 2006, P. 7.

<sup>1504</sup> იხ. *Irving Bank Corp. v. Bank of New York*, 530 N.Y.s.2d. 757 (N.Y.Sup.Ct. 1988).

<sup>1505</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 133.

ნის.<sup>1506</sup> ამისთვის ის მცირე აქციონერებს სთავაზობს ფულს. ორეტაპიანი შედეგის მეორე საფეხურზე *cash out merger*—ით მცირე აქციონერთა ლიკვიდირება გამოსყიდულ აქციათა ღირებულებაზე აისახება. შესაძლოა მცირე აქციონერმა ანაზღაურების სახით იმაზე ნაკლები მიიღოს, ვიდრე კაპიტალის ბაზარზე სატენდერო შეთავაზება შეიცავდა.<sup>1507</sup> მცირე აქციონერთა ინტერესების დაცვის კუთხით, მსგავსი ტიპის ტრანზაქციის მიზანი და განდევნილ აქციონერთა „სამართლიანი“ მოპყრობა სასამართლო მტკიცების საგანია. ტრანზაქცია<sup>1508</sup> უნდა ემსახუროდეს ბიზნესსტრატეგიებით გამყარებულ კომერციულ მიზნებს.<sup>1509</sup> მოკლედ, აღწერილი მოცემულობა მშობელი კორპორაციის მიერ შვილობილ კომპანიაში მცირე აქციონერთა მოცილების და მის 100%-იან შვილობილ საწარმოდ გარდაქმნის მექანიზმია.<sup>1510</sup>

შერწყმის აღნიშნული სახის მთავარი ნიშანსვეტი სამიზნე საზოგადოების მეწილეთა ფაქტობრივ დეინვესტირებასა და საგადასახადო ასპექტებშია. პირველ შემთხვევაში, ისინი ფულის ან ხმის უფლების არმქონე ფასიან ქაღალდთა სანაცვლოდ საზოგადოებას „თმობენ“. გადაწყვეტილება აქციონერთა საერთო კრების კომპეტენციის ფარგლებში მიიღება.<sup>1511</sup> კომბინაციაში მონაწილე კომპანიათა პოსტტრანზაქციული ბედი წინა სახის ტრანზაქციის იდენტურია.

რაც შეეხება საგადასახადო სეგმენტს, *cash out merger* განსაზღვრული ფულადი სახსრების მიმოქცევას განაპირობებს, რის საფუძველზეც ფიქსირდება კორპორაციათა მიერ შემოსავლების მიღება.<sup>1512</sup> საგადასახადო მიზნებისთვის კი, საწარმოს დონეზე მიღებული შემოსავალი უკვე დასაბეგრ კატეგორიაში ექცევა, რადგან არ ჯდება რეორგანიზაციის დეფინიციაში.<sup>1513</sup> ამიტომ, მსგავსი ტიპის შერწყმის არასასურველ მხარეს აქციონერთა დონეზე საგადასახადო დაბეგვრა წარმოადგენს.<sup>1514</sup>

მეორე მხრივ, შერწყმის ეს სახე საშუალებას აძლევს შემძენ კომპანიას თითქმის ყოველგვარი სტრუქტურული ცვლილებისგან აირიდოს თავი. ფულის

<sup>1506</sup> იგივე: “*back-end merger*“. იხ. *Oesterle, Mergers and Acquisitions*, 2006, P. 21; *Ventoruzzo, Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposal*, Working Paper №137, 2009, P. 31.

<sup>1507</sup> *Gevurtz, Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 760-764.

<sup>1508</sup> მოცემულ ელემენტთა იდენტური ნიშნების მატარებელია *Squeeze-Out, Freeze-Out Merger*. კორპორაციულ კომბინაციებში აქციონერთა განდევნის (*Freeze-Out*) ყველაზე გავრცელებულ საშუალებას შერწყმა წარმოადგენს. იხ. *Gevurtz, Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 765-768.

<sup>1509</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 134-136.

<sup>1510</sup> *Oesterle, Mergers and Acquisitions*, 2006, P. 21-23; *Gevurtz, Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 765.

<sup>1511</sup> *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2009, §7183, P. 513,514.

<sup>1512</sup> *Haas, Corporate Finance*, 2011, P. 599.

<sup>1513</sup> *Federal Income Tax, Code and Regulations*, (edit. *Dickinson*), 2012-2013, P. 341,342.

<sup>1514</sup> *Lind, Schwarz, Lathrope, Rosenberg, Fundamentals of Corporate Taxation*, 8<sup>th</sup> ed., 2012, P. 14-19.



სანაცვლოდ სამიზნე სს-ის ქონების მიღება და მისი დაშლა ისე, რომ შეძენილი საწარმოს აქციონერები წილობრივ მონაწილეობას „გადარჩენილ“ კომპანიაში არ ღებულობენ, ეკვაიერი კომპანიის აქციონერთა სტრუქტურაზე დადებით გავლენას ახდენს. კერძოდ, არ იცვლება აქციონერთა პროფილი, არ ხდება ფასის ქაღალდთა სუსტი კონცენტრაციების შექმნა სხვა აქციონერთა შემომატების ხარჯზე და მათთვის კონტროლის მექანიზმთა განაწილება. ეკვაიერი ფირმის მთავარი უარყოფითი მომენტი დგება მაშინ, თუ შერწყმის ტრანზაქციის დასაფინანსებლად მას არ გააჩნია თავისუფალი ფინანსური სახსრები (*free cash flow*). ფინანსური სახსრების მოზიდვა სესხისა და საიჯარო ხელშეკრულების ფორმით მოხდება.<sup>1515</sup> სასესხო კაპიტალი ობლიგაციებისა და ახალი აქციების გამოშვებაში ინვესტირდება.<sup>1516</sup> სხვა სიტყვებით, შესაძლებელია კაპიტალის სტრუქტურის შეცვლა აქტივების პასივებთან (*equity/debt-financing*) თანაფარდობის გაზრდით.<sup>1517</sup> ეკვაიერი კომპანიის აქციონერთა საკუთრებაში აღმოჩნდება სასესხო თანხების მაღალი პროცენტული მაჩვენებლებით კაპიტალიზებული კორპორაცია, როგორც პოსტტრანზაქციულად ჩამოყალიბებული ერთეული.

#### 4.2.1.3. სამკუთხა შერწყმა

ტრადიციულ კორპორაციულ კომბინაციათა სამწვეროვანი ფორმიდან ინდიფერენტული კომბინაციური სვლების სქემატური განვრცობა დივერგენსულ რეგულაციათა *bona fide* უგულებელყოფით სრულდება. ტაქტიკათა ინტერაქციული სელექცია საგადასახადო მოთხოვნათა გვერდის ავლის სტრატეგიულ მექანიზმს წარმოშობს. ტრანზაქციის სასურველი სტრატეგიით შესრულების მეორე ადრესატი მცირე აქციონერთა უფლებების რეგულატორულ ფარგლებში შეზღუდვაა.<sup>1518</sup> ანალოგიური შედეგების დადგომის ბუფერული ზონის შექმნა სამწვეროვანი შერწყმის<sup>1519</sup> პრაქტიკული სისტემატიზირებით შეიძლება.<sup>1520</sup> შექმნილი ბუფერის უტილიზირების რამდენიმე პრინციპული ფაქტორი არსებობს. წევრთა სიმრავლე კომბინაციურ სვლას ართულებს. შერწყმის კომპლექსური ტრანზაქცია გამოიყენება სამიზნე საზოგადოების ვალდებულებათა მის ვალდებულებად ავტომატური ტრანსფორმაციისა და არასასურველი პასუხისმგებლობის თავიდან აცილებისთვის.<sup>1521</sup> ტაქტიკური სვლა შერწყმის უარყოფითი

<sup>1515</sup> Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 6A, 1997, §2840, P. 374-376.

<sup>1516</sup> Booth, Financing the Corporation, 2010, P. 2-37.

<sup>1517</sup> Lind, Schwarz, Lathrope, Rosenberg, Fundamentals of Corporate Taxation, 8<sup>th</sup> ed., 2012, P. 121-135.

<sup>1518</sup> Cox, Hazen, Business Organizations Law, 2011, P. 618,619.

<sup>1519</sup> Palmiter, Corporations, 2006, P. 608-609.

<sup>1520</sup> Ginnings, Jones, Triangular Mergers in Texas, 12 Hous. L. Rev., 1975, P. 307.

<sup>1521</sup> Ginnings, Jones, Triangular Mergers in Texas, 12 Hous. L. Rev., 1975, P. 319.

ელემენტების მოცილებისა და შეძენის დადებითი ასპექტების კომბინირებული ვარიანტის მაქსიმალურ უტილიზაციას ნორმატიული წესრიგის დარღვევის გარეშე ახდენს.<sup>1522</sup> კომპლექსურობის დადებითი მხარე ტრანზაქციის მართვის იმპლემენტირებაა. შერწყმის ტრადიციულად რთული მხარე მონაწილე წარტანიორთა ინდივიდუალური კრების გადაწყვეტილების საჭიროებაა. ეკვაირი კომპანიის მენეჯმენტი სამწევროვანი შეძენით საკუთარი ძალის დემონსტრირებას<sup>1523</sup> და აქციონერთა კონტროლის მანიპულაციურ შეზღუდვას სტრატეგიული დაგეგმარებით აღწევს. სამკუთხა შერწყმა შემძენი კორპორაციის აქციონერთა მიერ შერწყმის დამტკიცების პროცედურას არ საჭიროებს. საკმარისია ბოროლის გადაწყვეტილება, რადგან ნებადართული აქციების გაცემა ღირეექტორთა კომპეტენციას განეკუთვნება,<sup>1524</sup> გარდა იმ შემთხვევისა, თუ ტრანზაქციისთვის საჭირო ნებადართულ აქციათა საკმაო რაოდენობა არ აქვს და აუცილებელია წესდებაში ცვლილების შეტანა ახალი აქციების გამოშვების გადაწყვეტილების მისაღებად.<sup>1525</sup> ხმის მიცემის განუხორციელებლობა აქციონერთა ეფრაიზალის უფლებას არ წარმოშობს. მოთხოვნის არარსებობა და ტრანზაქციის დამტკიცების ბიუროკრატიული მოთხოვნების გვერდის ავლა სამწევრიანი შერწყმის სტრატეგიის გამოყენების წამახალისებელი ნიუანსებია. მაგრამ არსებობს კიდევ ერთი ნიუანსი - სამიზნე საზოგადოების კრედიტორთა ეკვაირი კომპანიის მევალედ ტრანსფორმირების დასაშვებობა. სვოპი სამიზნე საზოგადოების მევალის მოთხოვნის სუბიექტს ცვლის. შემძენის სურვილია შეიერთოს სამიზნე საზოგადოება, მაგრამ არ შეამციროს საკუთარი კაპიტალის მყარი კონცენტრაცია შემომატებული ვალდებულების ხარჯზე. შერწყმის ფაქტობრივი განხორციელება, მაგრამ შესყიდული ბიზნესის განცალკევებული მენეჯმენტით მართვა, სამკუთხა შერწყმის სტრატეგიის ბოლო საფეხურზე დგას.<sup>1526</sup> უკანასკნელი ტაქტიკური სვლა, შემძენ კორპორაციას *entity shielding* მექანიზმის პრაქტიკულ ადაპტირებას უწყობს ხელს.<sup>1527</sup>

ლოგიკურია, რომ კომბინაციის კომპლექსურობა გართულებულ სამართლებრივ კონსტრუქციებს წარმოშობს. ტრანზაქციის სისტემური მიდგომის არსიორ გამოვლინებაში კონსტრუქტირდება: სამიზნე საზოგადოებასთან პირდაპირ სამკუთხა შერწყმასა და რევერსულ სამკუთხა შერწყმაში.

<sup>1522</sup> Note, Three-Party Mergers: The Fourth Form of Corporate Acquisition, 57 Va. L. Rev., 1971, P. 1242-1248.

<sup>1523</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 2, 2010, P. 43-48.

<sup>1524</sup> იხ. Equity Group Holdings v. DMG, Inc., 576 F.Supp. 1197 (S.D.Fla. 1983).

<sup>1525</sup> Gevurtz, Corporation Law, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 691.

<sup>1526</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 52.

<sup>1527</sup> Hansmann, Kraakman, The Essential Role of Organizational Law, Yale L. J., 2000, P. 4-8; . Hansmann, Kraakman, Squire, Law and Rise of the Firm, Har. L. Rev., 2006, P. 2-4



პოტენციური შემძენის მიერ სამიზნე კომპანიაში შეღწევის მომდევნო ეტაპზე ტრანზაქციის სტრუქტურირების პროცესი იწყება. სამკუთხა შერწყმის სუბტიპი პირდაპირი სამკუთხა შერწყმაა.<sup>1528</sup> სამწვეროვანი შერწყმის უბი რატესობათა უტილიზირება ტიპიურ ტრანზაქციაში მესამე მონაწილე პარტნიორის ჩართვის შედეგად ხდება. ტრანზაქციის ატიპური მოვლენა სწორედ ეს არის. ეკვაიერი და სამიზნე საზოგადოება ხელშეკრულების უშუალო მხარეები არ არიან. სამიზნე კორპორაცია აფუძნებს „ფანტომ“ კომპანიას<sup>1529</sup> ბიზნეს-საქმიანობის კონკრეტული მიზნით: შერწყმის ტრანზაქციის შესრულებისთვის. დაფუძნებული კომპანია არის ეკვაიერის სრულ საკუთრებაში არსებული შვილობილი კომპანია. მისი კაპიტალიზაციის წყარო შემძენი კორპორაციის მიერ გადაცემული შეტანაუნარიანი ობიექტებია.<sup>1530</sup> სანაცვლოდ, შემძენი კორპორაცია იღებს აქციათა პაკეტს.<sup>1531</sup> ხაზგასასმელია, რომ შემძენი კორპორაცია „საჯარო“ კორპორაციაა, ხოლო ახლად დაფუძნებული სუბსიდიარი მხოლოდ ტრანზაქციის მიზნებისთვის არის შექმნილი.<sup>1532</sup>

ჩვეულებრივ შერწყმას პარტნიორი კომპანიების აქციონერთა საერთო კრების გადაწყვეტილება სჭირდება. სამწვეროვანი შერწყმის შესრულება, რეალურად, ტიპიური შერწყმაა, რომელიც აუცილებლად აქციონერთა მიერ უნდა იქნეს დამტკიცებული.<sup>1533</sup> სამკუთხა შერწყმის დროს ეს საკითხი დილემას არ წარმოშობს. გადაწყვეტილების მიღება შემძენის შვილობილი კომპანიის მიერ ხდება. „ფანტომი“ კორპორაციის ერთადერთი აქციონერი ეკვაიერი კომპანიაა. კორპორაცია გარე სამართლებრივ ურთიერთობებში ბორდის საშუალებით გამოდის. ეს ნიშნავს, რომ შვილობილი კორპორაციის მიერ შერწყმის გეგმის დამტკიცების შესახებ გადაწყვეტილებას ეკვაიერი კორპორაციის მენეჯმენტი იღებს.<sup>1534</sup> პირდაპირი შერწყმა დაფუძნებული შვილობილი კომპანიის სამიზნე კორპორაციასთან შერწყმას მიერთებით გულისხმობს. სამიზნე საზოგადოების აქციონერები შერწყმის ანაზღაურებისთვის იღებენ შემძენის შვილობილი კორპორაციის აქციებს, ანუ ისინი, თუ შვილობილი საწარმოს კაპიტალი მშობელი კომპანიის აქციებით არის ფორმირებული, ფაქტობრივად, ეკვაიერი საზოგადოე-

<sup>1528</sup> იხ. Kwall, What is a Merger? The Case for Taxing Cash Mergers Like Stock Sales, 32 Iowa J. Corp. L. 2006, P. 15-16.

<sup>1529</sup> phantom corporatarion. იხ. Lynch, A Concern for the Interests of Minority Shareholders Under Modern Corporation Laws, 3 J. Corp. L., 1977, P. 19-33. ის მომდინარეობს სამწვეროვანი შერწყმის „ფანტომ“ შერწყმად (phantom merger) სასამართლო გადაწყვეტილებაში გაუღერების შემდგომი პერიოდიდან. იხ. Marcou v. Federal Trust Co., 268 A.2d 629 (Me. 1970).

<sup>1530</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 2, 2010, P. 322-327.

<sup>1531</sup> Bhagaban, Raskhit, Debasish, Corporate Restructuring, 2009, P. 73.

<sup>1532</sup> Hamilton, Corporations, 2000, P. 614.

<sup>1533</sup> Gevurtz, Corporation Law, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 690.

<sup>1534</sup> Haas, Corporate Finance, 2011, P.603.

ბის აქციების მესაკუთრენი ხდებიან.<sup>1535</sup>

პოსტტრანზაქციული მოცემულობის თანახმად, ეკვაიერი შვილობილი საწარმოს 100%-იანი მესაკუთრეა, ხოლო ეს უკანასკნელი სამიზნე კორპორაციის მთლიანი აქტივებისა და პასივების მესაკუთრე ხდება. პირდაპირი სამკუთხა შერწყმის სტრატეგიული გათვლა ეკვაიერი საწარმოს აქციონერთა გადაწყვეტილების თავიდან არიდების,<sup>1536</sup> მათთვის ეფრაიზალის უფლების ჩამორთმევისა და სამიზნე საზოგადოების განცალკევებულ სუბიექტად შენარჩუნებაში მდგომარეობს.<sup>1537</sup> თუ შემდენი კორპორაცია შვილობილი კომპანიის გაუქმებას გადაწყვეტს, მან უნდა გამოიყენოს „მოკლე“ შერწყმის დებულებები.<sup>1538</sup> შედეგები ტიპური შერწყმის ანალოგიური იქნება.

#### 4.2.1.3.2. რევერსული სამკუთხა შერწყმა

სამკუთხა შერწყმის მეორე სუბტიპია რევერსული შერწყმა.<sup>1539</sup> შერწყმის ტრანზაქციის სტრუქტურირებაში შვილობილი კომპანიის ჩართვა ორი მიმართულებით არის შესაძლებელი. პირველი მიმართულების რეალიზება პირდაპირი სამკუთხა გაერთიანებით ხდება. მეორე შემთხვევა, შვილობილი კომპანიის შერწყმის განსხვავებულ მექანიზმად გამოყენებას გულისხმობს.<sup>1540</sup> რევერსული სამკუთხა შერწყმის პროცედურული თავისებურება ეკვაიერის შვილობილი კომპანიის პოსტტრანზაქციული ბედით აიხსნება.<sup>1541</sup> სამიზნე საზოგადოებასა და შემდენის სუბსიდიარს შორის შერწყმის ხელშეკრულებაში კომბინაციის სახედ სამიზნე საზოგადოების მიმართებულ საზოგადოებად განსაზღვრა ხდება.<sup>1542</sup> მიერთების გეგმა სუბსიდიარის ფუნქციონირების შეწყვეტას გულისხმობს. შედეგი დგება ჩვეულებრივი შედენის მსგავსი, მაგრამ ინტერფეისისა, თითქოს სამიზნე საზოგადოება ეკვაიერი კომპანიის შვილობილი საწარმოს შედენის ინიციატორი და განმახორციელებელი იყოს. ინტერფეისის რეალურად არსებულ ინტერიერს შებრუნებულ სახეს აძლევს, რის გამოც მსგავსი ტიპის

<sup>1535</sup> Cox, Hazen, Business Organizations Law, 2011, P. 627.

<sup>1536</sup> არსებობს საგამონაკლისო შემთხვევა. თუ სამწევროვანი შერწყმის შედეგად შემდენი საზოგადოების აქციონერთა შერწყმამდე არსებული ზმის უფლების სტრუქტურა შესუსტდება 5-6%-ით, მაშინ აქციონერები შერწყმის განხორციელებას კენჭი უნდა უყარონ. იხ. M.B.C.A. §6.21(f), Official Comment, 2009.

<sup>1537</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 53.

<sup>1538</sup> Cox, Hazen, Business Organizations Law, 2011, P. 626.

<sup>1539</sup> Bhagaban, Raskhit, Debasish, Corporate Restructuring, 2009, P. 74.

<sup>1540</sup> Hamilton, Corporations, 2000, P. 617, 618.

<sup>1541</sup> Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials, 2000, P. 714-716.

<sup>1542</sup> Schneeman, The Law of the Corporations and Other Business Organizations, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 490-491.



სტრუქტურულ ტრანზაქციას „რევერსული“ შერწყმა ეწოდება.<sup>1543</sup>

ეს სტრატეგია შემდეგ კორპორაციას საშუალებას აძლევს სამიზნე საზოგადოება ფაქტობრივად მიიერთოს, მაგრამ ისე, რომ მან (სამიზნემ) სამართალსუბიექტობა შეინარჩუნოს. სამიზნე საწარმოს იურიდიული თვითმყოფადობის შენარჩუნება შემდეგნაირად სახელშეკრულებო ურთიერთობის ჩამოყალიბებით მიიღწევა, რაც ერთგვარ საფრთხეს ქმნის, რომ რევერსულ სამკუთხა შერწყმაში ანტი-განაწილებითი დათქმები<sup>1544</sup> იქნეს გათვალისწინებული, რომელიც უფლებათა და ვალდებულებათა არასასურველი გადასვლის პროცესის პრაგმატული განმსაზღვრელია.<sup>1545</sup>

იურიდიული პირის სტატუსის შენარჩუნების მიზანი მრავალგვარი შეიძლება იყოს. ის შესაძლოა ემსახურებოდეს მუშა-მოსამსახურებთან შრომის ხელშეკრულების ხელახლა გაფორმების მოლაპარაკებების წარმოებისა და სამიზნე საზოგადოების ქონების ფორმალური გადაცემის პროცედურათა თავიდან არიდებას.<sup>1546</sup>

რევერსული სამკუთხა შერწყმის დაფინანსება შესაძლებელია აქციებით, ფულით, სასესხო ფასიანი ქაღალდით ან მათი კომბინირებული ვარიანტით. შესაბამისად, მისი გამოყენება სვოპ შერწყმის, ფულის სანაცვლოდ გაერთიანების მიმართებითაც შეიძლება. სამკუთხა გაერთიანება მხოლოდ შერწყმის სტრატ-

<sup>1543</sup> იხ. *Kwall*, What is a Merger? The Case for Taxing Cash Mergers Like Stock Sales, 32 *Iowa J. Corp. L.* 2006, P. 16. რევერსული სამკუთხა შერწყმის მონაწილე სუბიექტთა სტატუსი, იურიდიულ დოქტრინაში, შერწყმის კიდევ ერთი ფორმის დეტერმინაციას ახდენს. რევერსული შერწყმის დროს, გაუქმებული კორპორაციის აქციონერი (ანუ ეკვაირი კორპორაცია) ტრანზაქციის დასრულების შემდგომ შერწყმის შედეგად „გადარჩენილი“ საწარმოს ყველა ან თითქმის ყველა აქციის მფლობელი ხდება. ეს მოსაზრება სამართლებრივი მტკიცების სფეროში მოექცა. ეჭვგარეშეა, რომ ჩვეულებრივი შერწყმის დროს შემძენი კომპანია „გადარჩენილი“ საწარმოს სტატუსით სარგებლობს. ამის საპირისპიროდ, კორპორაცია, რომლის აქციონერებიც რევერსული შერწყმის შედეგად ორივე კომპანიაში, კომბინირებულად, აქციათა მცირე პაკეტის მფლობელნი ხდებიან და შესაძლებელია ფულის სანაცვლოდ მოუწიოთ საწარმოში თავიანთი ინტერესის დათმობა, შეიძლება „გადარჩენილ“ კორპორაციად ჩაითვალოს. სტატუსის ცალმხრივი განუსაზღვრელობა ტრანზაქციის „თავდაყირა შერწყმად“ (ე.წ. *upside-down merger*) კვალიფიცირებას იწვევს, რომელიც სამიზნე საზოგადოების აქციონერთა უფლებრივი მდგომარეობის გაუარესებას იწვევს. იხ. *Gevurtz*, *Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 692.

<sup>1544</sup> „განაწილებაში“ მოიაზრება სახელშეკრულებო უფლებათა ან ქონების გადაცემა, რომელიც შერწყმის აუცილებელი ატრიბუტია. ანტი-განაწილებითი დათქმა სახელშეკრულებო სამართალში არსებული სახელშეკრულებო მოთხოვნებისა და ვალდებულებათა თავისუფალი გადასვლის ზოგადი პრინციპის საპირწონედ გაითვალისწინება რევერსული სამკუთხა შერწყმის დროს, რაც ნიშნავს, რომ სახელშეკრულებო მოთხოვნათა და ქონების გადაცემას ურთიერთობაში მონაწილე ყველა მხარის თანხმობა ესაჭიროება, ანუ აკრძალულია თავისუფალი გადასვლა. იხ. *Kung*, The Reverse Triangular Merger Loophole and Enforcing Anti-Assignment Clauses in Symposium: Original Ideas on Originalism, 103 *Nw. U.L. Rev.*, 2009, P. 1038-1042, 1045-1047.

<sup>1545</sup> *Kung*, The Reverse Triangular Merger Loophole and Enforcing Anti-Assignment Clauses in Symposium: Original Ideas on Originalism, 103 *Nw. U.L. Rev.*, 2009, 1037-1069.

<sup>1546</sup> *Cox, Hazen*, *Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 54.

ვეებში არ ლავირებს. მისი უტილიზაცია შესაძლებელია სამიზნე საზოგადოების ქონებრივი შეძენის სტრუქტურირებისთვის.<sup>1547</sup>

#### 4.2.1.4. „მოკლე“ შერწყმა

„მოკლე“ შერწყმის სტრატეგია ორეტაპიანი შეძენის მეორე საფეხურზე გამოყენებად საშუალებასა<sup>1548</sup> და მშობელ-შვილობილ საწარმოს გაერთიანების შემთხვევებში გამოიყენება.<sup>1549</sup> ყველა სამართლებრივ სისტემაში შერწყმის სპეციფიკური სტატუსით სარგებლობს მშობელ-შვილობილ საწარმოს შორის (და რევერსულად) შერწყმის კომბინაცია და ექვემდებარება ნორმატიულ წესრიგს.<sup>1550</sup> მისი განხორციელების კომპეტენციის მოპოვების წინაპირობა შვილობილ საწარმოში ხმის უფლების მქონე აქციათა მინიმუმ 90%-ის ფლობაა.<sup>1551</sup> „მოკლე ფორმის შერწყმა“ შვილობილი კომპანიის მიერთების გზით არის „აღმავალი შერწყმა“ (ე.წ. *upstream-merger*),<sup>1552</sup> რომლის ლეგიტიმირება არ საჭიროებს სუბსიდიარის აქციონერთა საერთო კრების ან ბორდის გადაწყვეტილებას. შვილობილი კომპანიის მენეჯმენტის მიერ მიერთების საკითხის განხილვის დღის წესრიგში დაყენება უსარგებლოა, რადგან მშობელ კომპანიას მასზე ზეგავლენის მოხდენა ყოველგვარი დაბრკოლების გარეშე შეუძლია.<sup>1553</sup> „აღმავალი“ შერწყმის შესრულება მხოლოდ მშობელი კორპორაციის ბორდის კომპეტენციის ფარგლებში ხორციელდება, რადგან შერწყმა არ იწვევს შეძენი საზოგადოების წესდებაში ცვლილებების შეტანას, არ ამცირებს აქციონერთა ხმის უფლებებს და არ საჭიროებს დამატებითი აქციების ავტორიზებას.<sup>1554</sup> შერწყმის ერთადერთი პროცედურული მოთხოვნაა, რომ შერწყმის ძალაში შესვლიდან 10 დღეში დაეგზავნოს სუბსიდიარის ყველა აქციონერს გაერთიანების ამოქმედების შესახებ შეტყობინება.<sup>1555</sup> გამარტივებული პროცედურული სქემის არსებობის გამო, შერწყმის ამ ფორმით შესრულებას დროის მცირე მონაკვეთი სჭირდება. შესაბამისად, ის „მოკლე ფორმის შერწყმად“ არის აღიარებული.<sup>1556</sup>

„მოკლე“ შერწყმის მეორე სუბტიპს „დაღმავალი“ შერწყმა (ე.წ. *down-*

<sup>1547</sup> Cox, Hazen, Business Organizations Law, 2011, P. 629.

<sup>1548</sup> Haas, Corporate Finance, 2011, P. 600.

<sup>1549</sup> Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2009, P. 35.

<sup>1550</sup> M.B.C.A. §11.05.

<sup>1551</sup> Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2009, P. 36.

<sup>1552</sup> Oesterle, Mergers and Acquisitions, 2006, P. 10.

<sup>1553</sup> M.B.C.A. §11.05, Official Comment 2009.

<sup>1554</sup> M.B.C.A. §11.05, Official Comment 2009.

<sup>1555</sup> M.B.C.A. §11.05(b).

<sup>1556</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 49.



stream-merger) წარმოადგენს. შერწყმის უკანასკნელი ფორმა, განსხვავებით წინა სუბტიპისგან, გამკაცრებულ პროცედურას მოიცავს. მის შესასრულებლად აუცილებელია მშობელი კორპორაციის აქციონერთა საერთო კრების გადაწყვეტილება.<sup>1557</sup>

„მოკლე ფორმის“ შერწყმის მნიშვნელოვანი სახასიათო შედეგია მშობელი და შვილობილი საწარმოს აქციონერთა ტრანზაქციული უფლებების უგულებელყოფა. კერძოდ, „მოკლე შერწყმის“ პროცესში უკმაყოფილო აქციონერებს არ აქვთ სამართლებრივი საფუძველი გადაწყვეტილების შეწინააღმდეგებისა.<sup>1558</sup> დისიდენტური უფლების შეზღუდვა ტრანზაქციის დამტკიცების უფლების არარსებობის კაუზალური შედეგია. ერთადერთი დაცვის მექანიზმი მცირე აქციონერთა საკუთრებაში არსებული წილის ღირებულების ეფრაიზალით დაცულობაშია. ეს ნიშნავს, რომ თუ შერწყმით უკმაყოფილო აქციონერი მოისურვებს საზოგადოების დატოვებას წილის ეკვივალენტი ღირებულების სამართლიანი განსაზღვრა ეფრაიზალის უფლების ქვეშ იქნება დაცული.<sup>1559</sup> ანალოგიურ მოწესრიგებას შეიცავს ქართული კანონმდებლობა, რომელიც სს-ის რეორგანიზაციის შესახებ მიღებული გადაწყვეტილებით უკმაყოფილო აქციონერს აძლევს საზოგადოების დატოვების შესაძლებლობასა და სამართლიანი ანაზღაურების მიღების უფლებას.<sup>1560</sup> მიუხედავად ეფრაიზალის უფლებით დაცულობისა, „მოკლე“ შერწყმის დისიდენტი აქციონერის ფულადი კომპენსირება ეკონომიკური კუთხით წამგებიან პოზიციაში აყენებს დისიდენტ პარტნიორს. საგადასახადო მიზნებისთვის უნდა განისაზღვროს ტრანზაქციის მოგებისა და დანაკარგების შესახებ. ამიტომ, თუ მცირე აქციონერთა ინტერესების დათმობა ხდება ფულის სანაცვლოდ, კორპორაციის მიერ გადაცემული ნაღდი ფული აქციონერთათვის კაპიტალურ შემოსავლად მიიჩნევა, შესაბამისად ის დაბეგვრად კატეგორიაში მოექცევა.<sup>1561 1562</sup>

#### 4.2.2. შერწყმის ძირითადი ტიპები

შერწყმის შესრულების ფორმისა და ტიპის ურთიერთგამიჯვნა თეორიულ და პრაქტიკულ ბაზისზეა აგებული. ფორმა შიდა სამართლებრივი ნების გამოვ-

<sup>1557</sup> იხ. M.B.C.A. § 11.04(b), § 11.05, Official Comment 2009. შეად. Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 49.

<sup>1558</sup> Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2009, P. 37.

<sup>1559</sup> Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2009, P. 38; Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 50.

<sup>1560</sup> მეწარმეთა შესახებ კანონი, 51<sup>1</sup> მუხლის პირველი პუნქტი.

<sup>1561</sup> IRC. Sec. 1001(a). იხ. Federal Income Tax, Code and Regulations, (edit. Dickinson), 2012-2013, P. 536.

<sup>1562</sup> შეად. Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 51; Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2009, P. 38, 39.

ლენილ მიზნებსა და მოქმედებით, რომელიც ექსტერნალურ სამართლებრივ ურთიერთობაში ნორმატიულად ნებადართულ კორპორაციული ქმედების სახეს იძენს. შერწყმის ტიპოლოგიური კლასიფიცირება კომპანიის დაფუძნებისას არჩეული სამეწარმეო საქმიანობის კურსითა (საგნით) და მისი ფუნქციონირების გეოგრაფიულ სფეროზე დაყრდნობით სრულდება. პარტნიორთა დაფუძნების ნება, მათ შორის ჩამოყალიბებულ ურთიერთობას გარე სამართლებრივი სახე მისცენ, პრაქტიკული განხორციელების (ანუ რეგისტრაციაში გატარების) მომენტიდან სამართლებრივ რეგულაციებს ემორჩილება. ერთი მეწარმე სუბიექტის თვისებრივად სახასიათო ეკონომიკური აქტივობა სენსიტიურია იდენტური ან განსხვავებული სამეწარმეო საგნისა თუ გეოგრაფიული მდგომარეობის მქონე სხვა ბიზნეს ორგანიზაციის მარკეტინგულ, ეკონომიკურ აქტივობაზე. ეკონომიკური სტაბილიზაცია ასეთ ზეგავლენათა მიმართებით მკვეთრ უკუერეაქციას იწვევს. სტაბილურობის უკუ-ერეაქცია დესტაბილიზაციაში მდგომარეობს. ფლუქტუაციული ეკონომიკური გარემო, თავის მხრივ, იწვევს მეწარმეთა შორის ჩამოყალიბებული კავშირების ჩამოშლას და ბაზარზე დამკვიდრებულ მეწარმე სუბიექტთა მართვის ორგანოებში არაკეთილსინდისიერი კონკურენციის განცდას აჩენს. კონკურენციის შეზღუდვა მონოპოლიზირებული ბაზრის პირველი გამოხატულებაა, სადაც კომპანიების მაღალი რისკის მქონე გადაწყვეტილების მიღებას მაქსიმალურად არიდებენ თავს. რისკისა და ეკონომიკური აქტივობის შესუსტება და ინვესტირებული კაპიტალის დაკავის „შიშის“ საფუძველზე მისი დაუყოვნებელი დეინვესტირება ქვეყნის ეკონომიკის (რომელიც, ზმირად, ეროვნულ ფარგლებს სცდება და საერთაშორისო დონეზე ვრცელდება, მაგალითად 2008 წლის ამერიკული კრიზისი) კოლაფსის დაწყების პირველი რგოლია. მსგავს შემთხვევას, ყველა ქვეყნის კანონმდებელი ანტიმონოპოლიური საკანონმდებლო აქტების რეგულირების გამკაცრებით აბალანსებს.<sup>1563</sup> სწორედ ასეთი „შემთხვევების“ შინაარსობრივი სემანტიკის მაფორმირებელი ელემენტები შერწყმის ტიპოლოგიურ სახესხვაობათა დიფერენცირებულ კლასებშია მიმოფანტული. ტიპოლოგიათა ჰეტეროგენულობა შერწყმის ჰორიზონტალურ, კონგლომერირებულ და ვერტიკალურ სუბტიპებს ქმნის.

#### 4.2.2.1. „ჰორიზონტალური შერწყმა“

შერწყმის სახეობათა შორის, რომელიც ანტიმონოპოლიური კანონმდებლობის გააქტიურებას იწვევს, დომინირებული მდგომარეობა „ჰორიზონტა-

<sup>1563</sup> აშშ-ში ასეთი Clayton Act Section 7. ABA Section of Antitrust Law, The Merger Review Process, 4<sup>th</sup> ed., 2012, P. 2. საქართველოში ანტიმონოპოლიური კანონმდებლობა გაუქმებულ იქნა ეკონომიკური ლიბერალიზმის დამკვიდრების მიზნით და 2012 წლის 8 მაისს შემოღებულ იქნა ჯანსაღი კონკურენციის ხელშეწყობისა და განვითარებისთვის საქართველოს კანონი „თავისუფალი ვაჭრობისა და კონკურენციის შესახებ“.



ლურ შერწყმას“ უკავია. შერწყმის „ჰორიზონტალურობას“ მასში მონაწილე პირთა შორის ბაზარზე არსებული პირდაპირი კონკურენტული გარემო განაპირობებს.<sup>1564</sup> კონკურენციის განმსაზღვრელ ფაქტორთა მთელი კასკადი არსებობს.<sup>1565</sup> პირდაპირი კონკურენცია გამოიხატება ორი კორპორაციის მიერ ერთი და იგივე პროდუქტის წარმოებით, ბიზნესსაქმიანობის განხორციელებისა და მოცემულ, ერთ გეოგრაფიულ არეალში არსებულ ბაზარზე ფუნქციონირებით.<sup>1566</sup> „ჰორიზონტალური“ შერწყმის არსი ორი კომპანიის მიერ ეფექტური ეკონომიკური მასშტაბების შექმნაა. შერწყმის ეს ტიპი „გადარჩენილ“ საწარმოს ბაზრის ფართო სპექტრის კონტროლის საშუალებას აძლევს, რაც სამეწარმეო საქმიანობის „ეკონომიკურ ეფექტურობას“ უწყობს ხელს.<sup>1567</sup> „ეკონომიკური ეფექტურობა“ აღწერს შემთხვევას, რომელიც ეკონომიკურად შეფასებადი ქონების საერთო ღირებულების ზრდას იწვევს საზოგადოებაში (ფართო გაგებით).<sup>1568</sup> შერწყმის კონტექსტში, „ეკონომიკური ეფექტურობა“ არსებული ქონების უკეთესად უტილიზირების შესაძლებლობას კომბინაციის ინტეგრირების გზით ზრდის.<sup>1569</sup> მეორე მხრივ, მსხვილი კაპიტალის კონცენტრირება ოლიგოპოლური მდგომარეობის წარმოშობის მაღალ ალბათობას ქმნის.<sup>1570</sup> იმისთვის, რომ ჰორიზონტალური შერწყმა ეფექტური შედეგის მატარებელი იყოს, აუცილებელია მსხვილი კონცენტრაციების შექმნა, რაც მცირე კომპანიებს არ ძალუძთ.<sup>1571</sup> მეგა კაპიტალიზირებული „მერჯერი“<sup>1572</sup> ანტიმონოპოლიურად რეგულირებული ტრანზაქციაა.

შერწყმის შედეგების კონკურენტულ გარემოზე ზეგავლენის მაკვალიფიცირებელი რამდენიმე ფაქტორია. პირველი, კომბინირებულ საწარმოთა შესაძლებლობა აკონტროლოს ბაზარზე არსებული ფასები, მიიღოს ისეთი გადაწყვეტილება,

<sup>1564</sup> *Gaughan*, *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, 5<sup>th</sup> ed. 2011, P. 13.

<sup>1565</sup> *Church*, *Conglomerate Mergers*, in 2 *Issues in Competition Law and Policy*, ABA Section of Antitrust Law, 2008, P. 1506.

<sup>1566</sup> *Ravenscraft, Scheler*, *Mergers, Sell-offs, & Economic Efficiency*, 1987, P. 22.

<sup>1567</sup> *Williamson*, *Mergers, acquisitions, and Leveraged Buyouts: An efficiency assessment*, 1990, P. 3.

<sup>1568</sup> *Brodley*, *The Economic Goals of Antitrust: Efficiency, Consumer Welfare and Technological Progress*, 62, N.Y.U. L. Rev., 1987, P. 1020-1025.

<sup>1569</sup> *ABA Section of Antitrust Law*, *Mergers and Acquisitions*, 3<sup>rd</sup> ed., 2008, P. 233-236.

<sup>1570</sup> *Fletcher*, *Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 10A, 2011, P. 246-256; *Cox, Hazen*, *Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. *ABA Section of Antitrust Law*, *Mergers and Acquisitions*, 3<sup>rd</sup> ed., 2008, P. 409, 410.

<sup>1571</sup> მსხვილი კონცენტრაციის შექმნის კლასიკური მაგალითი *Daimler-Benz*-ის ჰორიზონტალური შერწყმით ამაღლამაციაა. იხ. *Bhagaban, Raskhit, Debasish*, *Corporate Restructuring*, 2009, P. 71.

<sup>1572</sup> მაგალითად, 1998 წელს ორი უმსხვილესი ნავთობკომპანიის *Exxon*-სა და *Mobil*-ის ჰორიზონტალური მეგამერჯერის ღირებულებამ 78.9\$ მილიარდი შეადგინა, ხოლო 2009 წელს *Pfizer*-სა და *Wyeth*-ის ჰორიზონტალურმა შერწყმამ - 68\$ მილიარდი. იხ. *Gaughan*, *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, 5<sup>th</sup> ed. 2011, P. 14.

რომელიც სარეალიზაციო საქონლის ჰომოგენურ ან ჰეტეროგენულ სახეს წარმოშობს, რაც, ლოგიკურად, სხვა კომპანიებს ბაზრის კონტროლის საშუალებას უზღუდავს ან ართმევს.

მეორე, შერწყმულ კომპანიათა შესაძლებლობა უნილატერალურად (ერთპიროვნულად) ფასების ზრდის ტენდენციის განსაზღვრისა და მეწარმე სუბიექტთათვის ბაზარზე შესვლის გართულება და სხვა სპეციფიკური ეფექტის მოხდენა, რაც მსგავსი მოცულობის კაპიტალიზირებულმა კომპანიებმა შეიძლება გამოიწვიონ.<sup>1573</sup>

#### 4.2.2.2. „ვერტიკალური შერწყმა“

შერწყმის ტრანზაქცია, შესაძლოა, ორ კონკურენტ საწარმოს არ აერთიანებდეს, მაგრამ კონკურენციის საკითხები წარმოშვას. კომბინაციაში მონაწილე კომპანიები პოტენციურ კონკურენციაში არიან ერთმანეთთან. „პოტენციური კონკურენციის“ შესახებ არსებული დოქტრინის<sup>1574</sup> მთავარი პოსტულატია, რომ საბაზრო ძალაუფლების მქონე ფირმამ, შესაძლოა, აღმოაჩინოს, რომ ბაზარზე დამკვიდრებულ კომპანიასთან შერწყმა ან მისი მიერთება სარფიანი გარიგება იქნება, რომლის რენტაბელობა პოტენციური კონკურენტის სათავეშივე ნეიტრალიზირებიდან გენერირდება.<sup>1575, 1576</sup> ისინი ერთი და იგივე სამეწარმეო საქმიანობას ეწევიან, მაგრამ სხვადასხვა დონეზე. „ვერტიკალური შერწყმა“<sup>1577</sup> ხორციელდება ორ, განსხვავებული პროდუქტის მწარმოებელ ან მომსახურების განმახორციელებელ საწარმოს შორის, როდესაც პირველი მსგავს ინდუსტრიაში ფუნქციონირებად მეორე, წარმოების განვითარების განსხვავებულ ფაზაში მყოფ, საწარმოს იერთებს.<sup>1578</sup> ტიპურად, მეორე კომპანიის პროდუქტი პირველი საწარმოს სრული წარმატებულობის მიღწევის ბოლო ეტაპზე სხვა საქონლის წარმოებისთვის გამოიყენება.<sup>1579</sup> ეს ხდება „ვერტიკალური“ შერწყმის ინტეგრირების ეტაპზე. მისი საფუძველი, როგორც წესი, მომხმარებელ-მიმწოდებლის ურთიერთობაა, რომელიც კონცერნირებული ტრანზაქციის ფორმირებისთვის გამოდგება. მაგალითად, ეკვაიერი კომპანია აწარმოებს საბურავებს, ხოლო მისი ვიზავი - ავტომობილის ძარას. მათი კონცერნირება „ვერტიკალური შერწყმის“

<sup>1573</sup> ABA Section of Antitrust Law, The Merger Review Process, 4<sup>th</sup> ed., 2012, P. 4.

<sup>1574</sup> „პოტენციური კონკურენციის“ დოქტრინა პირველად 1964 წელს აშშ-ის უზენაესმა სასამართლომ გააუღერა. იხ. United State v. Penn-Olin Chemical Co, 378 U.S. P. 158.

<sup>1575</sup> ABA Section of Antitrust Law, Mergers and Acquisitions, 3<sup>rd</sup> ed., 2008, P. 409-437.

<sup>1576</sup> შეად. ABA Section of Antitrust Law, The Merger Review Process, 4<sup>th</sup> ed., 2012, P. 6.

<sup>1577</sup> Salinger, Vertical Mergers in Multi-Product Industries and Edgeworth's Paradoxes of Taxation, 39 J. Indus. Econ., 1991, P. 545-548.

<sup>1578</sup> Bhagaban, Raskhit, Debasish, Corporate Restructuring, 2009, P. 72.

<sup>1579</sup> Gaughan, Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings, 5<sup>th</sup> ed. 2011, P. 14.



კონსტრუირება.<sup>1580</sup> ტრანზაქცია კომპანიის შესაძლებლობათა ფართო ასპარეზის შექმნას ემსახურება მანუფაქტურული წარმოების გაფართოების, ეკონომიკური და სამართლებრივ კონკურენციას.<sup>1581</sup> მათ შორის სუბსტანციური სხვაობაა. ჰორიზონტალური შერწყმის ეკვივარი სუბიექტის პერსპექტივა ბაზარზე არსებული საქონლის შეცვლის (*substitute*) სინგულარულ სუროგატად ყოფნაში მდგომარეობს. მისგან განსხვავებით, ვერტიკალური შერწყმა მოიცავს ისეთ პროდუქტს, რომელიც მყიდველ კომპანიას არსებული წარმოების გაფართოებისთვის ესაჭიროება (*complement*). ბაზრის შეცვლილი საქონლით მომარაგებისა და დამატებითი წარმოების (კომპლექტური) პროდუქტით უზრუნველყოფას შორის ზღვარი კრიტიკული ანალიზის სფეროს მიეკუთვნება და ჰორიზონტალური და ვერტიკალური შერწყმის დიქტომიას წარმოაჩენს. ორი პროდუქტი სუბსტიტუციურია, თუ ერთი პროდუქტის ღირებულების ზრდა საქონლის მოთხოვნის სიდიდემდე შემცირებასა და მეორე პროდუქტის მოთხოვნის სიდიდემდე გაზრდას იწვევს, რის შედეგადაც მყიდველი ძვირად ღირებული საქონლიდან დაბალფასიანი საქონლის მოხმარებაზე გადადის.<sup>1582</sup> შესაბამისად, საბაზრო მდგომარეობის გაუმჯობესება და ფასების ზრდის ეფექტურობის მიღწევა ხდება. მოცემულობა „ჰორიზონტალური“ შერწყმის პოსტტრანზაქციული ინტეგრირებული შედეგების აღწერილობაა. რაც შეეხება „ვერტიკალურ შერწყმას“, საქონელი კომპლექტურია, თუ ერთი პროდუქტის ფასის შემცირება ორივე პროდუქტის მოთხოვნის სიდიდემდე შემცირებას იწვევს. აღნიშნული ურთიერთობა წარმოიშობა, როდესაც მყიდველი კომპანია ორივე პროდუქტის მნიშვნელოვან რაოდენობას მოიხმარს. ნებისმიერ შემთხვევაში მომხმარებელი იღებს კომპლექსურ პროდუქტს, რომელსაც, იმპლიციტურად თუ ექსპლიციტურად, აღიქვამს, როგორც განცალკევებულად არსებულ საქონელს.<sup>1583</sup>

ზემოაღნიშნული ანალიზიდან გამომდინარე, „ვერტიკალური შერწყმა“, ეკონომიკური გაგებით, უპირატესად მოტივირებულია საქონელზე ფასების შემცირებითა და მასზე მოთხოვნის გაზრდით, განსხვავებით „ჰორიზონტალური“ შერწყმისგან.<sup>1584</sup> ამიტომ, „ვერტიკალური შერწყმა“ ანტიმონოპოლიური კანონ-

<sup>1580</sup> *ABA Section of Antitrust Law, Mergers and Acquisitions*, 3<sup>rd</sup> ed., 2008, P. 439.

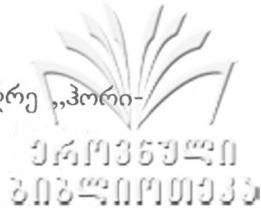
<sup>1581</sup> *Yde, Non-Horizontal Merger Guidelines: A Solution in Search of A Problem?*, *Antitrust*, 2007, P.1-3.

<sup>1582</sup> შემთხვევის საილუსტაციოდ: კომპანიას აქვს ორი სახის ალკოჰოლური პროდუქტი: არაყი და დასპირტული ღვინო, რომელიც მარტინის დასამზადებლად უნდა გამოიყენოს. შედეგად, თუ არაყის ფასი გაზრდა გამოიწვევს მარტინის ღირებულების ზრდას, მომხმარებელი ნაკლებ მარტინს შეისყიდის და არაყზე და დასპირტულ ღვინოზე მოთხოვნა მკვეთრად შემცირდება. იხ. *ABA Section of Antitrust Law, Mergers and Acquisitions*, 3<sup>rd</sup> ed., 2008, P. 440.

<sup>1583</sup> *ABA Section of Antitrust Law, Mergers and Acquisitions*, 3<sup>rd</sup> ed., 2008, P. 439-474.

<sup>1584</sup> შედ. *Williamson, Mergers, acquisitions, and Leveraged Buyouts: An efficiency assessment*, 1990, P. 4-7.

მდებლობის მკაცრი მეთვალყურეობის ქვეშ ნაკლებად ექცევა,<sup>1585</sup> ვიდრე „ჰორი-  
ზონტალური შერწყმა“.<sup>1586</sup>



#### 4.2.2.3. კონგლომერატი

შერწყმის ტიპოლოგიური კლასიფიკაციის ბოლო ადგილზე კონგლომერ-  
ირებული გაერთიანებაა. კონგლომერაცია ორი ისეთი კომპანიის შერწყმას  
ნიშნავს, რომელთაც ერთმანეთთან, ტრანზაქციის შესრულებამდე, არანაირი  
ეკონომიკური შემხებლობა ჰქონიათ.<sup>1587</sup> მისი ოპტიმალური შინაარსობრივი  
განმარტებით, კონგლომერირებულია შერწყმა, რომელიც არც ჰორიზონტალური  
და არც ვერტიკალური შერწყმის კლასიკურ დეფინიციაში არ ჯდება.<sup>1588</sup> მაგრამ  
შეძენა/შერწყმის სუბსტანციას პორტფოლიოს ექსპანსიის კონტექსტში ემთხ-  
ვევა. კონგლომერირებული მერჯერით გენერირებული (წარმოებული) პორტ-  
ფოლიოს ეკონომიკური სიმძლავრე<sup>1589</sup> ან პროდუქციის რაოდენობა ჩამოყა-  
ლიბებული საწარმოს საბაზრო გავლენის ზრდას უწყობს ხელს. შედეგად, ის  
ანტიმონოპოლიური კანონმდებლობის რეგულატორულ სფეროში ექცევა.<sup>1590</sup>

კონგლომერატის ორი ძირითადი სახე არსებობს: წმინდა და შერეული  
კონგლომერაცია.<sup>1591</sup> პირველის მთავარი შინაარსობრივი პოსტულატი გასაერ-  
თიანებელ საწარმოთა შორის აბსოლუტურ გამიჯნულობაშია, რომელთაც ერთ-  
მანეთთან რაიმე ბიზნესსაქმიანობისა და სტრატეგიული ინტერესების შემხე-  
ბლობა არ ჰქონიათ. ასეთი გაერთიანება ანტიმონოპოლიურად ნეიტრალურ  
ტრანზაქციას განეკუთვნება,<sup>1592</sup> თუმცა, ზშირად ანტიმონოპოლიური ორგანოების  
დაინტერესების საგანი გამხდარა მსგავსი ტიპის კონსოლიდაცია და მისი  
მიზნები.<sup>1593</sup>

პირველისგან განსხვავებით, შერეული კონგლომერირებული შერწყმა ისეთი

<sup>1585</sup> შეად. *ABA Section of Antitrust Law, The Merger Review Process*, 4<sup>th</sup> ed., 2012, P. 5-7.

<sup>1586</sup> *ABA Section of Antitrust Law, Mergers and Acquisitions*, 3<sup>rd</sup> ed., 2008, P. 441-443.

<sup>1587</sup> „კონგლომერირებული შერწყმა“, პირველად, აშშ-ის უზენაესი სასამართლოს გადა-  
წყვეტილებაში იქნა განმარტებული. იხ. *FTC v. Procter & Gamble Co.*, 386 U.S. 568, 577 (1967).

<sup>1588</sup> *Turner, Conglomerate Mergers and Section 8 of Clayton Act*, 78 Harv. L. Rev., 1965, P. 1312-1317.

<sup>1589</sup> *Church, Conglomerate Mergers*, in 2 Issues in Competition Law and Policy, ABA Section of Antitrust Law, 2008, P. 1542-1545.

<sup>1590</sup> *Church, Conglomerate Mergers*, in 2 Issues in Competition Law and Policy, ABA Section of Antitrust Law, 2008, P. 1503.

<sup>1591</sup> შეად. *Church, Conglomerate Mergers*, in 2 Issues in Competition Law and Policy, ABA Section of Antitrust Law, 2008, P. 1506-1507.

<sup>1592</sup> *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 10A, 2011, P. 258, 259.

<sup>1593</sup> იხ. *Langenfeld, Non-Horizontal Merger Guidelines in the United States and the European Commission: Time for the United States to Catch up?*, 16 Geo. Mason L. Rev., 2009, P. 863-867.



ორი კორპორაციის გაერთიანებას მოიცავს, რომელთაც საქონელწარმოების ან ბაზრის გეოგრაფიული არეალის გაფართოება აინტერესებთ.<sup>1594</sup> კონგლომერატში მონაწილე საწარმოები კონკურენტები არ არიან. ისინი სხვადასხვა სფეროში ფუნქციონირებანდი საწარმოებია, რომელთა შორის მცდელობაა ღირსის ურთიერთობაც არ ფიგურირებს. კონგლომერატის დროს, ერთი კომპანია რამდენიმე პატარა კომპანიაში ფლობს საკონტროლო წილს. ეს კომპანიების ცალკე იურიდიული პირის სტატუსით აღჭურვილნი არიან და, ფაქტობრივად, შვილობილ კომპანიებს წარმოადგენენ, რომლებიც დამოუკიდებლად წარმართავენ საქმიანობას, მაგრამ ანგარიშვალდებულნი არიან მშობელ საწარმოსთან. მსხვილი კონგლომერაციის მთავარი მოტივი და მიზანი, ინდიფერენტულ ბაზარზე გასვლითა და დამკვიდრებით, ბიზნეს რისკების დივერსიფიცირებაა. თუმცა, მართვის კომპლექსურობის გამო, კონგლომერირებული გაერთიანებით ეკონომიკური ეფექტურობის მიღწევის დაბალი ალბათობაა.<sup>1595</sup>

## 5. II შუალედური დასკვნა

სტრუქტურული ცვლილების განხორციელების საფუძვლად, შეძენა/შერწყმის შერჩევის მეთოდურ ბაზისად მათი კომპლექსურობა, კომბინაციათა ნაირსახეობა და სპეციფიკური საკორპორაციო/საგადასახადო საწყისები იქცა. შეძენა/შერწყმის სტრატეგიათა გამოყენებით სს-ის სტრუქტურულ ელემენტებში ცვლილებების პრესკრიფცია, M&A-ის ანალიტიკური კვლევისა და მისი ფორმალური შესრულების სახეობათა თუ მექანიზმთა ანალიზის გარეშე, შეუძლებელი იქნებოდა. კვლევის შედეგად გამოიკვეთა კორპორაციულ კომბინაციათა შესრულების ის ძირითადი სტრატეგიები, რომელიც განსხვავებული, ზოგჯერ, მოდიფიცირებული ფორმით ახდენენ კაპიტალური საზოგადოების სტრუქტურულ ელემენტებზე ზეგავლენას. შეძენა/შერწყმის პროცესუალური ქმედება და პოსტტრანზაქციული შედეგი სხვადასხვა სამართლებრივ ელემენტს შეიცავს. რესტრუქტურიზაციის მოტივი ინჰერენტის გარე სამართლებრივი ურთიერთობის, ახალი/დამატებითი ინვესტიციის მოზიდვის ან კაპიტალის დივერსიფიცირებული პორტფოლიოს შექმნის გზების ძიების დაწყების საფუძველს წარმოადგენს. ტრანზაქციის მოტივატორი კომბინაციის შედეგის სინერგიული ეფექტის პერსპექტიული ზედგაა. სინერგიზმის მიღება შეძენის, ანუ ეკონომიკური რენტაბელობის სამართლებრივ მეთოდთა, შესაძლებლობათა და ინდუსტრიულ-გეოგრაფიული არეალის კონსოლიდაციით მიიღწევა. კვლევამ ნათელყო, რომ

<sup>1594</sup> Ravenscraft, Scheler, Mergers, Sell-offs, & Economic Efficiency, 1987, P. 22,23.

<sup>1595</sup> Bhagaban, Raskhit, Debasish, Corporate Restructuring, 2009, P. 72,73. შეად. Church, Conglomerate Mergers, in 2 Issues in Competition Law and Policy, ABA Section of Antitrust Law, 2008, P. 1503-1507.

კომპანიის მიერ სინერგიზმის, კორპორაციისა და აქციონერთა კეთილდღეობის ზრდის მიღწევისკენ მიმავალ გზაზე სს-ის სტრატეგიულ და ორგანიზაციულ ელემენტთა ცვლილების გარეშე მიზნის მიღწევა უტოპიურია. სტრუქტურულ ელემენტთა ცვლილება კორპორაციათა აქტივობის ერთი რეალური სახეელია. მის პარალელურ სამართლებრივ განზომილებაში შეძენა/შერწყმის სტრატეგიითა განხორციელების პროცესუალური საკითხებია განთავსებული, რომელთაც, თავის მხრივ, უარყოფითი ასპექტებიც ახასიათებთ. შესაბამისად, ნაშრომის მიმდინარე თავში შეძენა შერწყმის სტრატეგიულ ტაქტიკათა მანერასთან ერთად, გაანალიზდა ის თავდაცვის სამართლებრივი სტრატეგიები, რომელიც უარყოფითი შედეგების პრევენციისა თუ რეპრესიის პერსპექტიულ და აპრობირებულ მეთოდებთან ასოცირდება.

შეძენის/შერწყმის პოსტტრანზაქციული შედეგია კორპორაციის ფინანსური და აქციონერთა/ხელმძღვანელთა უფლებრივი რესტრუქტურიზება. კონკრეტულად თუ როგორი ორგანიზაციული სტრუქტურული ცვლილებების საფუძველი შეიძლება გახდეს *M&A*, ეს ტრანზაქციის შესრულების მეთოდურ მიდგომაზეა დამოკიდებული. როგორც გამოჩნდა, ზოგ შემთხვევაში (მაგალითად, აქციების აქციებში გაცვლისას) იცვლება აქციონერთა სტრუქტურა, კონკრეტული მოცულობისას კი (მაგალითად, შეძენა/შერწყმისთვის უცხო კაპიტალის მოზიდვა) - კაპიტალის სტრუქტურა. არის შემთხვევა (მაგალითად, *LBO*), როდესაც სს-ის ტიპოლოგიური თუ ორგანიზაციული რეკონსტრუქცია ხორციელდება.

გასაანალიზებელი რჩება მეორე კატეგორიაში შემავალი ისეთი საკითხები, როგორიცაა რეორგანიზებულ საზოგადოებაში აქციონერთა უფლებები, მენეჯმენტის ვალდებულებები და რეკონსტრუქციის შედეგად ჩამოყალიბებული კომპანიის პოსტტრანზაქციული სინერგიზმი. სწორი სისტემური მიდგომისთვის, მათი განხილვა სექციურად განცალკევებურად უნდა შესრულდეს.



# V. M&A-ის კონსტრუქციული სამართლებრივი და ეკონომიკური ეფექტი სააქციო საზოგადოებაზე

საქართველოს  
ბიზნესი

## 1. სს-ის კონსტრუქციული ცვლილების შემადგენლობა

კორპორაციის სტრუქტურული ფენომენოლოგია ეს არის მისი კომპლექსური კონსტრუქციის მქონე მრავალწახნაგიან ელემენტთა იდეალტიზურ ინტერაქციითა კორპორაციულსამართლებრივი და ეკონომიკურ-მარკეტინგული დუალისტური ხასიათის დიფუზიურ ურთიერთკავშირთა შერაცხვა სამეწარმეო ურთიერთობად. ურთიერთქმედებათა გააქტიურებას ორგანიზაციული გარდაქმნის პრაქტიცირება უდევს საფუძვლად. კაპიტალის მართვის ორგანიზაციული მეთოდის<sup>1596</sup> სისტემურად ფუნდამენტურ ცვლილებებს შორის<sup>1597</sup> რეორგანიზაცია „ხელოვნური ქმნილების ეკონომიკური თამაშის“ ბოლო „სვლას“ წარმოადგენს.<sup>1598</sup> რეორგანიზაციის საფუძველთა შორის შეძენა/შერწყმა კლასიკური შემთხვევაა იმ მარტივი მიზეზის გამო, რომ კორპორაციული კომბინაციების ეს სახეები (მათი ნაწილი) რეორგანიზაციული<sup>1599</sup> ტრანზაქციებია.<sup>1600</sup> ისინი თავად წარმოადგენენ რეორგანიზაციას.<sup>1601</sup>

რეორგანიზაცია, მიმდინარე თავის მიზნებისთვის, ფართო ცნებით კატეგორიად გამოიყენება. ის შესაძლებელია განიმარტოს რამდენიმე ძირითად განშტოებად. პირველი სვეტი, პირობითად, კორპორაციის, როგორც სამართალსუბიექტის, ტიპოლოგიურ, ორგანიზაციულ და სუბსტანციურ გარდაქმნას მოიცავს. ტიპოლოგიური კონვერსია, ეს არის ერთი სამართლებრივი ფორმის შიგნით არსებულ სუბტიპთა შეცვლა – ერთის მეორეთი და მეორის – პირველით („დახურული“ სს „ღია“ სს-ად და პირიქით). ორგანიზაციული გარდაქმნა გულისხმობს სამართლებრივი ფორმის ცვლილებას, როდესაც სამიზნე საზოგადოების სამართლებრივი ფორმით ორგანიზებულად, ეკონომიკური ბერკეტების გამოყენებით, მართული კონცენტრირებული კაპიტალი მართვის სამართლებრივ ფორმას კაპიტალის ეკონომიკური ბრუნვის უწყვეტობის რეჟიმში იცვლის. რაც შეეხება სუბსტანციურ გარდაქმნას, ის სამეწარმეო საქმიანობის რედირექტირებას აღწერს. ეს უკანასკნელი ვერტიკალური და კონგლომერირებული შერწყმის შინაარსობრივ დეფინიციას ემთხვევა.

<sup>1596</sup> ეკონომისტები კორპორაციის საწარმოს მართვის „ორგანიზაციულ მეთოდს“ უწოდებენ. იხ. Posner, *The Economic Analysis of Law*, 2007, P. 409.

<sup>1597</sup> *Palmiter, Corporations*, 2006, P. 591-627.

<sup>1598</sup> *Gevurtz, Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 661.

<sup>1599</sup> *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 546-548.

<sup>1600</sup> *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 450.

<sup>1601</sup> იხ. *Federal Income Tax, Code and Regulations*, (edit. *Dickinson*), 2012-2013, P. 341. მეწარმეთა შესახებ კანონის მე-14 მუხლი.

მეორე განზომილება პირველ სვეტში არსებული გარდაქმნის პროცესის შედეგთა კორპორაციის მესაკუთრის (აქციონერის) უფლებებზე ასახვით ფორმირდება. აქციონერები ორ ქვეკატეგორიად კლასიფიცირდებიან: საკონტროლო პაკეტის მქონე და დისიდენტ აქციონერად.<sup>1602</sup> პირობითი დივიდენდის მეორე სვეტის სუბტიპი პოსტტრანზაქციული კაპიტალის სტრუქტურის მოცემულობაა. საერთო ჯამში, მეორე განზომილების განხილვის საგანი აქციონერთა და კაპიტალის სტრუქტურის, როგორც M&A-ის ინტეგრირების შედეგის, სამართლებრივი მდგომარეობის ანალიზია.

მესამე განზომილების კონცეფცია კომბინაციაში მონაწილე კომპანიათა მენეჯმენტის როტაციის საკითხების ანალიტიკური გააზრებაშია. მისი არსის სრულად წვდომის გასაღები მენეჯერული უფლებამოსილების მქონე პირთა ტრანზაქციულ კომპეტენციათა დედუქციური ანალიზია. კომპეტენცია ფართო გაგებით უნდა განიმარტოს. მასში, სხვა უფლებამოსილებებთან ერთად, ვალდებულებათა მთელი წყება მოიაზრება.<sup>1603</sup>

ზემოთ აღნიშნული კორპორაციის კონსტრუქციული ცვლილების საფუძველთა დეტალიზაციას ეხება. საზოგადოების სტრუქტურულ ელემენტებზე შეძენა/შერწყმა, ორგანიზაციული ცვლილების გარდა, კონკრეტულ შემთხვევებში, „ცვლილების“ ანტონიმს, ლიკვიდაციას წარმოშობს. ლიკვიდაციის ცვლილებასთან ნათელ კონტრასტს მეწარმე სუბიექტის ორგანიზაციულობის ნებაყოფლობითი ტერმინაცია ქმნის. კორპორაციულ კომბინაციაში ის შეძენის ინტეგრირების დასრულების ბოლო საფეხურზე განხორციელებადი ქმედებაა, რომელიც ბოლო სახის ფუნდამენტურ „ცვლილებათა“, უფრო სწორად, კონსტრუქციულ ცვლილებათა კატეგორიას განეკუთვნება.<sup>1604</sup>

რაც შეეხება კონსტრუქციულ ეკონომიკურ ეფექტს, ის, რეკონფიგურირებულ საწარმოში სინერგიზმის პოტენციალსა და სინერგიულ ეფექტში გამოიხატება. მისი სუბსტანციური შემადგენლობის კლასობრივი ანალიზი ბოლო მეექვსე თავშია წარმოდგენილი.

## 2. რეორგანიზაციული რანგის რესტრუქტურისაცია

### 2.1. ორგანიზაციული კონვერსია

სს-ის სტრუქტურულ ელემენტთა პოსტტრანზაქციული მდგომარეობა ტრანზაქციის სახეობათა ცვლასთან ერთად ლავირებს. სს-ის სტრატეგიული

<sup>1602</sup> *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 325-347, 360-370.

<sup>1603</sup> მაგალითად, ფილუციური ვალდებულებები. იხ. *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 119-124.

<sup>1604</sup> *Hamilton, Freer, The law of Corporations*, 6<sup>th</sup> ed., 2011, P. 398.



რეკონსტრუქციის სტიგმა ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმისა და ფუნქციონალურობის ცვლილებაა.

ზოგადად, „რეორგანიზაცია“ ახლის შექმნის ქმედებას ან პროცესს აღნიშნავს.<sup>1605</sup> ის შეიძლება მოიცავდეს ახალი კორპორაციის დაარსებას ან არსებულში მესაკუთრეთა სტრუქტურისა და მენეჯმენტის შეცვლას იმავე ან სხვა სახელწოდებით საქმიანობის გაგრძელების პერსპექტივით. მეწარმე სუბიექტისთვის ორგანიზაციული კონვერსია ნორმატიულად განსაზღვრული სამართლებრივი ფორმის შეცვლას გულისხმობს. ორგანიზაციული ცვლილების შესრულების დაწყების საფუძველი, როგორც წესი, ნებაყოფლობითი ხასიათის მატარებელია.<sup>1606</sup> მის საფუძველად *M&A* მხოლოდ სუბსტრაქციულად რანგირდება. კორპორაციულ კომბინაციათა კლასობრივი მოცემულობიდან, სს-ის, როგორც სამართალსუბიექტის გარდაქმნას, მოლაპარაკებადაქვემდებარებული,<sup>1607</sup> იგივე, კონტროლირებადი ტრანზაქცია უდევს საფუძველად.<sup>1608</sup> კორპორაციის სრული ქონებრივი და წილობრივი შეძენა, შერწყმა და კონსოლიდაცია ასეთი ტიპის ტრანზაქციებია.<sup>1609</sup> მაგრამ რა კავშირია სს-ის სამართლებრივი ფორმის კონვერსიასა და შეძენის სპეციფიკურ სტრატეგიას შორის და როგორ გენერირდება მისგან ორგანიზაციული ფორმის შეცვლა?!

მათ შორის კავშირის დადგენის ხაზი ნების ავტონომიურობის პრაქტიკული რეალიზების შესაძლებლობის ნორმატიულ დეკლარირებაზე გადის.<sup>1610</sup> ტრანზაქციის დადების ნებაყოფლობითი ხასიათი რეორგანიზაციის შესრულების წინარე ელემენტს წარმოადგენს. შერწყმისა და კონსოლიდაციის განხორციელების ავტორიზება ტრანზაქციაში მონაწილე ორივე კომპანიის აქციონერთა საერთო კრების კომპეტენციაა.<sup>1611</sup> სუბიექტთა სიმრავლე ტრანზაქციის დუალისტურ ბუნებას განსაზღვრავს. შეთანხმებაზე მოლაპარაკება ორივე კომპანიის მენეჯმენტს შორის მიმდინარეობს, რომელთა (მენეჯმენტის) უფლებამოსილებების *quo warranto* ხასიათს აქციონერები საერთო კრების დადებითი გადაწყვეტილებით განსაზღვრავენ. შემძენი კორპორაციის აქციონერთა კვალიფიცირებული უმრავლესობით მიღებული გადაწყვეტილება მაშინ არის საჭირო, თუ ტრანზაქცია

<sup>1605</sup> *Fletcher*, *Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 546.

<sup>1606</sup> *Hamilton, Freer*, *The law of Corporations*, 6<sup>th</sup> ed., 2011, P. 399.

<sup>1607</sup> *Carney*, *Mergers and Acquisitions, Cases and Materials*, 2000, P. 17-20.

<sup>1608</sup> შეად. *Fletcher*, *Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 16-19.

<sup>1609</sup> *Rock, Kanda, Kraakman*, *Significant Corporate Actions*, 2009, P. 141.

<sup>1610</sup> იგულისხმება კონტროლირებადი ტრანზაქციის დადების ავტორიზება აქციონერთა საერთო კრების მხრიდან და რეორგანიზაციის ნებაყოფლობითი დაწყების საკანონმდებლო დათქმის არსებობა. იხ. *Fletcher*, *Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 325, 555-562. შეად. *Rock, Kanda, Kraakman*, *Significant Corporate Actions*, 2009, P. 133-145. ასევე, იხ. მეწარმეთა შესახებ კანონი, მე-14, მე-14<sup>4</sup> მუხლები და 54-ე მუხლის მე-6 პუნქტის (ბ) ქვეპუნქტი.

<sup>1611</sup> *Rock, Kanda, Kraakman*, *Significant Corporate Actions*, 2009, P. 134.

წესდებაში ცვლილებას იწვევს, ან შეთანხმების შესასრულებლად განთავსებული აქციათა დამატებით 20%-ის(თ) გაცემა/გაზრდა უწევს.<sup>1612</sup> კერძოდ, შედეგები სუბიექტებთან ერთად დიფერენცირდება. თუ ტრანზაქცია მიმდინარეობს საზოგადოების წესდების ცვლილებას არ იწვევს,<sup>1613</sup> შერწყმის ტრანზაქცია „გადარჩენილი“ კომპანიისთვის ფუნდამენტური ცვლილების გამომწვევ ფაქტორად არ მიიჩნევა.<sup>1614</sup> მაგრამ, თუ შერწყმის პროცესუალური შესრულებისას შემძენი კომპანიის საწესდებო ცვლილების შეტანას განაპირობებს, მაშინ ასეთი ტრანზაქცია აშშ-ში ფუნდამენტური ცვლილების სახეობას წარმოადგენს.<sup>1615</sup> ასეთ ეტაპზე, კორპორაციული კომბინაცია, არაპირდაპირ, ფუნდამენტური ცვლილების საფუძველია, მაგრამ ის ორგანიზაციულ კონვერსიას არ განაპირობებს, რამდენადაც საწესდებო ცვლილება დამატებითი აქციების ავტორიზების შესახებ ხორციელდება.

საპირისპირო შედეგი დგება სამიზნე კორპორაციისთვის. შერწყმის შედეგად მისი ქონება, ლიკვიდაციის გარეშე, ანუ კაპიტალის უწყვეტი ეკონომიკური ხაზის შენარჩუნების პირობებში,<sup>1616</sup> მართვის სამართლებრივ ფორმას იცვლის, რომლის აქციონერები მიმდინარეობს კორპორაციის აქციონერები ხდებიან, ხოლო ქონებრივი სიკეთე ტრანსფერირდება ეკვივალენტი კომპანიის ბალანსზე.<sup>1617</sup> ორგანიზაციული კონვერსია საკანონმდებლო ნორმებით დადგენილი სარეგისტრაციო მონაცემთა ბაზაში სათანადო ცვლილებების შეტანის შემდგომ იძენს იურიდიულად მხოლოდ საჯარო ხასიათს.<sup>1618</sup>

შემენა/შერწყმის სამართლებრივი ეფექტურობა სს-ზე, როგორ ერთიან კონსტრუქციაზე, რა თქმა უნდა, ერთსახოვანი არ არის. კორპორაციის ფულით ან ქონებრივი ნაწილობრივი შემენისას, რომელიც ორეტაპიან ტრანზაქციულ გარიგებად არ იყო თავიდანვე დასახული და ქონების/წილის სუბსტანციური ნაწილის შემენას არ მოსდევს სამიზნე საზოგადოების შერწყმა, სამართლებრივი ფორმის ცვალებადობა არ ხდება.<sup>1619</sup> მსგავსი შედეგით<sup>1620</sup> სრულდება სამკუთხა

<sup>1612</sup> Hamilton, Freer, The law of Corporations, 6<sup>th</sup> ed., 2011, P. 389.

<sup>1613</sup> შეად. Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 60-61.

<sup>1614</sup> M.B.C.A. §11.04(g), Official Comment, 2009. შეად. Rock, Kanda, Kraakman, Significant Corporate Actions, 2009, P. 135.

<sup>1615</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 260.

<sup>1616</sup> Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 660-693.

<sup>1617</sup> Cox, Hazen, Business Organizations Law, 3<sup>rd</sup> ed., 2011, P. 610-622.

<sup>1618</sup> იხ. საქართველოს იუსტიციის მინისტრის 2009 წლის 31 დეკემბრის ბრძანება №241 „მეწარმეთა და არასამეწარმეო (არაკომერციულ) იურიდიულ პირთა რეგისტრაციის შესახებ“ ინსტრუქციის დამტკიცების თაობაზე, მე-11 მუხლის მე-12 პუნქტი.

<sup>1619</sup> Gevurtz, Corporation Law, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 692-695, 701-703.

<sup>1620</sup> იდენტური შედეგი დგება აქციონერთა და სასესხო ფასიანი ქაღალდების მფლობელთა ან კრედიტორთა შორის ნების ავტონომიურობის საწყისებზე დადებული იჯარის ხელშეკრულებისას, როდესაც კორპორაცია მთელ თავის ქონებას ახლად შექმნილ კომპანიას



შერწყმა, როდესაც ტრანზაქციის მიზნებისთვის დაფუძნებული კორპორაცია განაგდობს არსებობას (პირდაპირი სამკუთხა შერწყმა) ან უერთდება სამიზნე კომპანიას (რევერსული სამკუთხა შერწყმა). ეკვაიერის სუბსიდიარის დაარსება და მისი რეკონსტრუქცია შემძენი საზოგადოების ორგანიზაციულ კონვენსიას არ იწვევს. ამასთან, თუ ფორვარდული სამკუთხა შერწყმა სახეზე, სამიზნე საზოგადოების ორგანიზაციული ფორმის გარდაქმნა ხდება, რომელიც შემძენის სუბსიდიარის სამართლებრივი ფორმით განაგდობს სამეწარმეო საქმიანობას. მის საპირწონედ, თუ სამიზნე საზოგადოება ტრანზაქციიდან „გადარჩენილი“ გამოდის, სამართლებრივი ფორმის რეკონსტრუქცია არ ხდება, გარდა იმ შემთხვევისა, როცა ეკვაიერი სამიზნე სს-ის შერწყმის შესახებ იღებს გადაწყვეტილებას.<sup>1621</sup>

ორგანიზაციული ფორმის შეცვლის ფუნდამენტური ცვლილება წყვეტს რეორგანიზებული კორპორაციის შექმნის ორიგინალურ „*nexus of contracts*“ ურთიერთობას.<sup>1622</sup> „სახელშეკრულებო ერთიანობის“ მეტაფორა უნიკალურ ურთიერთობას აღწერს, რომელიც აქციონერთა ან/და აქციონერთა და კორპორაციას შორის ჩამოყალიბდა.<sup>1623</sup> ორგანიზაციული კონვენსია კორპორაციის დაფუძნებით სამართლებრივი საწყისების მოშლას განაპირობებს, რომლის ერთგვარი რეაბილიტირება შერწყმის ტრანზაქციის მთავარ დებულებებში არსებული დათქმის საშუალებით ხორციელდება. ეს დათქმა, სამიზნე კორპორაციის „დათმობის“ სანაცვლოდ, მის აქციონერებს, ეკვაიერ კომპანიაში ხელშეკრულებით შეთანხმებულ წილთა გადანაწილებას და აქციონერთა სტატუსის შენარჩუნებას გულისხმობს. ტრანზაქცია, ვალდებულებით სამართლებრივ ბუნებასთან ერთად, კორპორაციულ სამართლებრივი სახის ელემენტების მატარებელიცაა. ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმის შეცვლა ფუნდამენტური კორპორაციული ცვლილების სახეობაა, რომელიც საზოგადოების წესდებასთან ერთად „*nexus of contracts*“ დოქტრინალური მეტაფორის სუბსტანციურ სუბსტრატს ქმნის.<sup>1624</sup>

მოკლე დასკვნის სახით შეიძლება ითქვას, რომ შეძენა/შერწყმის საზოგადოების ორგანიზაციულ კონვენსიად დაკვალიფიცირება სამიზნე საზოგადოების

---

გადასცემს. ქონების გადამცემი კორპორაცია სამართალსუბიექტობას ინარჩუნებს, ხოლო ხელშეკრულების მიზნებისთვის ახლად დაფუძნებული კომპანიის ერთადერთ აქტივს გადაცემული ქონება წარმოადგენს. ეს, ქონებრივი შეძენის მსგავსების პარალელურად, მას შერწყმისა და კონსოლიდაციისგან განასხვავებს. იხ. *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 562-564.

<sup>1621</sup> *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 552-554.

<sup>1622</sup> საკორპორაციო სამართლისა და კორპორაციის სახელშეკრულებო ურთიერთობათა ანთოლოგიად მიჩნევა, ჯერ კიდევ, რობერტ კლეერმა დააყენა ეჭვქვეშ. იხ. *Klausner, The Contractarian Theory of Corporate Law: A Generation Later*, *The Journal of Corporate Law*, 2006, P. 779.

<sup>1623</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 1, 2010, P. 150-159.

<sup>1624</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 262.

პარტნიორტა გაერთიანებული კაპიტალის მართვის სამართლებრივად სხვა სუბიექტის ორგანიზაციული მოცემულობის ქვეშ აკუმულირებული ქონების ეკონომიკური ცირკულირების უწყვეტი გადასვლიდან გენერირდება. ის შეიძლება ჩაითვალოს ორგანიზაციული გარდაქმნის სპეციფიკურ სახედ, სადაც სამართლებრივი ფორმის შეცვლის დამკვიდრებული დოგმატური განმარტებისგან განსხვავებით, რომელიც სამართალსუბიექტის ერთი სამართლებრივი ფორმის ალტერნატიული ფორმით შეცვლას გულისხმობს,<sup>1625</sup> ორი ან მეტი მეწარმე სუბიექტი შეიძლება იყოს ჩართული.

## 2.2. ტიპოლოგიური კონსპერსია

კაპიტალური ტიპის მეწარმე სუბიექტის ტიპოლოგიური კლასიფიცირება მისი დადებითი და უარყოფითი სეგმენტების ფარდობითობით გამოითვლება. კაპიტალის მოზიდვის გამარტივებული გზების ძიებას კორპორაცია აქციების განსაჯაროებულ ბრუნვაში ჩართვისკენ მიჰყავს. აქციების კაპიტალის ორგანიზებულ ბაზარზე გატანის პროცედურული აქტივობები საკმაოდ ძვირად ღირებულია.<sup>1626</sup> ქმედებები, რომელთა მიზანია კომპანიისთვის საჯარო ხასიათის მიცემა, *going concern*-ის კონცეპტუალური გამოვლინებაა.<sup>1627</sup> კორპორაციის *going concern*-ის ანტონიმური შინაარსის *going private*<sup>1628</sup> სს-ის ფუნდამენტური ცვლილების მეთოდს წარმოადგენს.<sup>1629</sup> მისი ფუნქციური უტილიზირება რამდენიმე მიმართულებით ხორციელდება.

პირველი, ეკვაიერი კომპანიის მიერ სამიზნე საზოგადოების დაუფლების ორეტაპიანი სტრატეგიის გამოყენების მეორე ეტაპზე მცირე აქციონერთა გაძევების სისტემური მიდგომის<sup>1630</sup> ქვესისტემურ მეთოდში აისახება.<sup>1631</sup> აქციათა გაყოფასთან, საკუთარი აქციების გამოსყიდვასა და რეკაპიტალიზაციასთან ერთად, ის არის ორგანული ცვლილება, რომელიც კომპანიის ტიპოლოგიურ

<sup>1625</sup> Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 553.

<sup>1626</sup> კორპორაციის „საჯაროდ“ გადაქცევა ძვირად ღირებულია. იხ. *Tirole, The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press, 2006, P. 92-94. აქციების ლისტინგის ღირებულებას ადვოკატებისთვის/იურიდიული მომსახურებისთვის გასაცემი და ფინანსური დოკუმენტების უზრუნველყოფის, საფონდო ბირჟის წესების ადაპტირებისა და საწარმოს კორპორაციული მართვის შესაბამისობაში მოყვანის ხარჯები ზრდის. აშშ-ში ეს ღირებულება 300 000-დან 800 000 აშშ-ის დოლარამდე მერყეობს. თუმცა, მასში სადაზღვევო კომიტეტისთვის გადასახდელი თანხა არ შედის. იხ. *Haas, Corporate Finance*, 2011, P. 11-13.

<sup>1627</sup> *Haas, Corporate Finance*, 2011, P. 125-127.

<sup>1628</sup> იხ. *O'Neals, Thompson, Oppression of Minority Shareholders and LLC Members*, rev. 2d. ed., 2009, §5.27.

<sup>1629</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 140.

<sup>1630</sup> იხ. *Gevurtz, Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 765-779.

<sup>1631</sup> *going private freeze-out*-ის სუბტიპურ გამოვლინებად განმარტა დელავერის სასამართლომ 1977 წელს. იხ. *Lynch v. Vickers Energy Corp.*, 383 A.2d 278 (Del. 1977).



კონვერსიას განაპირობებს.<sup>1632</sup> ის შეიძლება დაუფლების ბოლო სტადიაზე იქნეს გამოყენებული.<sup>1633</sup>

ორეტაპიანი შეძენის პირველი ეტაპის (სატენდერო შეთავაზების) წარმატებით დასრულების შემდგომ, სამიზნე საზოგადოების მცირე აქციონერთა განდევნა სასესხო დაფინანსების ქვესახეობით მენეჯმენტის მიერ<sup>1634</sup> აქციათა გამოსყიდვის საშუალებით ხორციელდება. მსგავსი ტიპის ტრანზაქცია განსაკუთრებული გახსნილობის სამართლებრივ რეგულირებას ექვემდებარება.<sup>1635</sup> აშშ-ის ფასიანი ქაღალდების ბაზრის წესების რეგულირების ქვეშ<sup>1636</sup> ექცევა დელისტიინგისკენ მიმართული ყველა ტრანზაქცია, რომელიც ჯდება „ტრანზაქციის ტესტის“ დეფინიციაში და „ეფექტური ტესტის“ მოთხოვნებს აკმაყოფილებს. „ტესტის ეფექტურობა“ უმეტეს LBO ტრანზაქციაში აისახება, რამდენადაც ის სამიზნე საზოგადოების აქციათა დელისტიინგს იწვევს.<sup>1637</sup> „ტრანზაქციის ტესტი“ მოიცავს ყველა სახის შეძენას, რომელიც აქციათა გამთავსებელის ან აფილირებული სუბიექტის მიერ ხორციელდება. ანუ, უნდა არსებობდეს შეძენისა და სამიზნე საზოგადოებას შორის საკონტროლო ურთიერთკავშირი, იმისათვის, რომ ტრანზაქცია მოექცეს SEC 13E-3 წესის რეგულირების ფარგლებში.<sup>1638, 1639</sup>

დელისტიინგის კორპორაციული ქმედების სისტემური გამოყენების მეორე ფუნქციური უტილიზირება „მტრული“ დაუფლების თავიდან აცილების სტრატეგიად გამოყენებაა. „მტრული“ დაუფლების არსი, რომელიც სატენდერო შეთავაზების გაკეთებას კაპიტალის ბაზრის საშუალებით გულისხმობს, მოიცავს იმ აქციონერთა მიმართ ოფერტს, რომელთა აქციები კაპიტალის ორგანიზე-

<sup>1632</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 140.

<sup>1633</sup> იხ. Cox, Hazen, Business Organizations Law, 3<sup>rd</sup> ed., 2011, P. 658.

<sup>1634</sup> Haas, Corporate Finance, 2011, P. 662-663.

<sup>1635</sup> Booth, Financing the Corporation, 2010, P. 562.

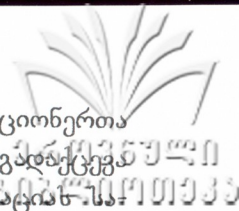
<sup>1636</sup> „going private“ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირების ფარგლებში ჯდება. აშშ-ში მისი შესრულების პროცედურულ იმპერატივიზმს SEC-ის 13E-3 ფორმულირებული კატალოგის შევსება წარმოადგენს. იხ. Ventoruzzo, Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposal, Working Paper №137, 2009, P. 9-21.

<sup>1637</sup> Fleischer, Sussman, Takeover Defense, vol. I, chap. 14, 2000, P. 19.

<sup>1638</sup> Oesterle, Mergers and Acquisitions, 2006, P. 136.

<sup>1639</sup> SEC. 13E-3 წესს მნიშვნელოვანი გამონაკლისი აქვს 13E-3(g)(1)-ის სახით: თუ ორეტაპიანი შეძენის სატენდერო შეთავაზებას შერწყმა მოჰყვება სატენდერო შეთავაზებიდან ერთი წლის განმავლობაში, ამასთან ეკვაიერი და სამიზნე კომპანიები არ იყვნენ აფილირებული კომპანიები მანამ, სანამ შეთავაზება დასრულდებოდა, მცირე აქციონერთა მიმართ გადასახდელი „back-end“ ღირებულება სატენდერო შეთავაზებაში დაფიქსირებული ღირებულების ტოლი ან მასზე მაღალია, ან სუბსტანციურად იმავე უფლებების მატარებელ აქციებს ღებულობენ სანაცვლოდ და სატენდერო შეთავაზება შეიცავს სრულ ინფორმაციულ გახსნილობას შეძენის მიზნების ჩათვლით, რომ მას (ეკვაიერს) სურდა, მეორე ეტაპზე შერწყმის განხორციელება, მაშინ (აღნიშნული პირობების დროს) დელისტიინგის ტრანზაქციის შემსრულებელს არ მოეთხოვება SEC. 13E-3 წესის შევსება. იხ. Fleischer, Sussman, Takeover Defense, vol. I, chap. 14, 2000, P. 21; Booth, Financing the Corporation, 2010, P. 566.





ბულ ბაზარზე ლისტიგშია გატარებული. სტრატეგიაში საჯარო აქციონერთა აქციების შესყიდვით „ლია“ კორპორაციის „დახურულ“ კომპანიად გადაქცევა მოიაზრება.<sup>1640</sup> საჯარო აქციონერთა ტერმინაცია „რაიდერ“ კორპორაციის საშუალებას უზღუდავს სატენდერო შეთავაზებით დაეუფლოს სამიზნე კომპანიის აქციათა საკონტროლო პაკეტს.<sup>1641</sup> ზემოაღნიშნული ცხადყოფს დელისტიგის სტრატეგიის დუალისტურ და ატიპურ ბუნებას: ის შესაძლებელია გამოყენებულ იქნეს დაუფლების დასრულების სტრატეგიად და, იმაგდროულად, დაუფლების-გან თავდაცვის მექანიზმად.

ტიპოლოგიური კონვერსიის განხორციელებას, დელისტიგის ტრანზაქციის გამოყენების საშუალებით, მესამე ფუნქციური მოტივატორიც აქვს. როგორც აშშ-ის ფედერალური საკანონმდებლო რეგულირება,<sup>1642</sup> ისე მეწარმეთა<sup>1643</sup> და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონი<sup>1644</sup> სპეციალიზებულ მოთხოვნებს აწესებს იმ კომპანიისთვის, რომელიც კონკრეტული გარემოება/პირობების და-კმაყოფილების შემდეგ, ავტომატურად ხდება საკანონმდებლო მოთხოვნების მოქმედების გავრცელების სუბიექტი.<sup>1645</sup> აშშ-ში, კორპორაციას, რომელსაც ჰყავს 500 ან მეტი აქციონერი და აქვს ათი მილიონის ან მეტის ღირებულების ქონება, ვალდებულია დაემორჩილოს ფედერალურ რეგულირებას და დარეგისტრირდეს ფასიანი ქაღალდების კანონმდებლობის შესაბამისად.<sup>1646</sup> თუ კორპორაცია აკმაყოფილებს აღნიშნულ კრიტერიუმებს, მან უნდა მოამზადოს და შეავსოს ყოველკვარტალური, ყოველწლიური და სპეციალური მოხსენების ფორმები.<sup>1647</sup> ფედერალური კანონმდებლობა განსაკუთრებული ზედამხედველობის ქვეშ აქცევს სატენდერო შეთავაზებასა და წარმომადგენლის საშუალებით ხმის უფლების განხორციელების პროცედურებს. მენეჯმენტი ან აქციონერი,<sup>1648</sup> რომელიც კორპორაციის ნებისმიერი კლასის აქციათა 10%-ის ან მეტის მფლობელია, სატენდერო შეთავაზებით აქციათა გამოსყიდვის (MBO) ან კონტროლის შეცვლის ტრანზაქციაში ჩართვის პოტენციური შანსისა და ზეგავლენის პრევენციის მიზნით, ვალდებული ხდება ფედერალურ იმპერატიულ მოთხოვნას

<sup>1640</sup> Haas, Corporate Finance, 2011, P. 662.

<sup>1641</sup> Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, 1986, P. 913.

<sup>1642</sup> SEC. Rule 13E-3.

<sup>1643</sup> მეწარმეთა შესახებ კანონის 55-ე მუხლის პირველი პუნქტი ასეთ მოთხოვნად აქციონერთა რაოდენობას განსაზღვრავს: თუ სს-ის აქციონერთა რაოდენობა მიაღწევს 100-ს, მაშინ საჯალდებულო ხდება სამეთვალყურეო საბჭოს შექმნა.

<sup>1644</sup> ფასიანი ქაღალდების სამართალში ასეთ მოთხოვნათა კატეგორიას განეკუთვნება ანგარიშვალდებულ საწარმოდ ცნობის მომენტი, რამდენადაც ფასიანი ქაღალდების შესახებ კანონის რეგულაციები ანგარიშვალდებულ საწარმოდ გახდომასა და გარდაქმნის პროცედურას (მაგალითად, დივიზიის პროსპერქტის შედგენა) მოწესრიგების არეალში აქცევს.

<sup>1645</sup> Cox, Hazen, Business Organizations Law, 3<sup>rd</sup> ed., 2011, P. 658-660.

<sup>1646</sup> იხ. Securities Exchange Act 1934, Rule 12g-1.

<sup>1647</sup> იხ. Securities Exchange Act 1934, Rule 12, 13 – ის მიხედვით, ეს ფორმებია 10-K, 10-Q, 8-K.

<sup>1648</sup> Oesterle, Mergers and Acquisitions, 2006, P. 254-259.



დამორჩილოს და აწარმოოს სპეციალური ანგარიშების შევსება და უზრუნველყოს მათი მოხსენება.<sup>1649</sup> საზოგადოების მიერ ფინანსური მოხსენებისა და არსებული მდგომარეობის შესახებ ინფორმაციის გახსნილობის იმპერატიული მოთხოვნათა დაუცველობა შეიძლება სასარჩელო წარმოებისა და აქციონერთა მხრიდან, ფიდუციური მოვალეობის დარღვევის ბაზისზე, აქციათა გამოსყიდვის საფუძველი გახდეს.<sup>1650</sup> მსხვილი კორპორაციისთვის მსგავსი საკანონმდებლო მოთხოვნების დაწესება და მათი შესრულება განსაკუთრებულ თანხებთან არის დაკავშირებული.<sup>1651</sup> ლოგიკურია, რომ დელისტინგის ტრანზაქცია მენეჯმენტის ინტერესებისა და აქციონერთა კეთილდღეობის მიღწევის მეთოდად შეიძლება იქნეს გამოყენებული, როდესაც კაპიტალის ორგანიზირებულ ბაზარზე დარეგისტრირების საშუალება დასახულ მიზანს ვერ ამართლებს.

დელისტინგის ტრანზაქცია, თავისი ფუნქციური გამოვლინებებით, კორპორაციის ფუნქციონირების სამოქმედო არეალის შეცვლის სტრატეგიას წარმოადგენს. თუ კაპიტალის ბაზარზე აქციების საჯაროდ სავაჭროდ შეთავაზებას განსაკუთრებული რეგულირება ესაჭიროება,<sup>1652</sup> დელისტინგი არანაკლებ მნიშვნელოვანი, კაპიტალის ბაზრისთვის სახასიათო ფენომენია, რომლის ნორმატიულ რეგულირებაზე კანონმდებელი ხელს ვერ აიღებს. კორპორაციის ლისტინგი შეიძლება ჩაითვალოს სს-ის დადმავალ ტიპოლოგიურ კონვერსიად, როგორც კონკრეტული გარემოების შედეგად წარმოშობილი მოვლენა. კონკრეტულ მოვლენათა ჯაჭვის ლოგიკური განვითარება ზოგადი საკანონმდებლო

<sup>1649</sup> Booth, Financing the Corporation, 2010, P. 564.

<sup>1650</sup> მაგ. იხ. Santa Fe Industries, Inc., v. Green, 430 U.S. 462, 480 (Sup. Ct. 1977). “going private” ტრანზაქციას უამრავი რეგულირებადი, მაგრამ რაციონალური ნიუანსი აქვს. იხ. Koenig, A Brief Roadmap to Going Private, Colum. Bus. L. Rev., 2004, P. 509. პირველი საფუძველი საქმიანობის კაპიტალის ბაზრისგან განკერძოებულად წარმოებისთვის შეიძლება იყოს ლისტინგში გატარებული საწარმოს ფასიანი ქაღალდების ფასი, რომელიც მის რეალურ ღირებულებას არ ასახავს. ასეთ დროს, მცირე აქციონერისგან აქციათა გამოსყიდვა ორ შედეგს ჩაუყრის საფუძველს: შესაძლებელი გახდება კაპიტალის ღირებულების შემცირება დელისტინგის გზით და საკონტროლო პაკეტის მქონე მეწილეს მიეცემა შანსი საწარმოს დაფარული ღირებულება გაშიფროს. დელისტინგი კომპანიის სარგებლის მატებას ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ძვირად ღირებული მოთხოვნების დამორჩილებისგან გათავისუფლებით აღწევს. Agency Cost-ის შემცირება, რომელიც „დაზურული“ სს-ის პრივილეგიაა, დელისტინგის კიდევ ერთ მოტივატორს წარმოადგენს. იხ. Venturuzzo, Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposal, Working Paper №137, 2009, P. 6-8. მენეჯმენტისგან მათი შეუსრულებლობა მრავალი სასამართლო დავის საგანი გამხდარა. ამის შესახებ ვრცლად იხ. Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 141-145.

<sup>1651</sup> Booth, Financing the Corporation, 2010, P. 562-563.

<sup>1652</sup> რეგულირების პარალელურად, going concern განსაკუთრებული სიძვირით გამოირჩევა, რომლისთვისაც ხშირად კორპორაცია ფინანსურად „მზად“ არ არის. შესაბამისად, ისტორიულ პერსპექტივაში, კორპორაციის ფინანსური მხარის ანალიზის სუბსტანციურ წახნაგს “going concern”-ის ღირებულების შეფასება და მისი მეთოდები წარმოადგენდა. იხ. Brudney, Chirelstein, Corporate Finance, 1979, P. 3-79; Schanz, D., Schanz, S., Business Taxation and Financial Decition, 2011, P. 315-331.



მოთხოვნიდან სპეციფიკურ რეგულაციებამდე დაიყვანება. ამიტომ, კაპიტალის ბაზარზე აქციათა განთავსებით სს-ის ტიპოლოგიურ ცვლილებას დედუქციური ტიპოლოგიური კონვერსია უნდა ეწოდოს.

მის საპირწონედ, დელისტინგს, რომელიც სპეციალურად ნორმატიზებულ მოთხოვნათა თავის არიდების სამართლებრივ ქმედებათა მთელ რიგ წყებას მოიცავს და მიმართულია ზოგადი რეგულაციების განვრცობისკენ, ინდუქციური ტიპოლოგიური კონვერსია შეიძლება ეწოდოს. ისინი კაპიტალური საზოგადოების ტიპოლოგიური კონვერსიის კლასიკურ საფუძველს წარმოადგენენ. დელისტინგის შესრულების მეთოდოლოგიური გამოვლინება შეძენა/შერწყმის ტრანზაქციათა ინტერაქციული შედეგია. მიუხედავად იმისა, რომ ტიპოლოგიური კონვერსია კორპორაციისთვის „სინათლიდან სიბნელეში გადასვლად“ მოიაზრება,<sup>1653</sup> მისი გამოყენების სისწორე, კორპორაციის ეკონომიკურ-სამართლებრივი მდგომარეობიდან გამომდინარე, კონკრეტული გარემოების ანალიზის საფუძველზე უნდა შემოწმდეს.

### 3. აქციონერთა სტრუქტურულ-საინვესტიციო და უფლებრივი რეკლასიფიკირება

#### 3.1. აქციონერთა საინვესტიციო პორტფოლიოს შეცვლა

კორპორაციულად მოწყობილ მეწარმე სუბიექტში აკუმულირებული სააქციო კაპიტალის წყაროს უფლებრივი მდგომარეობის სტაბილიზაცია განხორციელებული ინვესტიციის სწორი კორპორაციული და ეკონომიკური რენტაბელობის განმსაზღვრელი უმნიშვნელოვანესი სეგმენტია. ინვესტიციის რისკის პირობებში, სტაბილურობა აქტიური დაცვის საგანია. ინვესტირებული კაპიტალის რისკის შინაარსობრივი სტიგმა მისი დაზიანების ან დაკარგვის შესაძლებლობითა და ასეთი დანაკარგის ალბათობის ხარისხობრივი მაჩვენებელით გამოიხატება.<sup>1654</sup> პირის მიერ კაპიტალის რამდენიმე სხვა პირის კაპიტალთან კონცენტრირება საინვესტიციო პორტფოლიოს დივერსიფიცირებულ ვარიანტს ქმნის. ეს არის პორტფოლიოს თეორიის შინაარსობრივი მოცემულობა.<sup>1655</sup> მისი პრაქტიკირება კორპორაციის სამართლებრივი ფორმის გამოყენებით ხორციელდება. ამ კუთხით, კორპორაცია სუბსტანციური რაოდენობის კაპიტალის გაერთიანების შედეგად წარმოშობილი პრობლემების (რისკის კონტროლის) გადაჭ-

<sup>1653</sup> Oesterle, Mergers and Acquisitions, 2006, P. 136.  
<sup>1654</sup> იხ. Klein, Coffee, Business Organization and Finance, 11<sup>th</sup> ed., 2011, P. 243-245; Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, 1986, P. 115.  
<sup>1655</sup> იხ. Haas, Corporate Finance, 2011, P. 198-200.



რის ძირითად მეთოდად განიხილება.<sup>1656</sup>

საინვესტიციო პორტფოლიოს თეორიის თანახმად, ქონებრივი პორტფოლიოს, როგორც ინდივიდუალური მფლობელობის საპირისპირო მოვლენის, ფლობით რისკი, რომლის წყარო ინვესტორია და ნიშნავს ალბათობას, რომ რეალური შემოსავლები განსხვავებული იქნება მოსალოდნელი შემოსავლები-სგან, შესაძლებელია შემცირდეს მოსალოდნელი შემოსავლების შემცირების გარეშე.<sup>1657</sup> ამით, აქციონერის ინვესტიცია დივერსიფიცირებულ სახეს იძენს. თუ ქონების პორტფოლიოს სახით კონცენტრაცია ინდივიდუალური საკუთრების დივერსიფიცირებას განაპირობებს, ეს ნიშნავს, რომ ჩამოყალიბებული პორტფოლიო რისკების აკუმულირების შედეგი და რისკის დიდი პროცენტული კოეფიციენტის შემცველია.<sup>1658</sup> ლოგიკურად, რისკების შემცველ დივერსიფიცირებულ საინვესტიციო პორტფოლიოს „გადაზღვევა“ სჭირდება. გადაზღვევის კორპორაციულსამართლებრივი ხასიათის ქმედებად დაბანდებული კაპიტალის დეინვესტირება და სხვა ან იმავე გეოგრაფიული თუ სამეწარმეო ხაზის მქონე ბიზნესორგანიზაციაში ინვესტირება მიიჩნევა.<sup>1659</sup> შეძენა/შერწყმის რეორგანიზაციული ტიპის ტრანზაქციები სამიზნე კომპანიის აქციონერთა კაპიტალის დივერსიფიცირებული პორტფოლიოს შექმნის სარეინვესტიციო კორპორაციული სახის სტრატეგიულ ტაქტიკას წარმოადგენენ. თუ სამიზნე საზოგადოების აქციონერები ერთ მთელს წარმოადგენდნენ, ტრანზაქციის ინტეგრირების შედეგად ისინი, შემძენი კორპორაციის აქციონერებთან ერთად, ორ სუბტრაქტს შექმნიან, რითიც არსებული ინვესტიციის დივერსიფიცირებას განახორციელებენ. დივერსიფიცირება კი პორტფოლიოს თეორიის ძირითადი მაკვალიფიცირებელი ფაქტორია.<sup>1660</sup>

კორპორაციის სტრუქტურული ცვლილების ცენტრალური ობიექტი აქციონერთა სტრუქტურაა. რეორგანიზაციული ტიპის, საგადასახადო დაბეგვრისგან თავისუფალ ტრანზაქციათა<sup>1661</sup> პრინციპული კონცეფცია აქციონერის მეწარმე სუბიექტთან წევრის სტატუსით კორპორაციულსამართლებრივი კავშირის შენარჩუნებაა. კომბინაციაში მონაწილე საზოგადოებისა თუ მისი აქციონერისთვის ტრანზაქციაში საკუთარი აქციების ანაზღაურების სახედ აქციის დათქმა აქციონერის კორპორაციულ (წევრის) სტატუსს განგძობად ხასიათს

<sup>1656</sup> Posner, *The Economic Analysis of Law*, 2007, P. 392.

<sup>1657</sup> Gilson, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 125. პორტფოლიოს თეორიის არსს უძველესი გამონათქვამი შესანიშნავ ილუსტრირებას უკეთებს: „არასოდეს ჩადო ყველა კვერცხი ერთ კალათაში“. იხ. Haas, *Corporate Finance*, 2011, P. 197.

<sup>1658</sup> შეად. Klein, *Coffee, Business Organization and Finance*, 11<sup>th</sup> ed., 2011, P. 21-26.

<sup>1659</sup> შეადარე აქციონერის აქციურ უფლებებს (*stock rights*). Klein, *Coffee, Business Organization and Finance*, 11<sup>th</sup> ed., 2011, P. 295-298.

<sup>1660</sup> Haas, *Corporate Finance*, 2011, P. 197.

<sup>1661</sup> Ginsburg, Levin, *Mergers, Acquisitions, and Buyouts*, Vol. 2, 2003, chap. 6, P. 16



ანიჭებს.<sup>1662</sup> ტრანზაქციის ნოტაცია ნიშნავს სამიზნე საწარმოს აქციათა დამო-  
ბობის სანაცვლოდ „გადარჩენილი“ კორპორაციის აქციების მიღებას. შემდეგ  
საზოგადოებაში სამიზნე კომპანიის პრეტრანზაქციული კაპიტალის ერთგვარ  
რეინვესტირება ხდება.<sup>1663</sup> როგორც ზემოთ აღინიშნა, საინვესტიციო პორტფო-  
ლიოს არსი კორპორაციაში კაპიტალდაბანდებას გულისხმობს. ინვესტიციის  
ორგანიზაციული მეთოდის (კორპორაციის) შეცვლა, პორტფოლიოს თეორიიდან  
გამომდინარე, ინვესტირებული კაპიტალის მართვის ფორმის შეცვლას უტოლ-  
დება. აღნიშნულიდან კი გენერირდება, რომ აქციონერთა კაპიტალის მართვის  
სამართლებრივი ფორმის შეცვლა, რეორგანიზაციული ტიპის ტრანზაქციათა  
შესრულების მეთოდის გამოყენებით, ინვესტიციის ფორმის შეცვლას გუ-  
ლისხმობს.<sup>1664</sup>

ინვესტიციის ფორმის შეცვლის პარალელურად, იცვლება აქციონერთა  
სტრუქტურა. აქციონერთა სტრუქტურული ცვლილება შემდეგი/მიმდევრული  
კორპორაციის პერსპექტივაში უნდა იქნეს განხილული, რადგან სამიზნე  
საზოგადოება, რეორგანიზაციული ტიპის ტრანზაქციის შედეგად, როგორც წესი,  
არსებობას წყვეტს. „გადარჩენილ“ კომპანიას პოსტტრანზაქციულ ეტაპზე კომ-  
ბინაციაში მონაწილე შემდეგი (ანუ საკუთარი აქციონერებისა) და სამიზნე  
საზოგადოების აქციონერთა გაერთიანებით ფორმირებული, უფრო სწორად,  
რეკონსტრუქცირებული აქციონერთა სტრუქტურა გააჩნია.

მოკლედ, შეძენა/შერწყმის იმ სახეობათა გამოყენებით დადებული ტრანზა-  
ქციის შედეგად, რომელშიც ანაზღაურების სახედ შემდეგი/მიმდევრული კომ-  
პანიის აქციებია განსაზღვრული, ე.წ. რეორგანიზაციული ტიპის ტრანზაქციები,  
სს-ის სტრუქტურულად სუბსტანციურ ორგანიზომილებიან ელემენტში იწვევს  
ვარიაციას: იცვლება სამიზნე საზოგადოების აქციონერის ინვესტიციის ფორმა  
და აქციონერების შემომატების ხარჯზე რეკონსტრუირდება შემდეგი კორპორა-  
ციის აქციონერთა ახალი სტრუქტურა.

### 3.2. აქციონერთა უფლებრივი რეკლასიფიცირება

აქციონერს<sup>1665</sup> კორპორაციასთან წევრის კორპორაციულ-სამართლებრივი  
სტატუსი აკავშირებს. წევრობიდან გენერირდება პირის ქონებრივი და მმართ-

<sup>1662</sup> *Gevurtz*, Corporation Law, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 675.

<sup>1663</sup> იხ. *Gilson*, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, 1986, P. 341-343.

<sup>1664</sup> იხ. *Gevurtz*, Corporation Law, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 675.

<sup>1665</sup> მიმდინარე თავის მიზნებისთვის, „აქციონერი“ ჩვეულებრივი, ხმის მიცემის უფლების  
მქონე პირს გულისხმობს, ე.წ. *residual claimants*, რადგან პრივილეგირებული აქციების,  
სასესხო ფასიანი ქაღალდებისა და კონვერტირებადი ფასიანი ქაღალდების სამართლებრივი  
კლასიფიკაცია პოსტტრანზაქციულ ეტაპზე, თემატურად, კიდევ ცალკე განხილვის საგანია.  
მაგალითად, იხ. *Haas*, Corporate Finance, 2011, P. 281-494.



ველობითი უფლებები.<sup>1666</sup> კორპორაციულად მოწყობილი ორგანიზაციული გაერთიანების ფუნდამენტური კონცეფცია, კონტროლისა და საკუთრების განცალკევება სამეწარმეო საქმიანობის ყოველდღიურ და ჩვეულებრივ საკითხებს გადაწყვეტას აქციონერის კომპეტენციის მიღმა ტოვებს.<sup>1667</sup> აქციონერთა უფლებრივი კლასიფიცირების სუბსტრატი აქციის სახეა. აქციის კლასობრივ სახეობათა დეტერმინაცია აქციონერთა დაფუძნების ეტაპზე საწესდებო ან/და ფუნქციონირებადი კომპანიის წესდებაში ცვლილებების შეტანის შედეგად ხორციელდება. ეს არის აქციის, როგორც პირის კორპორაციაში არსებული ქონების შიდა სტრუქტურულ უფლებათა კლასიფიკაცია. სამიზნე საზოგადოების წესდებით დადგენილი აქციონერთა აქციიდან გამომდინარე უფლებების რევიზიის მყარ საფუძველს აქციონერთა სტრუქტურისა და ორგანიზაციული ფორმის კონვერსია განაპირობებს. ისევე როგორც ეს ორი უკანასკნელი, უფლებრივი რეკლასიფიკაცია შეძენა/შერწყმის ინტეგრირების შედეგის შედეგად შეიძლება იქცეს. მსგავსი სუბსტანციური უფლებრივი ვარიაციების შექმნის მაღალი ალბათობის გამო, აქციონერთა მხრიდან რესტრუქტურიზაციის ტრანზაქციათა მიმართ ხმის მიცემის ინსტიტუტით თანხმობის გამოხატვა არასასურველი უფლებრივი რეკლასიფიცირების პრევენციად გამოიყენება.<sup>1668</sup> მაგრამ ისმის კითხვა: რა შეიძლება იყოს აქციონერის უფლებრივი რეკლასიფიცირება, როგორ აისახება კორპორაციული კომბინაცია და რა გავლენას ახდენს მასზე?!

აქციონერთა აქტივიზმისა და რეორგანიზაციული ტიპის ტრანზაქციათა მართვის ურთიერთკავშირი ნორმატიულ დონეზეა დადგენილი.<sup>1669</sup> ტრანზაქციაზე მოლაპარაკების დაწყების საწყის ეტაპზევე ხდება კომბინაციის ბუნების განსაზღვრა სასურველია თუ მიუღებელი და რამდენად ჯდება დასახულ ბიზნესსტრატეგიას კონტექსტში. აქციონერთა პრეტრანზაქციული დამოკიდებულება ახალი კომპანიის მიმართ მათ შემდგომი უფლებრივი მდგომარეობის არსობრივი განმსაზღვრელია.<sup>1670</sup> აქციონერის კორპორაციულ და კორპორაციის მიმართ შესაძლო უფლებათა კატალოგი მენეჯმენტის კონტროლისა და ინვესტირებული კაპიტალიდან სარგებლის მიღებას შორის ლავირებს. შეძენა/შერწყმა ფუნდამენტური ცვლილების საფუძველია, რაც ნიშნავს, რომ აქციონერთა უფლებრივი მდგომარეობა ფუნდამენტურად შეცვლის ობიექტია. სხვა სიტყვებით, სამიზნე საზოგადოების აქციონერის უფლებათა ახალ კორპორაციაში როგორც იდენტური მოდიფიცირება (მსგავსი უფლებების შეძენა), ასევე დისკრედიტირებული გარდაქმნა შესაძლებელია.

<sup>1666</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 2, 2010, P. 452.

<sup>1667</sup> Haas, Corporate Finance, 2011, P. 499.

<sup>1668</sup> Booth, Financing the Corporation, 2010, P. 838-842.

<sup>1669</sup> Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 65-70.

<sup>1670</sup> Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 325.

პირველ შემთხვევაში აქციონერი იმავე წილობრივი მონაწილეობით შედის შემდგომ კორპორაციაში, რაც მას გააჩნდა ყოფილ საწარმოში. ეს ნიშნავს, რომ მას იგივე უფლებრივი მდგომარეობისა და კლასის აქციაზე უნაქცეველობა საკუთრება. ეკვაიერ კომპანიაში, მიუხედავად იმავე კლასისა და უფლებების მქონე აქციათა მიღებისა, აქციონერთა უფლებრივი მდგომარეობა სუბსტანციურ რეკლასიფიცირებას განიცდის. ამას განაპირობებს აქციონერთა სტრუქტურის ცვლილება ორი სხვადასხვა კომპანიის მესაკუთრეთა კომბინირების ბაზისზე. იქმნება აქციათა სუსტი კონცენტრაციები. აქციის კონცენტრაციის მაგნიტუდა აქციონერის უფლებრივი მდგომარეობისთვის სენსიტიურია. კონცენტრაციის შემცირება აქციონერთა აქტივიზმს ასუსტებს.<sup>1671</sup> მათ (მსხვილ აქციონერებს, ვისაც არსებითი გავლენის მოხდენა შეუძლია) „კონტროლის კონტროლის“ ბერკეტი აქციათა კონცენტრაციის პროპორციულად ეზღუდებათ. თუ ყოფილ ან პრეტრანზაქციამდე არსებულ კორპორაციაში ის გადაწყვეტილებაზე ზეგავლენის მოხდენის კომპეტენციით იყო აღჭურვილი, მას ეს უფლება ავტომატურად უქარწყლდება აქციონერთა სიმრავლესთან ერთად. გადაწყვეტილებაზე ზეგავლენა კონტროლის უმნიშვნელოვანესი ბერკეტია. დელავერის სასამართლომ განმარტა,<sup>1672</sup> რომ კონტროლი კორპორაციაში არსებობს მაშინ, როდესაც აქციონერი პირდაპირ ან არაპირდაპირ ფლობს ხმის მიცემის უფლებამოსილების ნახევარზე მეტს.<sup>1673</sup> თავის მხრივ, კონტროლს, რომელიც პირს მაკონტროლებელ აქციონერად აქცევს, სპეციფიკური პრემიუმდირებულება აქვს. პრემიუმდირებულება კი არამაკონტროლებელი აქციონერის აქციის საბაზრო ღირებულების დადებით სოლიდურ ნამატს წარმოადგენს,<sup>1674</sup> რომლის ფინანსურ სარგებლად გარდაქმნა კერძო მოლაპარაკებით წარმოებული კონტროლის გაყიდვის<sup>1675</sup> ტრანზაქციის შედეგად ხდება.<sup>1676</sup> ამიტომ, კონტროლის სტრუქტურის შეცვლა,<sup>1677</sup> რეორგანიზაციული ტიპის ტრანზაქციის საშუალებით, არ იწვევს საკონტროლო პაკეტის მქონე აქციონერისთვის პრემიუმდირებულების გადახდას.<sup>1678</sup> მას იმავე რაოდენობის აქციები გადაეცემა შემდგომ კორპორაციაში, რა რაოდენობასაც ფლობდა (როგორც წესი ეს მსგავსი პროპორციით ხდება, თუმცა მხარეთა მიერ სხვაგვარი შეთანხმება ტრანზაქციის დისპოზიციის განსაზღვრის

<sup>1671</sup> შეად. Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 2, 2010, P. 302-304.

<sup>1672</sup> იხ. Weinstein Enters., Inc., v. Orloff, 870 A.2d 499, 507 (Del. 2005).

<sup>1673</sup> Radin, The Business Judgment Rule, vol. I, 2009, P. 1126.

<sup>1674</sup> Booth, Financing the Corporation, 2010, P. 115-120.

<sup>1675</sup> კონტროლის გაყიდვის მექანიზმებზე, იხ. Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials, 2000, P. 221; Gevurtz, Corporation Law, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 661-675.

<sup>1676</sup> Dyck, Zingales, Private Benefits of Control: An International Comparision, 2001, P. 2-4.

<sup>1677</sup> იხ. Easterbrook, Fischel, The Economic Structure of Corporate Law, 1991, P. 131-138.

<sup>1678</sup> შეად. Sepe, Rogers, Private Sale of Corporate Control: Why The European Mandatory Bid Rule is Inefficient, 2010, P. 8-18.



ეტაპზეა შესაძლებელი), მაგრამ კონცეპტრაცია სუსტდება და საკონტროლო მარკენებელი ახალი რეალობისთვის მის საკუთრებაში აღარ რჩება. შედეგად, სახეზეა აქციონერის წევრის სტატუსიდან გამომდინარე მმართველობითი უფლებამოსილების კონკრეტული სეგმენტის შეზღუდვა. რა თქმა უნდა, ისეთი ფუნდამენტურ უფლებათა რეკლასიფიცირება გამორიცხულია, როგორიც ახალ კომპანიაში ინფორმაციის გამოთხოვა (*terms of entry*) და დეინვესტირების განხორციელების (*exit strategy*) ორგანული უფლებებია.<sup>1679</sup>

უფლებათა დისკრედიტებული კლასიფიცირება სხვადასხვა საფუძვლიდან გენერირდება. მათ შორის გამოირჩევა ტრანზაქციის სუბსტანციური სახე. სამიზნე კორპორაციის ფულით შეძენის სტრატეგიამ აქციონერი შეიძლება, არასახარბიელო მდგომარეობაში ჩააგდოს. ტრანზაქციის ინტეგრირება შეთანხმების პირობების შესრულების პროცესია, როდესაც შეთანხმებაში დათქმული ვალდებულებები მხარეთა მიერ უნდა შესრულდეს. ტრანზაქციაზე ხელმოწერის შემდგომ, აქციონერს, რომელმაც მხარი დაუჭირა და ღირეპტორატის ქმედებას *quo warranto* ხასიათი მიანიჭა და ტრანზაქცია დაიხურა, შეთანხმების დებულებათა შეცვლა აღარ შეუძლია.<sup>1680</sup> ტრანზაქციაზე მოლაპარაკების დაწყების ეტაპზე, სამიზნე კომპანიის აქციონერისთვის აქციის სამომავლო რენტაბელობის მარკენებლის არასწორი აღქმის (ანუ აქცია არის „სათანადოდ შეუფასებელი“, ე.წ. *undervalued*, რაზეც შემძენის სინერგიზმის მიღების მოლოდინია დამყარებული) საწყისზე აქციონერი საკუთარი ნებით ახდენს პერსპექტიული ინვესტირებული კაპიტალის დეინვესტირებას. დეინვესტირება ქონების არასასურველი ეკონომიკური მდგომარეობაა იმ ეტაპზე, როდესაც საჭირო ხდება ახალი სამეწარმეო საქმიანობის ან მსგავსი, მაგრამ სამართლებრივად განსხვავებულ ორგანიზაციულ წარმონაქმნში რეინვესტირება. ყოფილი აქციონერის მიერ სასურველ საქმიანობაში კაპიტალდაბანდება, აქციათა საფონდო ბირჟაზე შეძენა და ბაზრის სათანადო შესწავლა ძვირად ღირებული აქტივობაა, რაც, საერთო ჯამში, აქციონერის სამიზნე საზოგადოებიდან დეინვესტირებული კაპიტალის დევალვაციას იწვევს. აღნიშნული მიდგომის მეთოდოლოგიური ანალიზი სამართლებრივ-ეკონომიკურ გარემოებათა სხვადასხვაობასთან ერთად ვარირებს. შესაბამისად, ანალიზის შედეგები ყოველთვის გარემოებით მოცემულ მონაცემთა მარკენებლებზეა დამოკიდებული.<sup>1681</sup>

მაგრამ, თუ აქციონერი პრეტრანზაქციულ ეტაპზე ხედავს მისი კაპიტალის სავარაუდო დეინვესტირების ეკენტუალურ საფრთხეებს, მას სამართლებრივ-

<sup>1679</sup> Armour, Hansmann, Kraakman, Agency Problems and Legal Strategies, 2<sup>nd</sup> ed., 2009, P. 39-42.

<sup>1680</sup> შეად. Oesterle, Mergers and Acquisitions, 2006, P. 55-62.

<sup>1681</sup> მაგალითად, რა ღირებულების შემცველია ბროკერის მომსახურების, იურიდიული კონსულტაციის თუ მომსახურების მიღება, ახალი გეოგრაფიული ზონის ეკონომიკური შესწავლა და ა.შ.



ვი მართლწესრიგი<sup>1682</sup> სარფიანი დეინვესტირების<sup>1683</sup> ნორმატიულ საშუალებას აძლევს.<sup>1684</sup> აღნიშნული რისკის მატარებელნი, ძირითადად, არა საკონტროლო პაკეტის მქონე აქციონერები არიან, რომელთაც ტრანზაქციის დადების შემთხვევაში გადაწყვეტილების მიღებაზე ზეგავლენის მოხდენის არსებითად მნიშვნელოვანი ბერკეტი არ გააჩნიათ.<sup>1685</sup> დისიდენტი აქციონერის საზოგადოების დატოვების კანონმდებლობით დადგენილი სტრატეგია აქციათა გამოსყიდვას გულისხმობს. აქციონერს, რომელიც ფუნდამენტურ ცვლილებას, უფლებრივ რეკლასიფიცირებასა და რეორგანიზაციას არ დაეთანხმა და საერთო კრებაზე დააფიქსირა გადაწყვეტილების მიღების საპირისპირო პოზიცია, ხოლო ასეთი გადაწყვეტილება ლახავს მის არსებით ინტერესს, მაგალითად, იწვევს არასასურველ დეინვესტირებას,<sup>1686</sup> აქციათა სუსტი კონცენტრაციების შექმნას ან, აქციიდან გამომდინარე, უფლებათა საზიანო რეკონსტრუქციას (ხმის უფლების შეზღუდვა, კუმულაციური ხმის მიცემის უფლებისა<sup>1687</sup> და უპირატესი შესყიდვის უფლების გაუქმება), შესაძლებლობა აქვს მოითხოვოს დეინვესტირება სამართლიანი კომპენსირების ფუნდამენტური პირობის დაცვით.<sup>1688</sup> ხაზგასმით უნდა აღინიშნოს, რომ მსგავსი საკანონმდებლო უფლებათა დაცულობის აქტივაცია კონტროლირებადი ტრანზაქციის პრეკონდიციის არსებობას მოითხოვს. განსხვავებულ სამართლებრივ რეგულირებას ექვემდებარება იმ აქციონერთა კორპორაციულ სამართლებრივი უფლებების დაცულობა, რომლებმაც ზიანი განიცადეს ისეთი კომბინაციის შედეგად, რომლის არსებით დებულებათა განსაზღვრის სააქციო შესაძლებლობა მათ არ გააჩნდათ. დისიდენტი აქციონერთა უფლებების დაცვის მექანიზმთა სამართლებრივი ანალიზი ცალკე განხილვის საგანია.

<sup>1682</sup> აქ არ იგულისხმება აქციონერთა მიერ ტრანზაქციაზე ვეტოს დადების საკანონმდებლო მართლწესრიგი, რომელიც აქციონერის აქტივიზმს ხმის მიცემის მექანიზმით უწყობს ხელს. იხ. *Radin, The Business Judgment Rule*, vol. II, 2009, P. 1568. შეად. *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 43-44.

<sup>1683</sup> იხ. *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 76.

<sup>1684</sup> *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 327-332.

<sup>1685</sup> *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 36.

<sup>1686</sup> აქციონერს დეინვესტირება შესაძლოა არ უნდოდეს საგადასახადო მიზნებიდან გამომდინარე. მაგალითად, შენახული აქციები, რომელიც საზოგადოების ბალანსზე ირიცხება აქციონერის გარდაცვალებამდე, ნიშნავს საგადასახადო დაბეგვრისგან თავის აცილებას. კერძოდ, აქციონერის გარდაცვალებამდე შენახული აქციების ღირებულების გამოთვლაში საშემოსავლო გამოქვითვები არ მონაწილეობს. იხ. *Gevurtz, Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 771.

<sup>1687</sup> *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 5, 2011, P. 240-242.

<sup>1688</sup> იხ. მეწარმეთა შესახებ კანონი, 53<sup>1</sup> მუხლი.



შეძენა/შერწყმის დროს აქციონერთა ორი ტიპის ურთიერთგამიჯნული კატალოგი ყალიბდება: საკონტროლო პაკეტის მქონე ან, მინიმუმ, გადაწყვეტილებაზე არსებითი ზეგავლენის პოტენციური შესაძლებლობით აღჭურვილი და ტრანზაქციის პირობებზე თანხმობის მიმცემი აქციონერი ან აქციონერთა ჯგუფი<sup>1689</sup> და დისიდენტი, ანუ ტრანზაქციის დადებაზე არსებითი გავლენის არმქონე აქციონერი ან აქციონერთა ჯგუფი, რომელმაც ტრანზაქციას მხარი არ დაუჭირა.<sup>1690</sup> მარტივი ლოგიკაა, რომ საკონტროლო პაკეტის მქონე აქციონერი, თუ სახეზე არ არის ხელშემკვრელი კორპორაციების მენეჯმენტთა ფიდუციური მოვალეობის დარღვევით ხელშეკრულების შეთანხმებათა დარღვევა,<sup>1691</sup> არ საჭიროებს საკანონმდებლო კრეატივიზმს, რადგან კონტროლირებადი ტრანზაქციის ფაბულის შინაარსობრივი დეტერმინაცია საწარმოს ქონებრივი თუ წილობრივი ყიდვა-გაყიდვის გადაწყვეტილების მაკონტროლებელი აქციონერის ნების ავტონომიურობის სამართლებრივ ფარგლებში მიღების სუბსტანციურ ელემენტს ემყარება.<sup>1692</sup> შესაბამისად, ასეთი აქციონერი საკუთარი ნებით იბოჭავს თავს და შედის კორპორაციულსამართლებრივ სახელშეკრულებო ურთიერთობაში შემძენ კორპორაციასთან.<sup>1693</sup> ეს კი ნიშნავს, რომ ხელშეკრულების *caveat emptor* გამყიდველ აქციონერზეა. მაკონტროლებელი აქციონერის საპირისპირო, პრე და პოსტტრანზაქციულ კორპორაციულ მდგომარეობაშია, მცირე აქციონერი. კონკრეტული ტიპის ტრანზაქციის კონსტრუირებისას მცირე აქციონერს მის განკარგულებაში არსებული მწირი კვალიტატური ხმის უფლების რეალიზების შანსი შეიძლება არ მიეცეს. მაგალითად, კერძო მოლაპარაკების გზით ხმის უფლების მქონე აქციათა მნიშვნელოვანი ნაწილის შეძენისას, მცირე აქციონერს არ რჩება ეკვაირი კორპორაციის დაუფლებისგან თავდაცვის საშუალებათა გამოყენებით ინდივიდუალური რეაგირების შესაძლებლობა.<sup>1694</sup> ეკვაირის მიერ ზღვრული პროცენტული მაჩვენებლის მიღწევა, სინერგიზმის გაზრდისა და

<sup>1689</sup> Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 360-366.

<sup>1690</sup> Shade, Business Associations, 2010, P. 411-413.

<sup>1691</sup> Oesterle, Mergers and Acquisitions, 2006, P. 60-62.

<sup>1692</sup> საკონტროლო პაკეტის მფლობელ აქციონერს ფიდუციური უფლებები წარმოეშობა საზოგადოებისა და უმცირესობაში მყოფ აქციონერთა მიმართ. იხ. Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 2, 2010, P. 302-312. მაგრამ ფიდუციურ მოვალეობათა პარალელურად, მაკონტროლებელ აქციონერს განსაზღვრული უფლებები გააჩნია, როგორც საკონტროლო პაკეტის მფლობელ პირს, რომელიც მას აძლევს უფლებამოსილებას გაასხვისოს საკონტროლო პაკეტი ფიდუციურ მოვალეობათა დარღვევის გარეშე. შედეგად, კონტროლის გასხვისებით ის ფიდუციურ ვალდებულებას არ არღვევს. იხ. Radin, The Business Judgment Rule, vol. I, 2009, P. 1171-1190.

<sup>1693</sup> იხ. Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 2, 2010, P. 326-328.

<sup>1694</sup> შეად. Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 77-79.



კორპორაციული მართვის ხარჯების შემცირების სურვილი<sup>1695</sup> დისიდენტი აქციონერის საზოგადოებიდან გაძევების (*cash-out*) გადაწყვეტილების მიღებას განაპირობებს.<sup>1696</sup> თუმცა, ეკვაიერის მიერ მცირე აქციონერის გაძევების ანუ ცედურული რეალიზმი კანონმდებლის მიერ *ex ante* განსაზღვრული<sup>1697</sup> მცირე აქციონერის დეინვესტირების მექანიზმის ანუ საზოგადოების დატოვების შესაძლებლობას ქმნის.

ნორმატიული პრევენციისგან განსხვავებით, დისიდენტი აქციონერის უფლების დაცვა, სამოსამართლო პრაქტიკის განსაკუთრებული მსჯელობის საგნად, ტრანზაქციის შესრულებისას მაკონტროლებელი აქციონერის ან მენეჯმენტის ოპორტუნიზტული ქმედების შედეგად მიყენებული ზიანისა და სტატუს კოს აღდგენის<sup>1698</sup> მეთოდოლოგიური სეგმენტებია ქცეული.<sup>1699</sup> პარალელურად, საკონტროლო პაკეტის მქონე აქციონერის მიერ კონტროლის გაყიდვის პრემიუმდირებულების მცირე აქციონერთათვის გაუნაწილებლობის ფონზე,<sup>1700</sup> მცირე აქციონერმა არ უნდა განიცადოს ზარალი და მინიმუმ იმის ეკვივალენტი უნდა მიიღოს, რასაც ის რეკონსტრუქციამდელ საზოგადოებაში ფლობდა.<sup>1701</sup> ზარალი პირდაპირ კავშირშია კონტროლის შეცვლასთან. ეს უკანასკნელი საზოგადოების ქონების მენეჯმენტზე პირდაპირი ზეგავლენის მოპოვებას გულისხმობს, რაშიც შემძენი პრემიას იხდის.<sup>1702</sup> აღნიშნული მოცემულობის სამართლებრივი დაცულობა დისიდენტი, ტრანზაქციის შედეგთა გაპროტესტების (ეფრაიზალის) უფლების მცირე აქციონერთათვის მინიჭებით კომბინაციის არასასურველი შედეგებისგან თავდაცვის მეორე მექანიზმს აფორმირებს.<sup>1703</sup>

<sup>1695</sup> იხ. *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 2, 2010, P. 329.

<sup>1696</sup> იხ. *Gevurtz, Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 762-764.

<sup>1697</sup> იხ. *Cox, Hazen, Business Organizations Law*, 3<sup>rd</sup> ed., 2011, P. 621. აღნიშნულ შემთხვევაში „გაძევება“ მხოლოდ სავალდებულო მიყიდვის ნორმათა დისპოზიციაში გამყარებულ მოწესრიგებას არ გულისხმობს. აქ იგულისხმება შერწყმის ჩვეულებრივი განხორციელების შესრულება. მათ შორის ზღვარი ხმის უფლების მქონე აქციათა სხვაობაზე გადის: თუ სავალდებულო მიყიდვის ნორმის აქტივაციას აქციათა 95%-ზე მეტის ფლობა სჭირდება და ის იმპერატიული სახის მატარებელია, შერწყმის შესახებ გადაწყვეტილებას ხმის უფლების მქონე აქციათა 75% კანონმდებლის დისპოზიციური შემოთავაზებაა, რომლისგან განსხვავებული კვორუმის დათქმაც პარტნიორებს საწესდებო შეთანხმების დონეზე შეუძლიათ. ნორმატიულად დასაშვები და დადგენილია შერწყმის განხორციელება, სადაც შემძენ კომპანიას სამიზნე კორპორაციაში გადაწყვეტილების მიღებისათვის საკმარისი ხმის უფლების მქონე აქციათა პაკეტი აქვს. ამ პაკეტის ფლობით, ეკვაიერი შერწყმით რეორგანიზაციის შესახებ გადაწყვეტილებას ყოველგვარი დაბრკოლების გარეშე იღებს. იხ. მეწარმეთა შესახებ კანონი, 14<sup>4</sup> მუხლის პირველი, მე-2 და მე-3 პუნქტები, 53<sup>4</sup> მუხლის პირველი პუნქტი.

<sup>1698</sup> იხ. *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 429-431.

<sup>1699</sup> *Radin, The Business Judgment Rule*, vol. I, 2009, P. 1568-1575.

<sup>1700</sup> შეად. *Radin, The Business Judgment Rule*, vol. II, 2009, P. 1198-1199.

<sup>1701</sup> *Easterbrook, Fischel, The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, P. 139.

<sup>1702</sup> *Radin, The Business Judgment Rule*, vol. II, 2009, P. 1199.

<sup>1703</sup> *Hamilton, Freer, The law of Corporations*, 6<sup>th</sup> ed., 2011, P. 380-387.



### 3.3.1. ბასვლის სტრატეგიები და მათი აქტივაცია

#### 3.3.1.1. აქციათა ბასვლისება, როგორც ბასვლის სტრატეგია

კორპორაციული კომბინაციით უკმაყოფილო აქციონერთა რანჟირება ორი მიმართულებით არის შესაძლებელი. პირველი, ეს არის აქციონერთა კატეგორია, რომელიც ტრანზაქციის დადებისა და ინტეგრირების პროცესში ემიჯნება მას, აპროტესტებს და ითხოვს საზოგადოების დატოვებას სამართლიანი კომპენსირების კონცეფციის დაცვით<sup>1704</sup> და მეორე, აქციონერი არ აპროტესტებს შემძენი საწარმოს აქციონერად გახდომას, თუმცა, „ახალ“ კორპორაციაში მისი აქციონერად ყოფნის სარფიანობა დროის მცირე მონაკვეთში აღმოჩნდება სტაგნაციური და გადაწყვეტს, გამოიყენოს კორპორაციის დატოვების ორგანული პრინციპი და გაასხვისოს აქციები მესამე პირზე. ორივე შემთხვევა უმტკივნეულო დეინვესტირების მეთოდური მიდგომაა. პირველს ეწოდება რეორგანიზაციის პროცესის შედეგად წილის გატანის უფლება, ხოლო მეორეს – ფუნქციონირების ეტაპზე წილის გასხვისების უფლება.<sup>1705</sup> სტრატეგიები სუბიექტებისა და სამართლებრივი რეგულაციების კლასიფიცირებუბული ხასიათის მიხედვით განსხვავდება ერთმანეთისგან.<sup>1706</sup> დეინვესტიცირება სათანადო ღირებულების/

<sup>1704</sup> Easterbrook, Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, P. 145-147.

<sup>1705</sup> Armour, Hansmann, Kraakman, *Agency Problems and Legal Strategies*, 2009, P. 40-42.

<sup>1706</sup> დისიდენტი აქციონერის კორპორაციის არასასურველი ქმედების კონტროლისა და თავდაცვის მექანიზმად შეიძლება გამოყენებულ იქნეს, ე.წ. *proxy contest*-ში ჩართვა. „*proxy contest*“ დისიდენტი აქციონერის ინსტიტუციონალური ბერკეტი, რომელიც კორპორაციის მენეჯმენტზე კონტროლის მოპოვებას უწყობს ხელს ან საწარმოს შინაგანაწესში ცვლილებების შეტანის უფლების რეალიზირებას განაპირობებს. მისი მიზანი დაფუძნებულია იმაზე, რომ კორპორაციას ჰყავს სუსტი მენეჯმენტი და პერსპექტიული ხედვით, ახალი მენეჯმენტის არსებობა კორპორაციის მთლიან სარგებლიანობის მაჩვენებელს გაზრდის. ამისთვის, დისიდენტი აქციონერი ცდილობს სხვა აქციონერებისგან მიიღოს მინდობილობა ან ხმის მიცემის უფლებამოსილება, რომელსაც საზოგადოების მენეჯმენტისა თუ შინაგანაწესის საკუთარი შეხედულებისამებრ დაკომპლექტებას შეუწყობს ხელს. მთავარი არსობრივი ფაქტორი მდგომარეობს იმაში, რომ აქციონერი საზოგადოებაზე კონტროლს მოიპოვებს ისე, რომ მის საკუთრებაში ხმის მიცემის უფლების მქონე კაპიტალის საკონტროლო პაკეტი, რეალურად, არ არის. არასასურველი მენეჯმენტის შეცვლა ხდება ისეთი წევრებით, რომლებიც დისიდენტ აქციონერთა პოზიციებს ეთანხმებიან და მათ ინტერესებს გაატარებენ კორპორაციაში. იხ. Klein, Coffee, *Business Organization and Finance*, 11<sup>th</sup> ed., 2011, P. 127-129, 185-189; Depamphilis, *Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 95, 97-99; Ferranini, Miller, *A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe*, Law Working Paper №139/2010, 2010, P. 5-15. კონტროლის ინტერნალური მოპოვების აღნიშნული მექანიზმი ექსტერნალურ, ანუ კაპიტალის ბაზრის მექანიზმებს განიცდის: აუცილებელია მინდობილობის, მინდობილისა და სხვა მოთხოვნათა წერილობითი შევსება, რომელსაც „მინდობილობის შესახებ შეტყობინება“ ეწოდება (*proxy statement*). მინდობილობის შესახებ შეტყობინების მიზანია დისიდენტი აქციონერისა და მენეჯმენტის მიერ დანარჩენი





კომპენსაციის მიღების დროს აქციონერი სამართლებრივ ურთიერთობაში კორპორაციასთან შედის და კონკრეტულად მას სთხოვს მის საკუთრებაში არსებულ აქციათა გამოსყიდვას.<sup>1707</sup> ამ დროს სახეზეა სავალდებულო აქცეპტანტი და აქცეპტანტი, რომელიც ყოველთვის ის მეწარმე სუბიექტია, რომელთანაც პირი წევრის სტატუსით დაკავშირებულია და სადაც მას წილობრივი საკუთრება აქვს.

აღნიშნულის საპირისპირო სამიზნე სუბიექტია სახეზე, როდესაც აქციონერი წილის დეინვესტირებას გასვლის მეორე სტრატეგიას, აქციათა გასხვისების მეთოდს იყენებს. ამ შემთხვევაში ხელშემკვრელი მხარის სუბიექტურობა განუსაზღვრელია: აქციები საჯარო ვაჭრობის ორგანიზებულ ბაზარზე დაშვებული, სადაც უამრავი პოტენციური ოფერენტია<sup>1708</sup> დარეგისტრირებული. ეს ნიშნავს, რომ აქციის გასხვისების გზით საზოგადოების დატოვებისას, ხელშემკვრელი მხარე წინასწარ უცნობია, განსხვავებით წილის გატანის პირველი სტრატეგიისგან. ამასთან, აქციის გასხვისების დროს აქციონერის მიერ განხორციელებულია მოწვევა ოფერტზე. შესაბამისად, სავალდებულო აქცეპტზე საუბარი შეუძლებელია. პოტენციური მყიდველი აკეთებს ოფერტს აქციონერის მიმართ, რომელიც სამართლიანი და ეფექტური საბაზრო პირობების არსებობის შემთხვევაში ოფერტის აქცეპტირებას ახდენს.

წილის დეინვესტირებაში, გატანის უფლებამოსილების ფარგლებში, ინვესტირებული კაპიტალის სათანადო ღირებულების მიღება მოიაზრება, რომელიც რეორგანიზაციული ტიპის კონტროლირებადი ტრანზაქციისგან აქციონერის გამიჯვნით წარმოშობილ ეფრაიზალის საკანონმდებლო რეგულაციაზე დაყრდნობით რეალიზდება.<sup>1709</sup> ღირებულების დეინვესტირების მეორე სტრატეგიის განხორციელებას წილის გასხვისების უფლებამოსილების სტრატეგიული მიდგომის პრაქტიციკობა და ლიკვიდური კაპიტალის ბაზრის არსებობა უწყობს ხელს. „საჯარო“ კორპორაციებში ყველა საჯარო აქციონერს საზოგადოების დატოვების შესაძლებლობა აქვს ყოველგვარი შეზღუდვის გარეშე. აქციათა გასხვისების სტრატეგიული მიდგომის არსი ბაზრის მაღალი ლიკვიდურობით დეტერმინირდება. საბაზრო ბრუნვაში

აქციონერების მინდობილობის დებულებათა სრული გახსნილობის უზრუნველყოფა. იხ. Steinberg, Understanding Securities Law, 5<sup>th</sup> ed., 2009, P. 408-410. ენრონის კოლაპსის რეაქციად, 2003 წელს, აშშ-ის ფედერალურ ფასიანი ქაღალდების სამართალში შევიდა ცვლილება, რომელმაც აქციონერს კორპორაციის მიერ განხორციელებულ მინდობილობის შეტყობინებაში გარკვეული სახის შეთავაზების პირდაპირ განსაზღვრის ნება დართო. იხ. Lipton, Rosenblum, Election Contests in the Company's Proxy: An Idea Whose Time Has Not Come, 42 Bus. L., 2003, P. 63. შეად. Bebchuk, The Case For Shareholders Access to the Ballot, 59 Bus. L., 2003, P. 43.

<sup>1707</sup> იხ. მეწარმეთა შესახებ კანონის 53<sup>1</sup> პირველი პუნქტი.

<sup>1708</sup> სამართლებრივად უფრო გამართულად რომ ითქვას, აქციათა საჯარო შეთავაზება ოფერტზე მოწვევაა, ხოლო პოტენციური „აქცეპტანტი“ (მესამე პირი) აქციათა მესაკუთრის მიმართ ოფერტის გაკეთებით აქციონერს აქცეპტანტად აქცევს.

<sup>1709</sup> Armour, Hansmann, Kraakman, Agency Problems and Legal Strategies, 2009, P. 41.



დამკვირდებული ტენდენციებისა და სტატისტიკის მიხედვით, მაქსიმალურად ადეკვატურად არის შესაძლებელი დისიდენტი აქციონერის წილის სამართლიანი საბაზრო ღირებულების დადგენა. ამიტომ, უმრავლეს შემთხვევაში კანონმდებელი კაპიტალის ორგანიზებული ბაზრის ეფექტურობის პირობებში, როდესაც შესაძლებელია წილის სამართლიანი და ადეკვატური ფასის ფარგლებში გასხვისება, დისიდენტი აქციონერს ეფრაიზალის უფლებას, ანუ გასვლის სტრატეგიის პირველი სახით გამოყენების უფლებას, როგორც წესი, არ ანიჭებს.<sup>1710</sup> ორივე სტრატეგია მცირე აქციონერის დაცვის კორპორაციული უფლებათა, რომელიც საკონტროლო პაკეტის მქონე აქციონერთან სუბსტანციური კონფლიქტის ეტაპზე მის უფლებადამცავ მექანიზმად<sup>1711</sup> გამოიყენება.<sup>1712</sup>

### 3.3.1.2. ეფრაიზალის უფლება, რომორც გასვლის სტატეგია

ისტორიულ პერსპექტივაში, ყველა ფუნდამენტური გადაწყვეტილება მოითხოვს აქციონერთა ერთხმად გადაწყვეტილებას. ეს უფლებამოსილება ვეტოს უფლებას ქმნის, რომელიც აქციონერს კორპორაციის ქმედებაზე ობსტრუქციის მოხდენის ძალას ანიჭებს. იმისათვის, რომ არ განხორციელდეს იგივე აქციონერის ხმის უფლების ბოროტად გამოყენება, კერძო სამართლებრივ წიაღში წარმოშობილი სახელშეკრულებო და საკუთრების უფლების მნიშვნელობიდან გამომდინარე, სასამართლო პრაქტიკაში ჩაისახა პრეცედენტები,<sup>1713</sup>

<sup>1710</sup> Radin, The Business Judgment Rule, vol. II, 2009, P. 1570.

<sup>1711</sup> უფლებადამცავ მექანიზმთა მიმდინარე ანალიზი კლასიფიცირებულია არასასარჩელო წარმოების გზით უფლების დაცვის სამართლებრივ სტრატეგიებზე. მიუხედავად იმისა, რომ ეფრაიზალის უფლებით სასამართლოს გზით წილის სამართლიანი ღირებულების დადგენა ზორციელდება, ის მაინც საკანონმდებლო დონეზე მოწესრიგებული ინსტიტუტია, სადაც დეტალურად არის გათვლილი, რომ სამართლიანი ფასის „საზოგადოებისეულ“ ოდენობას არდათანხმების შემთხვევაში შესაძლებელია სასამართლოსთვის მიმართვა მხოლოდ სამართლიანი ღირებულების დადგენის მოტივით. არასასარჩელო ხასიათზე ხაზგასმა განაპირობა მხოლოდ იმან, რომ სუბსტანციური ცვლილების გამომწვევი ტრანზაქციის დადებისას მენეჯმენტისა და საკონტროლო პაკეტის მქონე აქციონერის წინააღმდეგ მცირე აქციონერს შეუძლია ფიდუციურ მოვალეობათა დარღვევის ბრალდებით მათ მიმართ სარჩელი შეიტანოს სასამართლოში. შედეგად, ეფრაიზალის უფლების რეალიზება, მსგავსად ფიდუციურ მოვალეობათა დარღვევისას სასარჩელო წარმოების დაწყების გზით „სამართლიანობის“ აღდგენის საშუალებისა, განსხვავებულია გასვლის იმ სტრატეგიისგან, როგორიცაა აქციების გასხვისების გზით საზოგადოების დატოვების შესაძლებლობა. იხ. *Gevurtz, Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 769. მიუხედავად ზემოაღნიშნულისა, ეფრაიზალის უფლებასა და ფიდუციურ ვალდებულებათა სასარჩელო წარმოებას ფუნდამენტური განმასხვავებელი ელემენტები ახასიათებთ. იხ. *Radin, The Business Judgment Rule*, vol. II, 2009, P. 1648-1659.

<sup>1712</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 82-83.

<sup>1713</sup> მაგ. იხ. *Lauman v. Lebanon Valley Railroad*, 30 Pa. 42 (1858), *Matteson v. Ziebarth* 242 P.2d



რომლის მიხედვითაც კორპორაციას, ინდივიდუალური აქციონერის წინააღმდეგობის მიუხედავად, შეეძლო განეხორციელებინა კორპორაციული ქმედება.<sup>1714</sup> სულ მალე, იგი ნორმატიულ დონეზეც გამყარდა. ფუნდამენტური ცვლილების განხორციელება ერთხმიანი გადაწყვეტილების არსებობის გარეშეც არის შესაძლებელი.<sup>1715</sup>

მის საპირწონედ, მცირე აქციონერს განსაზღვრული აქვს ეფრაიზალის (პროტესტის) უფლება,<sup>1716</sup> რათა კომპეტენცია დააბალანსოს და საერთო კრების გადაწყვეტილებაზე ვეტოს ძალამოსილების დაკარგვის კომპენსირება მოახდინოს.<sup>1717</sup> კომპენსირება პირდაპირი გაგებით გამოიყენება და ეს დისიდენტი აქციონერის წილის სანაცვლო სამართლიანი ფასის მოთხოვნაა.<sup>1718</sup> უფლებამოსილების დადგენა ნორმატიულ დონეზეა შესრულებული.<sup>1719</sup> პროტესტის უფლების აქტივაცია ისეთი ფუნდამენტური ცვლილებისას ხდება, როგორიცაა შერწყმა, კონსოლიდაცია, აქციათა გაცვლის ტრანზაქცია, მთლიანი ქონების გაყიდვა და წესდებაში გაცემული აქციის უფლებრივი რესტრუქტურისაციის შესახებ ცვლილებების შეტანა.<sup>1720</sup> ის, ძირითადად, „საჯარო“ სს-ის მიმართ გამოყენებადი ინსტიტუტია, რომლის რეალიზების მეორე საფუძველი აქციონერის ფუნდამენტური ცვლილებისგან გამიჯვნაა.

აქციონერი, რომელიც არ ეთანხმება და ემიჯნება ფუნდამენტურ ცვლილებას კორპორაციაში, აპროტესტებს მისი წილის ღირებულებას და კომპანიას თხოვს სათანადო კომპენსაციას.<sup>1721</sup> გამიჯვნის პარადიგმა ორ სტიგმას მოიცავს. პირველი, კომპენსაციის მოთხოვნის უფლება, უპირატესად, *bona fide* შერწყმისა და კონსოლიდაციის პირობებშია შესაძლებელი, როდესაც „გადარჩენილ“ კორპორაციაში მცირე აქციონერს მის საკუთრებაში არსებული წილის დათმობის კონტრიბუციად აქციათა სანაცვლოდ განესაზღვრება ნაღდი ფული ან სხვა სახის ანაზღაურება, მაგრამ არა ხმის უფლების მქონე აქცია. ჰიპოთეზურ

1025 (Wash. 1952), *Piemonte v. New Boston Garden Corp.* 387 N.E.2d. 1145 (Mass. 1979). იხ. *Hurst, William*, *Cases and Materials on Corporations*, 1999, P. 787-803.

<sup>1714</sup> *Weiss*, *The Law of Take Out Mergers: A Historical Perspective*, 56 N.Y.U. L. Rev., 1981, P. 624-630.

<sup>1715</sup> საქართველოს კანონმდებლობაში ასეთი შესაძლებლობას მეწარმეთა შესახებ კანონის 54-ე 1<sup>1</sup> მუხლი ქმნის. რაც შეეხება კონკრეტულ ტრანზაქციას, ეს შეიძლება იყოს „მოკლე ფორმის“ შერწყმა, როდესაც სუბსიდიარის მცირე აქციონერთა თანხმობა მშობელ კომპანიასთან მიერთების შესახებ არ მოითხოვება ნორმატიული მართლწესრიგით. იხ. *Fletcher*, *Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 416.

<sup>1716</sup> *Carney*, *Mergers and Acquisitions, Cases and Materials*, 2000, P. 386-388.

<sup>1717</sup> *Radin*, *The Business Judgment Rule*, vol. II, 2009, P. 1568.

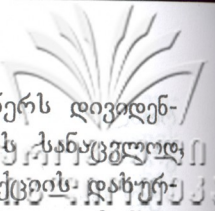
<sup>1718</sup> ეფრაიზალის, როგორც უფლების ჩამოყალიბება განვითარების შესახებ, იხ. *Geis*, *An Appraisal Puzzle*, John M. Olin Law and Economics Research Paper Series No. 2010-10, 2010, P. 9-11.

<sup>1719</sup> მაგ. იხ. M.B.C.A. §13.01, 13.02, 2009.

<sup>1720</sup> *Cox, Hazen*, *Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 80.

<sup>1721</sup> *Fletcher*, *Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 414.





წინაპირობას აყალიბებს კომბინაცია, სადაც შერწყმამდე აქციონერს დივიდენ-  
დის სახით განესაზღვრება ნაღდი ფული შერწყმის მოწონების საფუძველზე.  
რომელსაც (ფულს) შერწყმის პროცესის ან შერწყმის ტრანზაქციის დასრუ-  
ლის შემდეგ ღებულობს.<sup>1722</sup> პარალელურად, ეფრაიზალის ნორმატიული მოწეს-  
რიგების სფერო და ნორმის მიზანი უნდა განიმარტოს.

როგორც ზემოთ აღინიშნა, ეფრაიზალის უფლება ნორმატიულ დონეზე  
განსაზღვრულობა კორპორაციის სახელშეკრულებო თავისუფლებისა და აქ-  
ციონერთა ნების ავტონომიის მბაღანსირებელი მიზნებით, რათა შესაძლებე-  
ლი ყოფილიყო ფუნდამენტური ცვლილების ავტორიზება. ნორმის მიზნობრივი  
განმარტებით, დისიდენტი აქციონერისთვის კომპენსაციის მიღების დისპოზიცია  
მოიცავს არამარტო აქციიდან გამომდინარე საზიანო უფლებრივ რეკლასი-  
ფიცირებას, არამედ, თუ აქციონერი გააპროტესტებს და არ დაეთანხმება შემდგ-  
კორპორაციაში აქციათა მიღებას, მის შესაძლებლობას მოითხოვოს მისი წილის  
ნაღდი ფულით<sup>1723</sup> კომპენსირება.<sup>1724</sup>

ეფრაიზალის ისტორიული და მიზნობრივი დოგმატური განმარტება მას  
მცირე აქციონერთა უფლებების დამცავ მექანიზმად მოიაზრებს.<sup>1725</sup> მისი პრაქ-  
ტიკული გამოყენების ტენდენციები კი მიზნობრიობას არსობრივად ცვლის.  
აღნიშნული მიზნობრიობა მოჩვენებითი ბუნების მატარებელია.<sup>1726</sup> კერძოდ,  
პროტესტის გამოყენება რეორგანიზაციული ტიპის ტრანზაქციის დადებას ან  
ინტეგრირებას ხელს არ უშლის, რაც ნიშნავს იმას, რომ დისიდენტი აქციო-  
ნერის პროტესტის უფლება საკონტროლო პაკეტის მქონე აქციონერთა დაც-  
ვის სამართლებრივი მექანიზმია: ისინი განსაზღვრავენ, დებენ და ასრულებენ  
ტრანზაქციას თავიანთი შეხედულებისამებრ, რაშიც მცირე აქციონერს, თუ არა  
ფიდუციური მოვალეობის დარღვევის შესახებ სასარჩელო წარმოების დაწ-  
ყების ინსტიტუციური დაცვის მექანიზმის ხელმისაწვდომობა, ხელის შემლა  
ეფრაიზალის უფლების გამოყენებით არ ძალუძს.<sup>1727</sup>

პროტესტის უფლების რეალიზების ნორმატიულად შეზღუდული კონსტრუქ-  
ციის ფონზე,<sup>1728</sup> მნიშვნელოვანია მისი გამოყენების ფარგლების დეტალიზაცია.

<sup>1722</sup> Radin, The Business Judgment Rule, vol. II, 2009, P. 1569.

<sup>1723</sup> Fletcher, Fletcher Cyclopedic of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 416.

<sup>1724</sup> Cox, Hazen, Business Organizations Law, 3<sup>rd</sup> ed., 2011, P. 636.

<sup>1725</sup> Pinto, Branson, Understanding Corporate Law, 3<sup>rd</sup> ed., 2009, P. 151-152.

<sup>1726</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 83.

<sup>1727</sup> Gevurtz, Corporation Law, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 769-770.

<sup>1728</sup> Geis, An Appraisal Puzzle, John M. Olin Law and Economics Research Paper Series No. 2010-10, 2010, P. 2-44.

### 3.3.1.2.1. ეფრაიზალის უფლების გამოყენების ფარგლები



აქციონერის პროტესტის გამოყენების უფლების მასშტაბი საკანონმდებლო დონეზეა დადგენილი. მისი გამოყენების წინაპირობა კორპორაციული მართლ-წესრიგის მიხედვით ლავირებს და დამოკიდებულია ტრანზაქციის სახეობაზე.<sup>1729</sup> ეფრაიზალის გამოყენება დისიდენტ, ანუ კორპორაციის/საკონტროლო პაკეტის მქონე აქციონერთა მიერ მიღებული გადაწყვეტილებით უკმაყოფილო აქციონერს შესაძლებლობას აძლევს საზოგადოება დატოვოს სათანადო, სამართლიანი კომპენსაციის მიღების პირობებში. პროტესტის უფლების არსი მისი გამოყენების ფარგლებით განსხვავდება. როგორც წესი, ის გამოიყენება შერწყმის ან კონსოლიდაციის კომბინაციისგან გამიჯნული აქციონერის უფლებათა დასაცავად.<sup>1730</sup> მაგრამ მისი გამოყენება სხვადასხვა ინსტიტუციურ დარღვევათა მიმართ გატარებული რეპრესიული ღონისძიების სახედაც შეიძლება. მაგალითად, თუ სს-ის მიერ აქციათა უფლებრივი რეკონსტრუირება ხდება ან/და ახალი აქციების გამოშვება არსებული აქციონერის სუსტი წილობრივი კონცენტრაციის შექმნას განაპირობებს, ეფრაიზალის უფლების ანალოგიით გავრცელებაა შესაძლებელი.<sup>1731</sup> ნათელია, რომ საკითხი ეხება სამიზნე საზოგადოების შეძენის პროცედურული წარმართვისთვის ეკვაიერის არასაკმარისი ავტორიზებული აქციების არსებობას და, შესაბამისად, დამატებითი აქციების გამოშვებისა და ახალი აქციებით ტრანზაქციის დაფინანსების (კონტრიბუციის) სახედ აქციათა გამოყენებას.

საკითხი, მისი ინდუქციური განმარტებით, შინაარსობრივად კაპიტალისა და აქციონერთა სტრუქტურის შეცვლას უკავშირდება. აქციონერთა სტრუქტურის გადახალისება კონტროლის გადანაწილების ევენტუალურ შედეგებზე აისახება და კორპორაციის მენეჯმენტის როტაციის განხორციელების საფუძველი ხდება. მაგრამ, საკითხი თემატურად რთულდება, როცა საქმე წესდებაში ცვლილებას ეხება.

ქართული კანონმდებლობის მიხედვით, კაპიტალის რაოდენობისა და აქციათა განსაზღვრა საზოგადოების საწესდებო ჩანაწერის კუთვნილებაა. აქციათა რეკონსტრუირება ან ახალი/დამატებითი აქციების გამოშვება, ლოგიკურად, წესდებაში ცვლილებას გულისხმობს. საინტერესოა შემდეგი საკითხი: დავის ჰიპოთეტური გარემოებების არსებობისას, ახალი აქციების გამოშვებით შემძენი საზოგადოების არსებულ აქციონერთა ორიგინალი წილობრივი კონცენტრაციის შემცირების შედეგად პროტესტის უფლების გამოყენება მოთხოვნის რომელი საფუძველით იქნება შესაძლებელი – აქციათა გამოშვების შესახებ საერთო

<sup>1729</sup> *Palmiter, Corporations*, 2006, P. 623-624.

<sup>1730</sup> მაგ. იხ. M.B.C.A. §13.02(a)(1).

<sup>1731</sup> აშშ-ში, ანალოგიურ შემთხვევაში, მიჩიგანის სასამართლომ დისიდენტ აქციონერს პროტესტის გამოყენების უფლებამოსილება მიანიჭა. იხ. *Morley Brothers v. Clark*, 361 N.W. 2d 763 (1984).



კრების გადაწყვეტილებისა თუ წესდებაში „მიღებული“ ცვლილების განხორციელების საფუძვლით?!

აშშ-ის ფედერალური მოდელური კანონი აქციათა კლასობრივ რეგულაციებზე ფიციონებას ან უფლებრივ რეკონსტრუირებას საწესდებო ცვლილებათა სახედ პირდაპირ განსაზღვრავს.<sup>1732</sup> მის საპირწონედ, მეწარმეთა შესახებ კანონი მხოლოდ წესდებაში ცვლილებების გენერალური დათქმით შემოიფარგლება და მის დეტალიზაციას საწესდებო ნების ავტონომიურობის მოწესრიგების საკითხად ტოვებს.<sup>1733</sup> თავის მხრივ, საზოგადოებისთვის აქციათა სამართლიან ფასად გამოსყიდვის პრეკონდიციად, კანონმდებელი რეორგანიზაციას ან/და ისეთ გადაწყვეტილებას განსაზღვრავს, რომელიც აქციონერის ინტერესს არსებითად ლახავს.<sup>1734</sup> ეს ნიშნავს, რომ როგორც ახალი აქციების გამოშვება, ისე წესდებაში ცვლილება შეიძლება მიჩნეულ იქნეს ინტერესის არსებით შელახვად. შესაბამისად, სასამართლო პრაქტიკა პროტესტის უფლების მინიჭების საკითხზე მართლმსაჯულების განხორციელებისას უნდა ჩამოყალიბდეს წესდებაში ცვლილების შეტანის პოსტულატიდან, რამდენადაც ახალი აქციების გაცემის ავტორიზება საწესდებო რეგულირების ფარგლებშია მოქცეული. პროტესტის უფლების გამოყენების საკანონმდებლო მოცემულობათა მიზნობრივი განმარტებიდან გამომდინარე, საპირისპირო მსჯელობა ალოგიკურია იმდენად, რამდენადაც „არსებითი ინტერესის“ შელახვის საფუძვლად საკონტროლო პაკეტის მფლობელი აქციონერისა თუ მენეჯმენტის მიერ ფიდუციური მოვალეობის დარღვევით მიღებული გადაწყვეტილება იგულისხმება.<sup>1735</sup>

ზემოაღნიშნულისგან განსხვავებით, პროტესტის სამართლებრივი ბუნება სხვა კუთხითაც პოვებს განვრცობას. როგორც აღინიშნა, პროტესტის გამოყენების ფარგლები, ძირითადად, ტრანზაქციათა ტიპოლოგიური კლასიფიკაციის მიხედვით დიფერენცირდება. აშშ-ში, შტატების უმრავლესობა, კორპორაციის ქონების გასხვისების ტრანზაქციას ჩვეულებრივ სამეწარმეო საქმიანობად არ თვლის და დისიდენტ აქციონერს ტრანზაქციის გაპროტესტების უფლებამოსილებას ანიჭებს.<sup>1736</sup> აშშ-ის მსგავსად, ქართულ სამართლებრივ რეალობაში თითქმის მთლიანი ქონების გასხვისება არ ითვლება ჩვეულებრივ სამეწარმეო საქმიანობად. ვინაიდან ქონების არსებითი ნაწილის განსხვისება რეორგანიზაციის მყარი საფუძველია, ის უნდა მოიაზრებოდეს აქციონერთა საერთო კრების იმ კომპეტენციაში, რომელიც რეორგანიზაციის შესახებ გადაწყვეტილების მიღებას განსაზღვრავს.<sup>1737</sup>

მაგრამ არსებობს პროტესტის უფლების ფარგლების შეზღუდვის მნიშ-

<sup>1732</sup> M.B.C.A. §13.02(a)(4)(5).

<sup>1733</sup> მეწარმეთა შესახებ კანონის 54-ე მუხლის მე-6 პუნქტის (ა) და (ბ) ქვეპუნქტები.

<sup>1734</sup> მეწარმეთა შესახებ კანონის 53<sup>1</sup> მუხლის პირველი პუნქტი.

<sup>1735</sup> *Gevurtz, Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 769-772.

<sup>1736</sup> *Cox, Hazen, Business Organizations Law*, 3<sup>rd</sup> ed., 2011, P. 637.

<sup>1737</sup> მეწარმეთა შესახებ კანონის 54-ე მუხლის მე-6 პუნქტის (ა) ქვეპუნქტი.



გნელოვანი რეგულაციები. საკითხი ფასიანი ქაღალდებით საჯარო ვაჭრობის ელემენტებს ეხება. ეფრაიზალის უფლების საკანონმდებლო ნებადართულობის პარალელურად, გამონაკლისი შემზღუდავი ნორმებიც არსებობს. აშშ-ის მოდელური კანონი<sup>1738</sup> და დელავერის საკორპორაციო სამართალი<sup>1739</sup> პირდაპირ აწესებს იმ აქციონერთა პროტესტის უფლების შეზღუდვის ნორმათა იმპერატივიზმს, რომელთა აქციებიც საჯარო ვაჭრობისთვისაა დარეგისტრირებული და მოქცეულია კაპიტალის ბაზრის სამართლის რეგულირების სფეროში.<sup>1740</sup> პროტესტის უფლების გამოყენება შეუძლებელია და არ არის საჭირო, თუ დისიდენტი აქციონერის წილის სამართლიანი ღირებულების განსაზღვრისთვის ეფექტური საბაზრო გარემოება არსებობს,<sup>1741</sup> სადაც შეუძლია ადეკვატური კომპენსაციის მიღება (ე.წ. *market-out* ან *market exception*).<sup>1742</sup> გარდა ამისა, კონკრეტულ წინაპირობათა არსებობისას, საჯარო აქციონერი პროტესტის უფლების ზოგადი პრეკონდიციული პოსტულატი, რომელიც შერწყმასა და კონსოლიდაციას მოიცავს, ვერ ისარგებლებს.<sup>1743</sup> საკითხი ეხება სპეციალურად განსაზღვრულ წინაპირობათა არსებობას: თუ კორპორაცია კაპიტალის ორგანიზებულ ბაზარზე ახორციელებს ვაჭრობას, რომელსაც ჰყავს მინიმუმ 2 000 აქციონერი და მისი საბაზრო ღირებულება მინიმუმ 2\$ მილიონია,<sup>1744</sup> ეფრაიზალის უფლება არ გამოიყენება.

განსხვავებულია შემძენი საწარმოს აქციონერთა სამართლებრივი დაცულობის სპექტრი. დელავერის საკორპორაციო სამართალი შემძენი კომპანიის აქციონერთა დამცავ ბერკეტად ეფრაიზალის უფლებას მხოლოდ მაშინ ითვალისწინებს, თუ ეკვაიერი კომპანიის განთავსებულ აქციათა რაოდენობა 20%-ზე მეტით იზრდება.<sup>1745</sup>

დაბოლოს, პროტესტის უფლების განზომილებითი ფარგლები მის განსაკუთრებულ სახეს წარმოაჩენს. ზემოთ აღინიშნა, რომ ეფრაიზალის უფლების აქტივაციას *bona fide* ტრანზაქციაში კომპენსაციის არაადეკვატური მაჩვენებელი განაპირობებს. მაგრამ, პროტესტის უფლება შესაძლებელია გამოყენებულ იქნეს თაღლითურ და უკანონო ტრანზაქციათა მიმართ.<sup>1746</sup> გამოყენების სპეციფიკა

<sup>1738</sup> M.B.C.A. § 13.02(b)(1)(i), official comment, 2009, sec. 13, P. 23-36.

<sup>1739</sup> Del. Code Ann. tit. 8, § 262(b).

<sup>1740</sup> Fletcher, Fletcher Cyclopedic of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 420-421.

<sup>1741</sup> M.B.C.A. § 13.01, official comment, 2009, sec. 13, P. 8.

<sup>1742</sup> იხ. Ventoruzzo, Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposal, Working Paper №137, 2009, P. 13-14; Easterbrook, Fischel, The Economic Structure of Corporate Law, 1991, P. 149-152.

<sup>1743</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 91.

<sup>1744</sup> M.B.C.A. § 13.02(b)(1)(ii).

<sup>1745</sup> Friedlander, The Delaware General Corporation Law and Takeovers: Overturn Time-Warner Three Different Ways in Symposium: The Delaware General Corporation Law for the 21st Century, 33 Del. J. Corp. L., 2008, P. 631.

<sup>1746</sup> Fletcher, Fletcher Cyclopedic of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 424-429.



გამოიხატება ეფრაიზალის, როგორც ზიანის ანაზღაურების განსაკუთრებულ, ექსკლუზიურ საშუალებად დაკვალიფიცირებაში. მოსარჩელე აქციონერი ამით ცდილობს შერწყმის პროცედურას კიდევ ერთი დამატებითი ბერეკტით დაუზიარისპირდეს.<sup>1747</sup> პროტესტის ანაზღაურების საშუალებად კვალიფიცირება დამოკიდებულია ტრანზაქციის სამართლებრივ შეფასებაზე. ის უნდა იყოს მართლსაწინააღმდეგო, არაკეთილსინდისიერად ან/და ფიდუციური მოვალეობის დარღვევით დადებული. მაგალითად, ტრანზაქციის თაღლითური ელემენტების გამოვლენა, არაკომპეტენტური და მართლსაწინააღმდეგო შერწყმის ან კონსოლიდაციის გამოაშკარავება, რომელიც, საბოლოო ჯამში, გადაწყვეტილების მიმღებ პირთა ფიდუციურ ვალდებულებათა დარღვევამდე დედუქცირდება.<sup>1748</sup> საინტერესოა, რომ, როგორც წესი, ფიდუციური მოვალეობის დარღვევა ცალკე განხილვის საგანია, მაგრამ ეფრაიზალის კონკრეტული შტატების რეგულატორული მექანიზმები მას დარღვეულ უფლებათა კომპენსირების ძირითად საშუალებად განიხილავს.<sup>1749</sup> პროტესტის უფლების გამოყენება, როგორც დარღვეული უფლების რესტავრაციის ექსკლუზიური სახე, სხვადასხვა სასამართლო გადაწყვეტილების მიხედვით, განსხვავებულად განიმარტა. უკანასკნელიდან პირველის სახის გადაწყვეტილებათა დედაარსი მდგომარეობს იმაში, რომ თუ აქციონერის მოთხოვნა მხოლოდ ფიდუციური მოვალეობის დარღვევას ეფუძნება და ის არ მომდინარეობს მართლსაწინააღმდეგო ქმედებიდან, მაშინ პროტესტის უფლება ანაზღაურების განსაკუთრებულ სახეს კარგავს.<sup>1750</sup> სასამართლო პრაქტიკის მეორე მიმართულებით სრულიად საპირისპირო მტკიცდება. განვითარებულმა ტენდენციამ მოიცვა დებულება, რომ ფიდუციური მოვალეობის დარღვევის თანადროულად არ არის აუცილებელი მართლწინააღმდეგობის ფაქტობრივი გარემოების არსებობა და ეფრაიზალის უფლება, როგორც სამართლებრივად დაცული უფლების დარღვევის შედეგად დამდგარი ზიანის ანაზღაურების საშუალება, მაინც რჩება ანაზღაურების ექსკლუზიურ

<sup>1747</sup> *Oesterle, Mergers and Acquisitions*, 2006, P. 77.

<sup>1748</sup> *Fletcher, Fletcher Cyclopedic of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 429-438.

<sup>1749</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 105-108.

<sup>1750</sup> მაგალითად, ჰავაის სააპელაციო სასამართლომ ფიდუციურ ვალდებულებათა დარღვევის მიმართ პროტესტის უფლების გამოყენება მხოლოდ იმ შემთხვევაში ჩათვალა სამართლებრივად სწორად, თუ მოვალეობის დარღვევა თაღლითური ან მართლსაწინააღმდეგო იქნებოდა. იხ. *M & W, Inc., v. Pacific Guardian Life Insurance Co.*, WL 32685 (Haw. App. Ct. 1998). ამ გადაწყვეტილებით, მან უარყო დელავერის სასამართლოს მიერ ვეინბერგერის პრეცედენტულ გადაწყვეტილებაში გატარებული თეზა, რომ ნებისმიერი მონეტარული ანაზღაურება, ჩვეულებრივ, მომდინარეობს ეფრაიზალის უფლებიდან, სადაც, მართლწინააღმდეგობისა და თაღლითობის შემთხვევაში, პროტესტის უფლების არაადეკვატური კომპენსირების არსებობას ეფრაიზალის გამოყენების რისკს უწოდებს. იხ. *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701, 714 (Del. 1983). ვეინბერგერის გადაწყვეტილების ეფრაიზალის შინაარსობრივ კონტექსტში განხილვისთვის იხ. *Radin, The Business Judgment Rule*, vol. II, 2009, P. 1659-1662.



საშუალებად.<sup>1751</sup> ფიდუციურ მოვალეობათა დარღვევა, ოპტიმალური ხედვის თვალსაზრისით, შესაძლებელია მხედველობაში იქნეს მიღებული დისიდენტი აქციონერის წილის კომპენსირების სამართლიანი ღირებულების განსაზღვრის ეტაპზე. ცხადია, რომ საკანონმდებლო რეგულაციების ინდიფერენტული პირობების ეტაპზე პრაქტიკაც დიფერენცირებულია.<sup>1752</sup>

რეზიუმეს სახით შეიძლება ითქვას, რომ ეფრაიზალის უფლების ზოგადი პოსტულატი რეორგანიზაციული ტიპის ტრანზაქციათა ფორმირებასა და შედეგებს გამიჯნული აქციონერის უფლებათა საკანონმდებლო დაცვის მექანიზმია, რომელსაც ახასიათებს სამართლებრივი მოქმედების კონიუნქტურული ფარგლები და გამონაკლისი შემთხვევები. ნებისმიერ შემთხვევაში, როგორც სამოსამართლო პრაქტიკა, ისე საკანონმდებლო რეგულაციები ცხადყოფს, რომ ეფრაიზალის უფლების პრაქტიცირება დიფერენცირებულია და მისი გამოყენება კონკრეტული ქვეყნის ნორმატიულ მიდგომასა და სასამართლო პოლიტიკის ორიენტირებზეა დამოკიდებული.

### 3.3.1.2.2. წილის სამართლიანი ღირებულებით კომპენსირება და მისი განსაზღვრა

#### 3.3.1.2.2.1. სამართლიანი ფასის განმსაზღვრელი სუბიექტები

ეფრაიზალის უფლების შემადგენელ ელემენტთა შორის, ზემოაღნიშნულ საკითხებთან ერთად, ცენტრალურ პოზიციას კომპენსირების თემატიკა და მისი გამოთვლის მექანიზმები იკავებს.<sup>1753</sup> ეფრაიზალის ინსტიტუტის დანიშნულებას დისიდენტი აქციონერის წილის სამართლიანი ღირებულების ფაბულა განსაზღვრავს. კანონმდებლობა სამართლიანი ფასის განსაზღვრის ექსკლუზიურ უფლებამოსილებას ანიჭებს საზოგადოებას, რომელიც სამეთვალყურეო საბჭოს მეშვეობით უზრუნველყოფს საკითხის გადაწყვეტის ტექნიკურ მხარეს,<sup>1754</sup> ხოლო იმ აქციონერს, რომელიც არ დაეთანხმება სამეთვალყურეო საბჭოს გადაწყვეტილებას, შესაძლებლობა აქვს გაასაჩივროს/გააპროტესტოს ფასი/ღირებულება სასამართლოში.<sup>1755</sup> ამ ეტაპზე დიფერენცირდება პროტესტის უფლების დუალისტური ბუნება. პირველია, ზოგადად, მიღებული გადაწყვეტილებით უკმაყოფილო აქციონერის ამ გადაწყვეტილები-

<sup>1751</sup> იხ. Moon v. Moon Enterprises, Inc., 65 Ark. App. 246, 986 S. W.2d 134 (1999).  
<sup>1752</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 109-111.  
<sup>1753</sup> Oesterle, Mergers and Acquisitions, 2006, P. 67.  
<sup>1754</sup> „მეწარმეთა შესახებ“ კანონის 53 <sup>1</sup>-ს მე-4 პუნქტი.  
<sup>1755</sup> „მეწარმეთა შესახებ“ კანონის 53 <sup>1</sup>-ს მე-6 პუნქტი.



სგან გამიჯვნა. რეორგანიზაციის ან ტრანზაქციის პირობებით უკმაყოფილო აქციონერი აპროტესტებს მთლიან ტრანზაქციას და ითხოვს სათანადო კომპენსაციის მიღებას. ამ ეტაპზე, ქართული კანონმდებლობის მიხედვით, საზოგადოებაა უფლებამოსილი განსაზღვროს წილის სამართლიანი ღირებულება.<sup>1756</sup> მეორე, ეს არის გამიჯნული აქციონერის ინვესტიციის ღირებულების საზოგადოების მიერ გამოთვლის ადეკვატურობის საკითხის ეჭვქვეშ დაყენება და მისი გაპროტესტება. მეორე პირველის შედეგია, მაგრამ პირველი მეორეს გამოყენებას ხელს არ უშლის. აქციონერის მიერ გაპროტესტებული ფასის ადეკვატურობის განსაზღვრა სასამართლო მსჯელობის საგანია.<sup>1757</sup> გაპროტესტებულ ფასსა და სასამართლო გადაწყვეტილების დადგენილ ფასს შორის სხვაობის კომპენსირებას კომპინაციის შედეგად „გადარჩენილი“ თუ წარმოშობილი კომპანია ახდენს.<sup>1758</sup> ამიტომ, პროტესტის უფლება „გადარჩენილი“ კორპორაციის საკრედიტო რისკს განეკუთვნება.<sup>1759</sup> მაგრამ რა არის სამართლიანი ფასი და რა კრიტერიუმებით განისაზღვრება იგი (ასეთის არსებობის შემთხვევაში)?!

ტრანზაქციაში მონაწილეობის გაპროტესტება შეფასებას მოითხოვს. შეფასება უნდა მოხდეს სამართლიან ფასად, მაგრამ სამართლიანი ფასის ერთიანი განსაზღვრება არ არსებობს. ის არ არის ზუსტი მეცნიერების შესწავლის საგანი და მოიცავს სუბიექტურ და კომპლექსურ ელემენტებს.<sup>1760</sup> მის სუბიექტივიზმს სამართლიანი ფასის დადგენის ინდივიდუალიზმი განაპირობებს. ადეკვატური კომპენსაცია ყოველი კონკრეტული გარემოებისა და შემთხვევის საფუძველზე უნდა იქნეს დადგენილი. მიუხედავად სამართლიანი ღირებულების დეტერმინაციის ერთიანი სქემის არარსებობისა, აშშ-ის საკანონმდებლო და სამოსამართლო სივრცეში მისი დადგენის სხვადასხვა მეთოდი და საშუალება არსებობს. მათ შორის უმთავრესია „დელავერის ბლოკის“ მეთოდი და „მნიშვნელოვან გარემოებაზე“ დაფუძნებული მეთოდი.

<sup>1756</sup> შეად. *Venturuzzo*, *Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposal*, Working Paper №137, 2009, P. 14.

<sup>1757</sup> *Fletcher*, *Fletcher Cyclopaedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 454.

<sup>1758</sup> მაგალითად, *ჰინტმანი ფრედ ვებერის* წინააღმდეგ საქმეზე დელავერის სასამართლომ 29%-იანი ეფრაიზალის პრემიუმღირებულების გადახდა დაადგინა. ტრანზაქციის ფასი თითო აქციაზე იყო 260 დოლარი, ხოლო გაპროტესტების შედეგად სასამართლოს მიერ დადგენილმა „სამართლიანმა ღირებულებამ“ 335 აშშ-ის დოლარი შეადგინა. იხ. *Hintmann v. Fred Weber, Inc.*, Del. Ch. Lexis 65, WL 376379 (2000).

<sup>1759</sup> *Radin*, *The Business Judgment Rule*, vol. II, 2009, P. 1571.

<sup>1760</sup> *Radin*, *The Business Judgment Rule*, vol. II, 2009, P. 1584.

### 3.3.1.2.2.2. სამართლიანი ღირებულების განსაზღვრა

ყველაზე რთული საკითხი ეფრაიზალის უფლების სამართლებრივი გასაზრებისას დისიდენტი აქციონერის წილის სამართლიანი ღირებულების დადგენაა.<sup>1761</sup> საზოგადოების მიერ დადგენილი წილის ღირებულება, რომელსაც არ ეთანხმება მცირე აქციონერი, უნდა განსაზღვროს სასამართლომ.<sup>1762</sup> ეფრაიზალის კონტექსტში განხილული წილის ფასს ეწოდება „ღირებულება“ (*value*), „სამართლიანი ღირებულება“ (*fair value*),<sup>1763</sup> „სამართლიანი ფულადი ღირებულება“ (*fair cash value*) ან „სამართლიანი საბაზრო ღირებულება“ (*fair market value*).<sup>1764</sup> ეტიმოლოგიური დიფერენცირება მათ შორის სუბსტანციური ზღვრის დადგენას, როგორც წესი,<sup>1765</sup> არ განაპირობებს.<sup>1766</sup> ტერმინი „სამართლიანი“ აღნიშნავს ფაქტს, რომ კაპიტალის ბაზარზე კოტირებული წილის კონკრეტულ დღეს ან დროის განსაზღვრულ პერიოდში დადგენილი ღირებულება არ არის საბოლოო ღირებულება.<sup>1767</sup> აშშ-ის ბიზნესსკორპორაციათა მოდელური კანონი ადგენს, რომ „სამართლიანი ღირებულება“ კორპორაციული ქმედების ძალაში შესვლისთანავე, დაუყოვნებლივ უნდა დადგინდეს სუბიექტური და შეფასების არსებული კონცეფციებისა და ტექნიკის გამოყენებით.<sup>1768</sup> პარალელურად, დელავერის საკორპორაციო სამართალი „სამართლიანი ღირებულების“ დეფინიციას საკანონმდებლო დონეზე განმარტავს, როგორც წილის ღირებულებას შერწყმის დღეს, რომელიც მოიცავს უკლებლივ ყველა ღირებულებას,<sup>1769</sup> რაც

<sup>1761</sup> *Ventoruzzo, Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposal, Working Paper №137, 2009*, P. 13-15.

<sup>1762</sup> *Easterbrook, Fischel, The Economic Structure of Corporate Law, 1991*, P. 152-154.

<sup>1763</sup> იხ. *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010*, P. 93. შეად. IV 3.4.4.2.1.

<sup>1764</sup> *Cox, Hazen, Business Organizations Law, 3<sup>rd</sup> ed., 2011*, P. 641.

<sup>1765</sup> არსებობს განსხვავებული სასამართლო პრაქტიკით გამყარებული მოსაზრება, რომ „სამართლიანი ღირებულება“ ფართო ცნებითი კატეგორიაა და ის აღემატება „სამართლიან საბაზრო ღირებულებას“, რამდენადაც პროტესტის უფლებას ის აქციონერი იყენებს, რომლის აქციების რეალიზაციის ლიკვიდური ბაზარი არ არსებობს, ან აქციები არ არის „გასავლიანი“. ასეთ შემთხვევაში სამართლიანი ფასის დადგენა მრავალ ფაქტორზე დამოკიდებული, მაგრამ საბაზრო ღირებულება ნაკლებ როლს ასრულებს მისი განსაზღვრისთვის. იხ. *Balsamides v. Protameen Chems, Inc., 734 A.2d 721-733, (N.J. 1999)*. ასევე, იხ. *Swope v. Siegel-Robert, Inc., 243 F.3d 486, 492 (8<sup>th</sup> Cir. 2001)*.

<sup>1766</sup> შეად. *Hurst, William, Cases and Materials on Corporations, 1999*, P. 795-802.

<sup>1767</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010*, P. 93.

<sup>1768</sup> *M.B.C.A. §13.01(4)(ii), official comment, 2009, sec. 13*, P. 10-12.

<sup>1769</sup> მაგალითად, 1979 წელს *Piemonte v. New Boston Garden Corp. 387 N.E.2d. 1145* საქმეზე მოსამართლემ სამართლიანი ფასი გამოითვალა სამი სახის ღირებულების შეჯამებით. ეს იყო ერთი აქციის საბაზრო, შემოსავლების და წმინდა ქონებრივი ღირებულება. იხ. *Hurst, William, Cases and Materials on Corporations, 1999*, P. 796-802.



შერწყმის შედეგად წარმოიშობა.<sup>1770</sup> „სამართლიანი ღირებულების“ გამოთვლის ბუნდოვანმა საკანონმდებლო დათქმებმა განაპირობა სამოსამართლო სამართლის აქტიურობა და ხელი შეუწყო მის კრეატივიზმს.<sup>1771</sup>

ღირებულების გამოთვლის პროცესში მხედველობაში უნდა იქნეს მიღებული კორპორაციის წმინდა ქონების სალიკვიდაციო ღირებულება; უნდა შეფასდეს და მხედველობაში იქნეს მიღებული აქტივები და პასივები, გუდვილი, პატენტები და სავაჭრო ნიშნები.<sup>1772</sup> სალიკვიდაციო ღირებულებასთან ერთად მხედველობაში უნდა იქნეს მიღებული სამომავლო ბიზნესშესაძლებლობები და კორპორაციის, როგორც განგრძობადი სუბიექტის შემოსავლების სიმძლავრე.<sup>1773</sup> ეფრაიზალის პროცესში ზოგიერთი კომპანიის შეფასება ხშირად გართულებულია, რადგან მათ არ აქვთ შემოსავლების ისტორიის დამადასტურებელი სანდო წყაროები, კონტროლირებადი არიან აქციონერთა უმრავლესობის მიერ ან/და მათი აქციები ლიკვიდურ კაპიტალის ბაზარზე არ არის განთავსებული.<sup>1774</sup> მიუხედავად ამისა, კორპორაციის შეფასება, რომელიც ვალდებულია წილის „სამართლიანი ღირებულების“ დადგენის შემდგომ მის გადახდაზე, მნიშვნელოვანია იმდენად, რამდენადაც დისიდენტი აქციონერის წილის ღირებულება დგინდება კორპორაციის სავარაუდო ნაწილობრივი ლიკვიდაციის საფუძველზე, რამდენადაც განისაზღვრება და ფასდება ის ქონება, რომელსაც მიიღებდა აქციონერი საწარმოს, როგორც ეკონომიკურ ერთეულის ოპერაციული ფუნქციონირების შეწყვეტის შემთხვევაში. შეფასების ეს მეთოდი საზოგადოების წმინდა ქონებრივი ღირებულების დადგენის კონსერვატიული საშუალებაა. ის აფასებს კორპორაციის წმინდა ქონებრივ ღირებულებას და არ ითვალისწინებს ქონების *going concern* სინერგეტიკულ ღირებულებას,<sup>1775</sup> მაშინ როცა აქციონერის ინტერესია რეორგანიზაციული ტიპის ტრანზაქციიდან მისი წილის ადეკვატური ღირებულება მიიღოს, რომელსაც ის არ დაეთანხმა. კორპორაცია უნდა შეფასდეს *going concern* ჭრილში, როგორც შერწყმის პროცესში „მოქმედი რეალობა.“<sup>1776</sup> შესაბამისად, ეფრაიზალის პროცესის მიზანი უნდა იყოს დისიდენტი აქციონერის იმ ინტერესის შეფასება, რომელსაც ის მიიღებდა კორპორაციის *going concern*-ის შემთხვევაში. ამიტომ, კორპორაცია უნდა შეფასდეს როგორც ოპერაციული ორგანიზაცია და *going concern* საწარმო, როგორც საბაზრო სექტორის პოტენციური წარმომადგენელი.<sup>1777</sup>

<sup>1770</sup> Del. Gen. Corp. Law §262.

<sup>1771</sup> Radin, The Business Judgment Rule, vol. II, 2009, P. 1589.

<sup>1772</sup> Fletcher, Fletcher Cyclopaedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 455.

<sup>1773</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 94; Palmiter, Corporations, 2006, P. 628-631.

<sup>1774</sup> Radin, The Business Judgment Rule, vol. II, 2009, P. 1586.

<sup>1775</sup> Cox, Hazen, Business Organizations Law, 3<sup>rd</sup> ed., 2011, P. 642.

<sup>1776</sup> Radin, The Business Judgment Rule, vol. II, 2009, P. 1589.

<sup>1777</sup> იხ. Applebaum v. Anaya, 812 A.2d 880 (Del. 2002).

ღირებულების ადეკვატურობის დადგენის მნიშვნელოვან ტექნიკად მოიაზრებოდა „დელავერის ბლოკის“ მეთოდით ცნობილი შეფასება.<sup>1778</sup> მეთოდი გულისხმობს ოთხი სახის ღირებულების საშუალო არითმეტიკულის გამოთვლას. საშუალო შეწონილი არითმეტიკული ციფრის მისაღებად საჭირო იყო კორპორაციის ქონებრივი, საბაზრო, საშემოსავლო და დივიდენდების ღირებულების გამოთვლა.<sup>1779</sup> გამოთვლის პროცესში განიხილებოდა ნებისმიერი გარემოება, რომელიც ამ ღირებულებებს უკავშირდებოდა.<sup>1780</sup> სადაც საბაზრო ღირებულების კრიტერიუმის დადგენა შეუძლებელი იყო, იქ გამოიყენებოდა კიდევ სამი დამატებითი ელემენტი – საბალანსო ღირებულება, ქონების ნასყიდობის ხელშეკრულების დებულებებისა და ხელშეკრულებიდან გამომდინარე კომპენსაციის ფულადი ღირებულება.<sup>1781</sup> მისი ნაკლი წილის შეფასების კრიტერიუმთა განსაკუთრებული სიმკაცრე და სინერგეტიკული ინტერესის გაუთვალისწინებლობაა. მაგრამ „დელავერის ბლოკის“ მეთოდი<sup>1782</sup> უარყოფილ იქნა დელავერის უზენაესი სასამართლოს მიერ ვეიენბერგის გადაწყვეტილებაში,<sup>1783</sup> რომელშიც განისაზღვრა, რომ ღირებულების შეფასებისას ყველა რელევანტური გარემოება უნდა იქნეს გამოყენებული,<sup>1784</sup> გარდა ფასის სპეკულაციური ელემენტებისა, რომელიც ტრანზაქციის შედეგად შეიძლება წარმოშობილიყო.<sup>1785</sup>

ეფრაიმალის ახალმა მეთოდმა წილის შეფასების გარკვეული შეზღუდვებიც გამოიწვია. დელავერის საკორპორაციო სამართალში არსებული დათქმა, რომ წილის ღირებულება მოიცავს უკლებლივ ყველა ღირებულებას/ფასს, რაც შერწყმის შედეგად წარმოიშობა, უზენაესმა სასამართლომ დისიდენტი აქციონერის საპირისპიროდ განმარტა და თქვა, რომ „სამართლიანი ღირებულება“ მოიცავს უკლებლივ ყველა ელემენტს, რომელიც შერწყმას თან ახლავს და მის შედეგად წარმოიშობა, რაც ნიშნავს იმას, რომ კონკრეტული ტრანზაქცი-

<sup>1778</sup> *Easterbrook, Fischel, The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, P. 154-156.

<sup>1779</sup> *Easterbrook, Fischel, The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, P. 153.

<sup>1780</sup> *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 465-466.

<sup>1781</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 97.

<sup>1782</sup> *Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials*, 2000, P. 388-398.

<sup>1783</sup> *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983). იხ. *Venturuzzo, Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposal*, Working Paper №137, 2009, P. 17-21.

<sup>1784</sup> „რელევანტურია გარემოება“, რომელსაც ზეგავლენის მოხდენა შეუძლია შეფასებაზე. ამიტომ, სასამართლომ უნდა გამოიყენოს ყველა „რელევანტური“ გარემოება და არა „აუცილებელი“ კომპონენტები, როგორც ამა თუ იმ მეთოდისთვის შემადგენელი აუცილებელი პოსტულატი. სხვა გარემოებათა კატეგორიაში მოიაზრება დისიდენტი აქციონერის წილის სადივიდენდო ტარიფი, შესაძლებლობები, რომ დივიდენტი შეიძლება გაიზარდოს ან შემცირდეს, აკუმულირებული ნაშატი, რომელიც დივიდენდის გადახდისთვის გამოიყენება, კორპორაციის ანგარიშები, მისი ბიზნესპერსპექტივები, აქციათა გასაყიდი (საბაზრო) ღირებულება, საბაზრო პირობები, კორპორაციის რეპუტაცია და ნებისმიერი სხვა გარემოება, რომელსაც ზეგავლენის მოხდენა შეუძლია წილის შეფასებაზე. იხ. *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 461.

<sup>1785</sup> *Radin, The Business Judgment Rule*, vol. II, 2009, P. 1591-1592.



იდან წარმოშობილი სინერგიზმის ეფექტი არ უნდა იქნეს გათვალისწინებული დისიდენტი აქციონერის წილის სამართლიანი ღირებულების გამოთვლისას. ეს უკანასკნელი კონცეფცია ახსნა იმით, რომ დისიდენტი აქციონერი შეთავაზებული შეძენის ტრანზაქციის (რასაც აპროტესტებს) სინერგეტიკულ ღირებულებაში მონაწილეობს და არა სამიზნე საზოგადოების, როგორც ერთეულის, „სამართლიან ღირებულებაში“.<sup>1786</sup>

ეფრაიზალის პროცესის სამიზნე ობიექტი კორპორაციაში დისიდენტი აქციონერის პროპორციული ღირებულების განსაზღვრა უნდა იყოს, რაც არ ნიშნავს მხოლოდ კუთვნილი წილის ტრანზაქციული ღირებულების განსაზღვრას.<sup>1787</sup> დისიდენტი აქციონერის წილის ფასი კუთვნილი წილის სალიკვიდაციო ღირებულებიდან გამოითვლება. წილის სალიკვიდაციო ღირებულების გამოთვლისას შესაძლებელია მხედველობაში იქნეს მიღებული მცირე აქციონერთა ან ლიკვიდურობის დისკონტი.<sup>1788</sup> აქციონერის დისკონტი დამოკიდებულია კორპორაციის ქმედებისგან გამიჯნული აქციონერი ძირითადი პაკეტის მფლობელია, თუ მცირე ინტერესი (წილი) აქვს კომპანიაში. სამართლიანი ღირებულების დადგენაში დისკონტირების მონაწილეობა დამოკიდებულია სასამართლოს კრეატიულ მიდგომაზე. თუ დისიდენტი აქციონერი მცირე აქციონერია, მას არ გააჩნია კომპანიის მენეჯმენტზე ზეგავლენის მოხდენის უფლებამოსილება და მისი წილი ნაკლები ღირებულების შემცველია,<sup>1789</sup> ვიდრე მსხვილი აქციონერის საკუთრებაში არსებული წილი. მცირე აქციონერის დისკონტი საკონტროლო პაკეტის მქონე აქციონერის პრემიუმღირებულების ანტონიმია. მაკონტროლებელი აქციონერი საზოგადოებაზე კონტროლის ეფექტურ ბერკეტს ფლობს, რაც მის ღირებულებას მნიშვნელოვანწილად ზრდის. მის საპირწონედ, მცირე აქციონერს მსგავსი ეფექტის მოხდენის რეალური მექანიზმი არ აქვს. შესაბამისად, კონკრეტულ ღირებულებით ფასდაკლებას, ე.წ. დისკონტს განიცდის.<sup>1790</sup>

მცირე დისიდენტი აქციონერის დისკონტირების გამოყენება სასამართლოზეა დამოკიდებული.<sup>1791</sup> ეს ნიშნავს, რომ კორპორაციის ზემოაღნიშნული მეთოდებით შეფასებისა და მასში მცირე მეწილის პროპორციული ღირებულების დადგენის შემდგომ, მიღებულ ფასს გამოაკლდება მცირე აქციონერის დისკონტი, რის შედეგადაც მიიღება ეფრაიზალის ღირებულება, ანუ წილის „სამართლიანი ღირებულება“.<sup>1792</sup> მეწარმე სუბიექტისა და წილის შეფასებას ყოველთვის ფლუქტუაციური ხასიათი აქვს და დამოკიდებულია კონკრეტულ გარემოებებზე. ეს კი აქციონერთა დისკონტის ფიქსირებული მაჩვენებლის

<sup>1786</sup> M.P.M. Enterprises, Inc. v. Gilbert, 731 A.2d 790, 795 (Del. 1999).

<sup>1787</sup> Radin, The Business Judgment Rule, vol. II, 2009, P. 1593.

<sup>1788</sup> Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 467.

<sup>1789</sup> Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 468.

<sup>1790</sup> The Federal Estate Tax, 2011, P. 147-148.

<sup>1791</sup> Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 467, 469.

<sup>1792</sup> Cox, Hazen, Business Organizations Law, 3<sup>rd</sup> ed., 2011, P. 644.



განსაზღვრას შეუძლებელს ხდის და ეს უკანასკნელიც (დისკონტი) დამოკიდებულია ფაქტობრივ გარემოებებზე.<sup>1793</sup>

რაც შეეხება ლიკვიდურობის დისკონტირებით წილის ღირებულების შემცირებას და „სამართლიანი ღირებულების“ მიღებას, მეთოდოლოგიური სისტემატიზაცია მცირე აქციონერთა დისკონტირების ანალოგიურია. წილის ლიკვიდურობის ხარისხი მესაკუთრის მიერ მისი რეალიზაციის სირთულე/სიმარტივის ხარისხობრივი მაჩვენებელით გამოიხატება. წილის არასახარბიელო სალიკვიდაციო გარემოების პრეკონდიცია შეიძლება იყოს გასხვისების საწესდებო შეზღუდვების არსებობა, გაყიდვის პრაქტიკული სირთულეები ან ბაზარზე პოტენციურ მყიდველთა შეზღუდული რაოდენობა. აღნიშნული გარემოებების არსებობისას წილის „სამართლიანი საბაზრო ღირებულება“ ნაკლებია კომპანიის სალიკვიდაციო ღირებულებაზე. ჰიპოტეტური მოცემულობა ლიკვიდურობის დისკონტის დეტერმინანტია. ლიკვიდურობის დისკონტის ადრესატი ორივე რანგის – როგორც მაკონტროლებელი, ისე მცირე – აქციონერია. მოცემულ შემთხვევაში, ფირმის შეფასებით, დისიდენტი აქციონერის პროპორციულად კუთვნილი წილის ღირებულება შემცირდება ლიკვიდურობის დისკონტის ფარგლებში.<sup>1794</sup> ისევე როგორც აქციონერთა დისკონტი, ლიკვიდურობის დისკონტის გამოყენების<sup>1795</sup> პრაქტიკული ტენდენციებისა და ორიენტირების განსაზღვრა სასამართლოზეა დამოკიდებული.<sup>1796</sup>

დაბოლოს, ეფრაიზალის უფლების რეალიზირების პროცესთან კორელატიულ დამოკიდებულებაშია მაკონტროლებელი აქციონერის საკონტროლო პრემიის ფირმის ღირებულებაში გათვალისწინების საკითხი. საკითხის ანალიტიკური მიმართულების მიმცემი „კორპორაციის ქონების“ თეორიაა, რომელიც ბერლის მიერ იქნა განვითარებული.<sup>1797</sup> აღნიშნული თეორიის თანახმად, საკონტროლო ბლოკის გასხვისებით წარმოშობილი პერმიუმღირებულება საზოგადოების კუთვნილებაა და ის უნდა დაირიცხოს კორპორაციის ბალანსზე. „კორპორაციის

<sup>1793</sup> The Federal Estate Tax, 2011, P. 149.

<sup>1794</sup> The Federal Estate Tax, 2011, P. 151-152.

<sup>1795</sup> წილის აქციონერული და საბაზრო ლიკვიდურობის დისკონტირება იდენტურია „აქციის არასათანადო შეფასების“ („underprice“), როდესაც სამიზნე საზოგადოების წილი რეალურ საბაზრო ღირებულებაზე ნაკლებია. წილის „underprice“ თუ დისკონტირება ეკვივირი კომპანიის მიერ სამიზნე საზოგადოების შეძენის მოტივატორად განისაზღვრება, რამდენადაც, რეალურ საბაზრო ღირებულებასა და მიმდინარე საბაზრო ღირებულებას შორის სხვაობა შეძენის ტრანზაქციის მოგება/სარგებელს უტოლდება და წარმოადგენს ტრანზაქციიდან მისაღები სარგებლის წყაროს. იხ. *Kraakman*, Discounted Share Price As A Source of Acquisition Gains, 1990, P. 29-62.

<sup>1796</sup> *Cox, Hazen*, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 102. ამასთან აღსანიშნავია, რომ აშშ-ის ბიზნესკორპორაციათა მოდელური კანონი 1999 წლის ცვლილებების შემდგომ აღარ ითვალისწინებს ლიკვიდური დისკონტის ინსტიტუტს. იხ. M.B.C.A. §13.01(4), 2009.

<sup>1797</sup> *Berle*, Control in Corporate Law, 58 *Colum. L. Rev.*, 1958, P. 1212.



ქონების“ თეორია ცხადყოფს, რომ პრემიუმდირებულება საზოგადოების კუთვნილებაა.<sup>1798</sup> სასამართლო პრაქტიკა, ეფრაიზალის უფლების სასარჩელო წარმოებისას, ხსენებული თეორიის ორიენტირებს დაემორჩილა. დელავერის უზენაესმა სასამართლომ გონივრულად მიიჩნია, რომ კორპორაციის დირექტორებს გადახდილი პრემიუმთანხით იზრდება.<sup>1799</sup>

საერთო ჯამში, სამართლიანობა მოითხოვს, რომ მცირე აქციონერს მიეცეს შერწყმის შედეგად წარმოშობილი სინერგიზმის გათვალისწინებით გამოანგარიშებული წილის ადეკვატური კომპენსაცია,<sup>1800</sup> ხოლო სასამართლომ ფუნქციონალურად უნდა განსაზღვროს, არის თუ არა წილის ასეთი შეფასება ზომიერი.<sup>1801</sup>

### 3.3.2. DE FACTO შერწყმის დოქტრინა

#### 3.3.2.1. DE FACTO შერწყმის დოქტრინის არსი

რეკონსტრუირების პროცესის საინტეგრაციო შედეგებისგან აქციონერთა დაცვის *ex post* სტრატეგიული მეთოდია *de facto* შერწყმის დოქტრინა. გასვლის გენერალური სტრატეგია განსაზღვრულ წინაპირობათა არსებობისას აქტივირდება. *De facto* შერწყმის დოქტრინის<sup>1802</sup> ჩამოყალიბებისა და არსებობის არსი გასვლის სტრატეგიის გამოყენების წინაპირობათა ანალიზს გულისხმობს. ამასთან, ის ეფრაიზალის უფლების რეალიზების სამოსამართლო დისკრეციის სფეროს განეკუთვნება. ის სასამართლო პრაქტიკის პირმოა.<sup>1803</sup>

აშშ-ის შტატების უმრავლესობა<sup>1804</sup> საკანონმდებლო დათქმას აკეთებს კორპორაციის ქონების არაჩვეულებრივ სამეწარმეო საქმიანობის კონტექსტში მთლიანი ან თითქმის მთლიანი გასხვისების შემთხვევაში დისიდენტი აქციონერის წილის სამართლიან ფასად კომპენსირების უფლებამოსილების დადგენის შესახებ. დელავერში ეფრაიზალის უფლება შერწყმისა და კონსოლიდაციას-

<sup>1798</sup> შეად. Andrews, The Stockholders' Right To Equal Opportunity in the Sale of Shares, 78 Harv. L. Rev., 1965, P. 505.

<sup>1799</sup> იხ. Rapid-American Corporation v. Harris, 603 A.2d 796 (Del. 1992). იხ. Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials, 2000, P. 408-416.

<sup>1800</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 104-105.

<sup>1801</sup> Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 471.

<sup>1802</sup> Brown, Grandfathering Can Seriously Damage Your Wealth: Due Diligence in Mergers and Acquisitions of Medical Device Companies, 36 Gonz. L. Revv., 2001, P. 337.

<sup>1803</sup> Shade, Business Associations, 2010, P. 416.

<sup>1804</sup> გარდა დელავერისა და კალიფორნიის შტატისა, სადაც ეფრაიზალის უფლების გამოყენების წინაპირობად შერწყმა და კონსოლიდაციაა დადგენილი. იხ. Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 22.

თან დაკავშირებით გამოიყენება,<sup>1805</sup> განსხვავებით, მაგალითად, ნიუ-იორკისა და ოჰაიოს რეგულაციებისგან, ისევე როგორც ბიზნესკორპორაციათა მოდელური კანონისა,<sup>1806</sup> სადაც თითქმის ყველა ფუნდამენტური ცვლილების მიმართ შეიძლება ეფრაიზალის უფლების პრაქტიკული გამოყენება.<sup>1807</sup> დელავერის საკორპორაციო სამართლისგან განსხვავებით, ქართული ნორმატიული სივრცე ეფრაიზალის უფლების ფართო განზომილებით სიბრტყეს ქმნის. ისევე როგორც აშშ-ის ბიზნესკორპორაციათა მოდელური კანონი, საქართველოს მეწარმეთა შესახებ კანონი საკანონმდებლო დონეზე უშვებს ყველა ფუნდამენტური ცვლილების გაპროტესტებისა და ადეკვატური კომპენსირების მიღების მოთხოვნის უფლებას. ყველა ფუნდამენტურ ცვლილებაზე აქციონერის რეაგირებას საზოგადოების დატოვების კუთხით, მეწარმეთა შესახებ კანონი, ახორციელებს გენერალური დისპოზიციური დათქმით.<sup>1808</sup> გარდა ამისა, სუბსტანციური ქონებრივი გასხვისებით ეფრაიზალის უფლების წარმოშობის თავიდან არიდება საწესდებო ავტონომიის ფარგლებში შემოვლითი გზითაც შეიძლება. თუ პარტნიორები წესდებაში გააკეთებენ დეტალურ დათქმას, რომ მთლიანი ან თითქმის მთლიანი ქონების გასხვისება საზოგადოების „არაჩვეულებრივ“ სამეწარმეო საქმიანობად არ ჩაითვლება და მიმდინარე ოპერაციულ სტრატეგიად განსაზღვრავენ მას, მაშინ დისიდენტ აქციონერს ეფრაიზალის უფლებამოსილება საწესდებო დათქმის საფუძველზე შეეზღუდება.<sup>1809</sup> ისმის კითხვა: რა კავშირი აქვს ეფრაიზალის უფლებას *de facto* შერწყმის დოქტრინასთან?! დამაკავშირებელი ხაზი გამოყენების მექანიზმზე გადის.

### 3.3.2.2. DE FACTO შერწყმის დოქტრინის გამოყენება

დე-ფაქტო შერწყმის დოქტრინა კორპორაციის ქონებრივი გასხვისების შემთხვევაში ვალდებულებათა პირდაპირი უფლებამონაცვლეობის არარსებობის (გამორიცხვის) გენერალური წესიდან სამოსამართლო გამონაკლისი შემთხვევის კონსტანტირებას ახდენს.<sup>1810</sup> კორპორაციის ქონებრივი დაუფლების

<sup>1805</sup> Del. Code. Ann. tit. 8, §262.

<sup>1806</sup> M.B.C.A. §13.02.

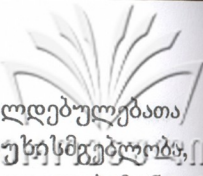
<sup>1807</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 22-23.

<sup>1808</sup> „... თუ წესდებით სხვა რამ არ არის გათვალისწინებული“. იხ. მეწარმეთა შესახებ კანონი, 53<sup>1</sup> მუხლის პირველი პუნქტი.

<sup>1809</sup> სამეწარმეო საქმიანობის ავტორიზებული არეალის განსაზღვრის კომპეტენცია აქციონერთა საერთო კრების უფლებამოსილების ნაწილია. შესაბამისად, დაფუძნების ეტაპზე ან ფუნქციონირების დინამიკაში წესდებაში ცვლილებების შეტანა არანაირ საკანონმდებლო დაბრკოლებას არ განიცდის აქციონერთა მიმართ. იხ. მეწარმეთა შესახებ კანონი, 54-ე მუხლის მე-6 პუნქტი. ასევე, იხ. Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 23.

<sup>1810</sup> Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 352.





ტრანზაქციის შეთანხმების საგანია სამიზნე საწარმოს იმ ვალდებულებათა/კატალოგი, რომელზეც ეკვაიერ კორპორაციას სურს აიღოს პასუხისმგებლობა, ანუ გახდეს ხელშეკრულებაში განსაზღვრულ ვალდებულებებზე უფლებამოსი ცვლე და მათზე პასუხისმგებელი პირი. ასეთი ტიპის ტრანზაქცია ხშირად საკონტროლო პაკეტის მქონე აქციონერის ინდივიდუალური გადაწყვეტის ფარგლებშია მოქცეული. განსხვავებით ინდივიდუალურად ნასყიდობის ხელშეკრულების დადებისა, შერწყმის ან გაერთიანების შესახებ გადაწყვეტილება საჭიროებს აქციონერთა საერთო კრების გადაწყვეტილებას, რაც ნიშნავს, რომ ასეთი გადაწყვეტილების არარსებობის შედეგად კონსოლიდირებული საზოგადოებები *de facto* კორპორაციას ჩამოაყალიბებენ.<sup>1811</sup> კორპორაციის *de facto* ხასიათი აქციონერს არ აძლევს უფლებას მისი დაშლის შესახებ აწარმოოს სამართლებრივი აქტივობა, გარდა იმ შემთხვევისა, თუ ეს საკანონმდებლო დონეზე არ არის პირდაპირ განსაზღვრული. ამიტომ, მის ძირითად არსენალს ხარვეზიანი კომბინაციისგან გამიჯვნა წარმოადგენს.<sup>1812</sup> ტრანზაქციის გაპროტესტების საუკეთესო საშუალებაა შესაბამის სასამართლო ინსტანციაში დავა. იმ აქციონერს, რომელსაც არ მიეცა შეძენის/გასხვისების ტრანზაქციაში ხმის მიცემის უფლება და არ ჩამოყალიბდა ეფრაიზალის პრაქტიკული რეალიზების საკანონმდებლო ნორმის დისპოზიციური შემადგენლობა, შეუძლია ტრანზაქციის „რეალურ“ ბუნებაზე დაიწყოს სასარჩელო წარმოება.<sup>1813</sup>

კორპორაციული კომბინაცია, რომლის ინტეგრირებულ შედეგებს ისეთივე ეკონომიკური ეფექტი აქვს, როგორც საკანონმდებლო შერწყმას, მაგრამ ფორმირებულია ქონების მთლიანი ან სუბსტანციური ნაწილის შეძენის ტრანზაქციის სახით, ეს არის კორპორაციათა *de facto* შერწყმა.<sup>1814</sup> შერწყმის ან კონსოლიდაციის შემთხვევაში, საკანონმდებლო დონეზე, როგორც წესი, პირდაპირი დათქმით წესრიგდება ვალდებულებათა უფლებამონაცვლეობა<sup>1815</sup> და ეფრაიზალის უფლების გამოყენების ნებადართულობა. მის საპირწონედ, ქონებრივი გასხვისება ეფრაიზალის უფლებას არ წარმოშობს. შესაბამისად, როდესაც მენეჯმენტის ან საკონტროლო პაკეტის მქონე აქციონერთა მხრიდან ხდება ტრანზაქციის ფორმირების სახეზე შეჯერება, ისინი ითვალისწინებენ შეძენის ღირებულებას, რომელზეც პირდაპირ აისახება ეფრაიზალის უფლების ღირებულება. აქედან გენერირდება მათი სურვილი: ტრანზაქცია იმგვარად უნდა

<sup>1811</sup> იქვე, გვ. 353.

<sup>1812</sup> იქვე, გვ. 354-355.

<sup>1813</sup> Oesterle, Mergers and Acquisitions, 2006, P. 78.

<sup>1814</sup> *De facto* შერწყმის დოქტრინის ყველაზე ცნობილი სასამართლო გადაწყვეტილებაა: Farris v. Glen Alden Corporation, 143, A.2d 25 (Pa. 1958). იხ. Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials, 2000, P. 735-740. ასევე ცნობილი პრეცედენტებია: Shanoon v. Samuel Langston Co., 379 F.Supp 797 (Mich. 1974), Marks v. Autocar Co., 153 F.Supp. 768 (1954), Pratt v. Ballman-Cummings Furn. Co., 549 S.W.2d 270 (Ark. 1977).

<sup>1815</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 29-34.



იქნეს ფორმირებული, რომ გამოირიცხო სერწყმის თანმდევი ისეთი უფლებამოსილების აქტივაცია, როგორც ეფრაიზალის უფლებაა, ანუ შეიზღუდოს აქციონერის პოსტტრანზაქციული რეკლასიფიცირებულ უფლებათა მოქმედება არეალი. მსგავსი გარიგება, ფაქტობრივად, ემსგავსება თვალთმაქცურ გარიგებას – მხარეები რეალურ მიზანს, განსხვავებული მეთოდოლოგიის გამოყენებით, ერთგვარ „ნილაბს არგებენ“.

ქონებრივი შეძენის შედეგთა სერწყმის კომბინაციათა შედეგებთან გათანაბრებას „გადარჩენილ“ კორპორაციაზე სამიზნე კორპორაციის ვალდებულებებზე პასუხისმგებლობის გადასვლის შესახებ საკანონმდებლო დათქმის ბაზისზე ასრულებს. *De facto* სერწყმის დოქტრინა, განსაკუთრებით აქტუალურია ისეთი ქვეყნის კანონმდებლობისთვის, სადაც ეფრაიზალის უფლების გამოყენების ფარგლები კონკრეტული სახის ტრანზაქციითაა შეზღუდული. ასეთ შემთხვევაში, სასამართლოს მსჯელობის საგანი შეიძლება გახდეს, ქონების შეძენა გაუტოლდება თუ არა სერწყმის შედეგებს. თუმცა, ზოგიერთ შტატში, საკანონმდებლო დონეზე *de facto* სერწყმის დოქტრინა ნორმატიულად არის დაუშვებელი.<sup>1816</sup> ეს ნიშნავს, რომ აქციონერთა პროტესტის უფლება საკანონმდებლო ფარგლების დისპოზიციური რეგულირების ნაცვლად, იმპერატიულადაა მოწესრიგებული და აკრძალული.

აღნიშნული ინსტიტუტი ქართულ რეალობაში ნების ავტონომიის ფარგლებშია მოქცეული. შესაბამისად, სამოსამართლო პრაქტიკა სრულად არის დამოკიდებული მოსამართლეთა დისკრეციასა და სასამართლო ორიენტირებზე. ნებისმიერ შემთხვევაში, *de facto* სერწყმის დოქტრინის გამოყენებას წინაპირობები უნდა გააჩნდეს.<sup>1817</sup> უფრო სწორად, ტრანზაქცია *de facto* სერწყმად რომ იქნეს მიჩნეული, ის უნდა აკმაყოფილებდეს რამდენიმე კრიტერიუმს. კრიტერიუმთა უნიფიცირებული ვარიანტი არ არსებობს. ის განსხვავებულია სამართლებრივი კუთვნილებისა თუ ეროვნული რეგულაციების მიხედვით (*path dependence*). მიუხედავად ამისა, ტრანზაქციის *de facto* სერწყმად კვალიფიცირებას შემდეგი ელემენტები უნდა ახასიათებდეს.

პირველი, სამიზნე საზოგადოება, როგორც საწარმო, ქონებრივი გასხვისების შემდგომ უნდა ინარჩუნებდეს ფუნქციონირების უწყვეტ ტენდენციას. ფუნქციონირების გაგრძელება ნიშნავს მენეჯმენტის უწყვეტობას, პერსონალის იდენტობას, საწარმოს ადგილმდებარეობის უცვლელობას, ქონებისა და ბიზნესსაქმიანობის ძირითადი ოპერაციული სტრატეგიების უწყვეტად განხორციელებას. ამასთან, თუ მყიდველი გამყიდველ საზოგადოებას გადაუხდის ნაღდ ფულს

<sup>1816</sup> მაგალითად, ტეხასის შტატის კანონმდებლობა კრძალავს *de facto* სერწყმის დოქტრინას. იხ. *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 294.

<sup>1817</sup> მაგალითად, ერთ-ერთმა სასამართლომ ტრანზაქციის *de facto* სერწყმის მიჩნევის წინაპირობად შეძენის მიერ სამიზნე საზოგადოებისთვის ანაზღაურების სახედ ეკვაირი კომპანიის აქციების გადახდა განსაზღვრა. იხ. *Armour-Dial, Inc. v. Alkar Engineering Corp.*, 469 F Supp 1198 (Ed Wis 1979).



მისი ტექნიკა-დანადგარებისა და სამეწარმეო საქმიანობის კონკრეტული მიმართულების (სფეროს) სანაცვლოდ, მაშინ გამყიდველი საწარმო რჩება ბიზნესში, არ წყვეტს ფუნქციონირებას, მაგრამ ტრანზაქცია არ იქნება *de facto* შერწყმის დოქტრინის სამიზნე ობიექტი.<sup>1818</sup>

მეორე, სამიზნე საზოგადოების აქციონერთა სტატუსის უწყვეტობა უნდა იყოს სახეზე. ეკვაიერი კომპანიის მიერ ანაზღაურების სახით საკუთარი აქციების გაცემა სამიზნე კომპანიის აქციონერთა შემოერთებას განაპირობებს. შესაბამისად, ტრანზაქცია აქციონერთა სტატუსის შეწყვეტას არ იწვევს. ამიტომ აღნიშნული დოქტრინა ქონებრივი შეძენის ტრანზაქციის სპეციფიკურ სახეზე ვრცელდება.

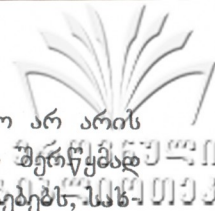
მესამე, პოსტტრანზაქციულ ეტაპზე სამიზნე საზოგადოება წყვეტს ჩვეულებრივ სამეწარმეო ოპერაციულ საქმიანობას და განიცდის ლიკვიდაციას, ან იშლება სამართლებრივად დადგენილი წესების დაცვით.<sup>1819</sup>

მეოთხე, შემსყიდველი კორპორაცია საკუთარი ნებით იღებს სამიზნე საზოგადოების იმ ვალდებულებებს, რაც ჩვეულებრივი სამეწარმეო საქმიანობის ჩვეულ რეჟიმში ფუნქციონირების განგრძობისთვის არის სუბსტანციური და საჭირო. აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ თუ სასამართლო გამოიყენებს<sup>1820</sup> და

<sup>1818</sup> Parson v. Roper Whitney, Inc., 586 F Supp 1447 (Wd Wis 1984).

<sup>1819</sup> Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 295-298.

<sup>1820</sup> სამოსამართლო პრაქტიკა *de facto* შერწყმის კუთხით განსაკუთრებულად დიფერენცირებულია. თვით აშშ-ში *de facto* შერწყმის დოქტრინას სხვადასხვა შტატის სამოსამართლო პრაქტიკა არ იზიარებს. უფრო მეტიც, მისი გამოყენება შეზღუდულია უმრავლეს შტატში. „*De facto* შერწყმის“ დოქტრინა უარყოფილია „დამოუკიდებელი საკანონმდებლო მნიშვნელობის“ („*independent statutory significance*“) დოქტრინით (იგივე, „*equal dignity*“ დოქტრინა). აღნიშნული დოქტრინის თანახმად, სახელმწიფოში მოქმედი საკორპორაციოსამართლებრივი ავტორიზებული რეგულაციები დამოუკიდებელი მნიშვნელობის მატარებელია იმდენად, რამდენადაც ერთი დებულების სუბსტანციური ეფექტურობა და პროცედურული მოთხოვნები არ შეიძლება დაბალანსდეს სხვა დებულებით, მიუხედავად იმისა, რომ მოწესრიგების სფერო და ობიექტი ერთი და იგივე შეიძლება იყოს, მაგრამ მოწესრიგების პროცედურული მოთხოვნები ერთმანეთისგან განსხვავებული. ლოგიკურად, „დამოუკიდებელი საკანონმდებლო მნიშვნელობის“ დოქტრინის მიხედვით, თუ კორპორაციის ქონებრივი გაყიდვა აკმაყოფილებს ტრანზაქციის კანონმდებლობით დადგენილ მოთხოვნებს, მაშინ კონტრაქტი ჩაითვლება ქონების გაყიდვად და არა შერწყმად. „დამოუკიდებელი საკანონმდებლო მნიშვნელობის“ დოქტრინა გამოყენებულ უნდა იქნეს მაშინ, როდესაც ქონების გაყიდვა არ იწვევს საზოგადოების დაშლას და გამყიდველი კორპორაცია ინარჩუნებს სამართალსუბიექტობა მინიმუმ იმ პერიოდის განმავლობაში, რაც საკმარისია მიღებული კონტრიბუციის საკუთარ აქციონერებზე განაწილებისთვის. იხ. Cox, Hazen, Business Organizations Law, 3<sup>rd</sup> ed., 2011, P. 614. აშშ-ში ყველაზე ცნობილი პრეცედენტული გადაწყვეტილება, რომელმაც დე-ფაქტო შერწყმის დოქტრინა უარყო, ეს არის Hariton v. Arco Electronics, Inc., 188 A.2d 123 (Del. 1963). იხ. Hurst, William, Cases and Materials on Corporations, 1999, P. 703-705; Oesterle, Mergers and Acquisitions, 2006, P. 79-80; Gevurtz, Corporation Law, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 614-617; Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials, 2000, P. 740-742; Ventoruzzo, Freeze-Outs: Transcontinental Analysis



დაეყრდნობა *de facto* შერწყმის დოქტრინას, მისთვის სავალდებულო არ არის ყველა ელემენტის არსებობა იმისთვის, რომ ტრანზაქცია დე ფაქტო შერწყმად დაკვალიფიცირდეს.<sup>1821</sup> თუ ზემოაღნიშნული ყველა ელემენტი იარსებებს, სასა-  
ეზე იქნება მშობელ-შვილობილ კომპანიას შორის ურთიერთობა. ასეთ დროს, სამართლებრივი მექანიზმი, ეფრაიზალის უფლების გამოყენების სანაცვლოდ, დისიდენტ აქციონერს ან კრედიტორს შესაძლებლობას აძლევს მშობელი კორ-  
პორაციის პასუხისმგებლობის საკითხი დააყენოს სუბსიდიარის ვალდებულები-  
სთვის გამჭოლი პასუხისმგებლობის პრინციპის საფუძველზე.<sup>1822</sup>

მსჯელობამ ცხადყო, რომ ორი სუბსტანციური ფუნქციური შედეგი გამომდინ-  
არეობს ტრანზაქციის *de facto* შერწყმად კვალიფიცირებიდან. პირველი, შემძენი  
კორპორაციის აქციონერები უფლებამოსილი იქნებიან საერთო კრება გამართონ  
და ზმა მისცენ (სასარგებლოდ ან საწინააღმდეგოდ) შერწყმის განხორციელე-  
ბას<sup>1823</sup> და მეორე, ხმის მიცემაზე უფლებამოსილ ყველა აქციონერს ეფრაიზალის  
უფლების გამოყენების საკანონმდებლო „ნებართვა გაუჩნდება.“<sup>1824, 1825</sup>

#### 4. მენეჯმენტის როტაცია

მენეჯმენტის როტაცია კორპორაციის რესტრუქტურიზაციის აბსოლუტური  
თანმდევი შედეგია.<sup>1826</sup> აქციონერთა უფლებების პოსტტრანზაქციული რეკლასი-  
ფიცირება მართვის ორგანოთა შემადგენლობაზე პირდაპირ აისახება. შეძენითი  
ტრანზაქცია კონცეფტუალურად განაპირობებს მენეჯმენტის ცვლილებას.<sup>1827</sup>  
კორპორაციის ორი სუბსტანციური ელემენტის, კონტროლისა და საკუთრების  
გამიჯვნის, ანალიზის ანალიტიკური ფაბულა, მენეჯმენტის რეკონსტრუირების  
საფუძველთა საფუძველს წარმოადგენს. ტრანზაქციაში მონაწილე ორივე

and Reform Proposal, Working Paper №137, 2009, P. 13, 31.

<sup>1821</sup> მაგ. იხ. New York v. National Service Industries, Inc., 460 F.3d 201 (2d. cir. 2006), Berg Chilling Systemm, Inc. v. Hull Corp., 435 F3d 455 (CA 2006), Forrest v. Beloit Corp., 278 F Supp 2d 471 (ED Pa 2003).

<sup>1822</sup> Kelly v. American Precision, Inc., 438 So 2d 29 . იხ. Presser, Piercing the Corporate Veil, 2011, P. 99-107.

<sup>1823</sup> Gevurtz, Corporation Law, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 699.

<sup>1824</sup> იხ. Heilbrunn v. Sun Chemical Corp. (Del. 1959).

<sup>1825</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 29.

<sup>1826</sup> არსებობს Manne's თეზისი, რომელის მიხედვით, მენეჯმენტის როტაცია გაცილებით მაღალია დაუფლების დროს ვიდრე შერწყმისას, ზოლო სამიზნე საზოგადოება, რომლის მენეჯმენტის რეინსტალირება განხორციელდა უარყოფით (earned negative abnormal returns) საერთო შემოსავალს ღებულობს. იხ. Manne, Mergers and the Market for Corporate Control, 73 Journal of Political Economy, 1965, P. 110 et seq. ასევე: Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials, 2000, P. 34-37. აღნიშნული თეზისის სისწორე კითხვის ნიშანს მოიცავს. მაგ., შეად. Romano, Foundations of Corporate Law, 1993, P. 248.

<sup>1827</sup> Galpin, Herndon, The Complete Guide to Mergers and Acquisitions, 2007, P. 59-64.



(შემძენი და შესაძენი) კორპორაციის მენეჯმენტის შემადგენლობა განსხვავებული ხარისხით გადახალისდება.<sup>1828</sup> გადახალისების კომპეტენცია „კონტროლის კონტროლის“ განმახორციელებელ „ზემდგომი“ ორგანოს ხელშია. შესაბამისად, შემძენი საზოგადოების დირექტორატისა თუ სამეთვალყურეო საბჭოს შემადგენლობის ცვლილება აქციონერთა ნებაზეა დამოკიდებული.<sup>1829</sup> თუ სამიზნე საზოგადოების აქციონერთა კონტრიბუცია შემძენი კორპორაციის „ორიგინალ“ აქციონერთა სტრუქტურას იმდენად შეასუსტებს, რომ გადაწყვეტილების მიღებაზე არსებითი გავლენის მოხდენა „შემოსულ“ აქციონერთა ძალაუფლებას დაემორჩილება,<sup>1830</sup> მაშინ ეკვაიერი კომპანიის დირექტორატი და სამეთვალყურეო საბჭო ფუნდამენტური გადახალისების ობიექტად იქცევა.<sup>1831</sup> რეორგანიზაციული ტიპის ტრანზაქციისა თუ კონტროლის გაყიდვის ევენტუალური შედეგი მენეჯმენტის ცვლილებაა. ამიტომ, ტრანზაქციის ფორმირებისას, ხშირად, დირექტორთა ფიდუციურ მოვალეობათა დაცვა<sup>1832</sup> არსებული მენეჯმენტის მხრიდან კითხვის ნიშნის ქვეშ დგება.<sup>1833</sup> დირექტორი ფიდუციარია. დირექტორის ქმედებას კეთილსინდისიერების ამაღლებულ კატეგორიას საკუთრებისა და კონტროლის გამიჯვნის კორპორაციულსამართლებრივი ნოტაცია განაპირობებს. კორპორაციულ კომბინაციაში დირექტორის ფიდუციური სტანდარტის საზომი სასწორი მართვის თეორიაშია,<sup>1834</sup> რომელიც, თავის მხრივ, თავისუფალი სახსრების მიმოქცევის თეორიიდან<sup>1835</sup> მომდინარეობს. თავისუფალი სახსრების თეორია მართვის თეორიის პროვაიდერია, რომელიც *ჯენსენიდან* იღებს სათავეს.<sup>1836</sup> მართვის თეორია ხსნის, რომ დირექტორის მოვალეობა კომპანიის სიდიდის შკალაზე ოპტიმალური დონის ან უკეთესი შედეგის დაფიქსირებაა. კომპანიის ეკონომიკური ზრდა მენეჯმენტის ძალაუფლებას ზრდის, რამდენადაც იზრდება მისი კონტროლის ქვეშ არსებული კაპიტალის რაოდენობრივი

<sup>1828</sup> *Gevurtz, Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 712.

<sup>1829</sup> *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol.5, 2011, P. 489-503, 523.

<sup>1830</sup> აღწერილ სიტუაციაში ეკვაიერი კორპორაციისგან თავდაცვის საშუალებად სამიზნე საზოგადოება ხშირად „განგრძობადი დირექტორის“ (*“continuing director“*) ან „მკვდარი ხელის“ (*“dead hand“*) უფლების დებულებას იყენებს, რაც არსებული მენეჯმენტის უფლებამოსილების ერთგვარი გაგრძელების საფუძველი ხდება, ხოლო სამომავლო ბორდის კომპეტენციას ზღუდავს, რამდენადაც, აღნიშნული დებულება აქციონერთა უფლებათა გვეგმის შეცვლას და მასში განსაზღვრულ უფლებათა შემცირებას ტრანზაქციის გვეგმის მიღების დღეს მოქმედი მენეჯმენტის ექსკლუზიურ კომპეტენციად განსაზღვრავს. იხ. *Radin, The Business Judgment Rule*, vol. III, 2009, P. 3258-3292; *Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials*, 2000, P. 325-328.

<sup>1831</sup> *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 2, 2010, P. 86-94.

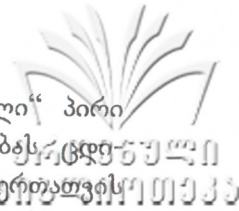
<sup>1832</sup> *Radin, The Business Judgment Rule*, vol. I, 2009, P. 796-846.

<sup>1833</sup> *Gevurtz, Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 666.

<sup>1834</sup> ე.წ. *agency theory*.

<sup>1835</sup> ე.წ. *free cash flow theory*.

<sup>1836</sup> *Frensch, The Social Side of Mergers and Acquisitions*, 2007, P. 30.



მაჩვენებელი. „ძალაუფლების“ გაზრდის პირობებში „აღმასრულებელი“ პირი გამოთავისუფლებული ფულადი სახსრების კორპორაციაში დატოვებას ცდილობს. თავისუფალი სახსრების კორპორაციაში დატოვება აქციონერთათვის ნამეტი კაპიტალის დივიდენდის სახით გაუნაწილებლობაში მდგომარეობს. კორპორაციული ტრანზაქციის დროს კი შედეგი სხვაგვარად შეიძლება დადგეს: თუ დივიდენდის გაცემისას ღირექტორის „ძალაუფლების“ შესუსტების საშიშროება არსებობს, სხვა საწარმოს შეძენა თავისუფალი სახსრების მასიური განკარგვის საშუალებას იძლევა ისეთ პირობებში, როდესაც ღირექტორატის გავლენა შემოერთებული ან შეძენილი საწარმოს ქონებრივი სიკეთის ხარჯზე, შემცირების ნაცვლად, იზრდება.<sup>1837</sup> აღნიშნული მოცემულობა გამოყენებადია შემძენი კორპორაციის მენეჯმენტის მიმართ. მთავარია მათ სამიზნე საზოგადოების შეფასებაში შეცდომა არ დაუშვან და ტრანზაქციის შესახებ მიღებული გადაწყვეტილება ჰაბრის ჰიპოტეზის არსით გაჯერებული არ იყოს.<sup>1838</sup>

ზემოაღნიშნულის საპირწონედ, თუ ეკვაირი საზოგადოების პრეტრანზაქციული ხედვა და უცხო კომპანიის დაუფლების მოტივატორი სამიზნე კომპანიის რეალური ღირებულების შეფასება და პოტენციალის ეკონომიკურ-სამართლებრივი ანალიზია,<sup>1839</sup> სრულიად შესაძლებელია, რომ პოტენციალისა და სარგებლის განმაპირობებელ ფაქტორად არასწორი კორპორაციული მართვის ელემენტები, ინტერესთა კონფლიქტი და „პრინციპალ-აგენტის“ პრობლემები გამოიკვეთოს.<sup>1840</sup> ლოგიკურია, რომ შემძენი საზოგადოების სამიზნე საზოგადოებასთან კომბინაციაში შესვლის პერსპექტივა კორპორაციული მართვის გაუმჯობესებით ეკონომიკური ეფექტურობის<sup>1841</sup> მაქსიმიზირებაა.<sup>1842</sup>

კორპორაციული მართვა, ეკონომიკურ კონტექსტში, საწარმოს მარკეტინგულ მართვას უკავშირდება. „ღია“ კორპორაციაში, რომლის აქციათა გარკვეულ ნაწილს ღირექტორატი ფლობს, არასწორი მართვის ღირებულება იზრდება და ის ვრცელდება ყველა აქციონერის სარგებლიანობაზე და საზოგადოების სრული შეწონილი სარგებლიანობის მაგნიტუდის განმსაზღვრელია.<sup>1843</sup> ბუნებრივია, ტრანზაქციის მომზადების ეტაპზე ეკვაირი კორპორაციის მენეჯმენტმა უკვე იცის და დაგეგმილი აქვს სინერგიზმის მიღწევის კონკრეტული კორპო-

<sup>1837</sup> Jensen, Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers, The American Econ. Rev., 1986, P. 323-329.

<sup>1838</sup> Frensch, The Social Side of Mergers and Acquisitions, 2007, P. 31.

<sup>1839</sup> Vishwanath, Krishnamurti, Value Drivers and Target Valuation, 2008, P. 57-63.

<sup>1840</sup> Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 6.

<sup>1841</sup> Frensch, The Social Side of Mergers and Acquisitions, 2007, P. 48.

<sup>1842</sup> Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 7-9.

<sup>1843</sup> Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 11-12.



რაციული სტრატეგია.<sup>1844</sup> თუ ტრანზაქციის მომზადების ეტაპზე წინა პლანზე სამიზნე კომპანიის მენეჯერიალისტური სეგმენტების სისუსტეა წარმოადგენს საც ფინანსური და სამართლებრივი “due diligence” კომპეტენტური დასკვნით დაადასტურებს, მაშინ გარდაუვალია სამიზნე კორპორაციის მენეჯმენტის რო-ტაცია.<sup>1845</sup> აღნიშნული ჰიპოთეტური მსჯელობა მოქმედია მხოლოდ ქონებრივი ან წილობრივი შეძენის დროს, რომელსაც შერწყმა არ მოჰყვება.<sup>1846</sup> შერწყმის ან კონსოლიდაციის შემთხვევაში, სამიზნე საზოგადოების მენეჯმენტის ეპოქა სრულდება, ხოლო აქციონერები ახალი მართვის ორგანოთა პირობებში აგრძე-ლებენ, ასევე, ახალ საზოგადოებაში კანონმდებლობით, უფლებამონაცვლეობათა დოქტრინითა.<sup>1847</sup> თუ წესდებით მინიჭებულ და დადგენილ უფლებამოსილე-ბებს.<sup>1848</sup> ნებისმიერ შემთხვევაში, რესტრუქტურირებულ საზოგადოებაში აქ-ციონერთა სტრუქტურის ცვლილება მენეჯმენტის ცვლილების ან სრულიად ახალი წევრებით ფორმირების საფუძველი ხდება, რაც ყოველი კონკრეტული ფაქტობრივი გარემოების ანალიტიკურ ობიექტივში უნდა გატარდეს.

## 5. ლიკვიდაცია

სამიზნე საზოგადოების ფულით ქონებრივი ან წილობრივი შეძენის შედეგი, ალბათობის მაღალი ხარისხით, ლიკვიდაციაა.<sup>1849</sup> ლიკვიდაცია<sup>1850</sup> განსხვავებუ-ლია პარტნიორთა ინვესტირებული კაპიტალის საწყისი (ორიგინალი) კორპო-რაციის ფუნქციონირების შეწყვეტისგან,<sup>1851</sup> რომელიც რეორგანიზაციისას აქ-ციონერის სტატუსის შეწყვეტის გარეშე სრულდება.<sup>1852</sup> ლიკვიდაციის არსი,<sup>1853</sup>

<sup>1844</sup> Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, 1986, P. 387-400.

<sup>1845</sup> Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, 1986, P. 371-386.

<sup>1846</sup> Oesterle, Mergers and Acquisitions, 2006, P. 7, 10-13, 16.

<sup>1847</sup> Brown, Grandfathering Can Seriously Damage Your Wealth: Due Diligence in Mergers and Acquisitions of Medical Device Companies, 36 Gonz. L. Revv., 2001, P. 319.

<sup>1848</sup> Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 2, 2010, P. 29-34.

<sup>1849</sup> Oesterle, Mergers and Acquisitions, 2006, P. 12.

<sup>1850</sup> Vishwathath, Krishnamurti, Bankruptcy and Reorganization, 2008, P. 333.

<sup>1851</sup> Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 16A, 2012, P. 352-359.

<sup>1852</sup> მას, სხვაგვარად, „არაგაკოტრებით რეორგანიზაციას“ უწოდებენ. იხ. Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 544-545.

<sup>1853</sup> შეძენა/შერწყმის პოსტტრანზაქციულ ეტაპზე ლიკვიდაცია, ხშირად, გამოიყენება “going concern“-ის ღირებულებისა და ხარჯების შესამცირებლად იმ მარტივი მიზეზის გამო, რომ, როგორც წესი, ლიკვიდაციის ღირებულება უფრო ნაკლებია, ვიდრე საზოგადოების “going concern“-ის ხარჯები. ბუნებრივია, რომ უკანასკნელი გარემოება „დახურული“ სამეწარმეო საქმიანობის მქონე სამიზნე საზოგადოების შეძენას ეხება, რომლის განსაჯარობა დღის წესრიგში დგება ტრანზაქციის შედეგთა ინტეგრირების ეტაპზე. იხ. Lopucki, Mirick, Strategies

არაგაკოტრებით რეჟიმში,<sup>1854</sup> არამედ საზოგადოების ქონების ნებაყოფლობით<sup>1855</sup> განაწილებაშია,<sup>1856</sup> რომლის შედეგთა ინტეგრირება სააქციო საზოგადოების ორგანიზაციული მართვის სტრუქტურულ ელემენტთა და მისი არსის მართვით მიღებულ ორგანულ სუბსტანციურ ნიშანთა ტერმინაციას იწვევს. ლიკვიდაციის პროცესში ხდება კრედიტორთა მოთხოვნების დაკმაყოფილება და ნარჩენი ქონების აქციონერთა შორის წილთა *pro rata* ბაზისზე განაწილება,<sup>1857</sup> რაც აქციონერის საკუთრებიდან გამომდინარე უფლებაა.<sup>1858</sup> კორპორაციათა რესტრუქტურიზაციის განსაკუთრებულად სპეციფიკურ გამოვლინებად შეიძლება ჩაითვალოს კომპანიის ლიკვიდაცია.<sup>1859</sup>

განსხვავებით სამიზნე კომპანიის აქციებით მთლიანი ქონებრივი თუ წილობრივი შეძენის ან შერწყმის კორპორაციის სამართალსუბიექტის ეკონომიკური „თამაშის“ დასრულებისკენ მიმართული ბოლო ქმედებისგან,<sup>1860</sup> სადაც აქციონერთა აბსოლუტურ უმრავლესობას ინვესტირებული კაპიტალის ახალი მენეჯმენტისა და სხვა სამართალსუბიექტის საშუალებით მართვის შანსი ეძლევა,<sup>1861</sup> ლიკვიდაციის ეტაპზე ქრება არსებული ორგანიზაციული წარმონაქმნი (ხდება რეესტრიდან ამოშლა, საიდენტიფიკაციო კოდის დეაქტივაცია),<sup>1862</sup> წყდება აქციონერთა სტატუსი და ხდება ეკონომიკურ მიმოქცევაში არსებული აქციონერთა კაპიტალის ბრუნვიდან ამოღება.<sup>1863</sup>,<sup>1864</sup> სახეზეა დაფუძნების რევერსული პროცედურული კორპორაციული ქმედება. რეორგანიზაციული ტიპის ტრანზაქციათა პარალელურ სამართლებრივ რეჟიმს დაქვემდებარებულ ტრანზაქციულ კატეგორიად, ინტეგრირებული შედეგების მიხედვით, სამართალსუბი-

for Creditors in Bankruptcy Proceedings, 2007, P. 10-12; *Glein*, The Law Governing Liquidation, 2002, P. 68-70.

<sup>1854</sup> *Tabb*, Bankruptcy Anthology, 2002, P. 160-166.

<sup>1855</sup> „ნებაყოფლობითობა“ აქციონერთა ნების თავისუფალი გამოვლენით კორპორაციის სალიკვიდაციო რეჟიმში გადაყვანას გულისხმობს, სადაც საკანონმდებლო იძულებითი ლიკვიდაციის წინაპირობები არ არსებობს. იხ. *Tabb*, Bankruptcy Anthology, 2002, P. 141-155. ქართული კანონმდებლობა ნებაყოფლობითობის დათქმას „მეწარმეთა შესახებ“ კანონის მე-14 მუხლის პირველ პუნქტში აკეთებს. შეად. *Depamphilis*, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 621.

<sup>1856</sup> *Fletcher*, Fletcher Cyclopaedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 16A, 2012, P. 63-67.

<sup>1857</sup> *Lopucki*, *Mirick*, Strategies for Creditors in Bankruptcy Proceedings, 2007, P. 17, 204-207.

<sup>1858</sup> *Hasnmann*, Ownership of Enterprise, 1996, P. 18.

<sup>1859</sup> შეად. *Vishwahath*, *Krishnamurti*, Bankruptcy and Reorganization, 2008, P. 333-337.

<sup>1860</sup> *Gevurtz*, Corporation Law, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, P. 661.

<sup>1861</sup> *Cox*, *Hazen*, Treatise on The Law of Corporations, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, 2010, P. 5-10.

<sup>1862</sup> *Fletcher*, Fletcher Cyclopaedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 14A, 2008, P. 514.

<sup>1863</sup> *Kuney*, Mastering Bankruptcy, 2008, P. 139-144.

<sup>1864</sup> აღსანიშნავია, რომ კორპორაციულად მოწყობილი კაპიტალური საზოგადოების ერთ-ერთ მთავარ ორგანულ გამოვლინებად კაპიტალის „ჩაკეტვის“ (*capital lock-in*) ფუნქციას უკავშირებენ. მისი არსი მდგომარეობს კორპორაციის მიერ შენატანზე საკუთრების მოპოვებიდან, რაც, დამკვიდრებული შეხედულების მიხედვით, მას ამხანაგური ტიპის საზოგადოებისგან განასხვავებს. იხ. *Stout*, On The Nature of Corporations, 2005, P. 254-259.



ექტობის სრულად შეწყვეტის ბაზისი, სალიკვიდაციო ცვლილება უნდა იქნეს განხილული, ანუ ტრანზაქციულ ქმედებაზე დაფუძნებულ ფუნდამენტურ ცვლილებას სალიკვიდაციო ეფექტის<sup>1865</sup> კომბინაცია უნდა ეწოდოს.

ლიკვიდაცია, როგორც განსაკუთრებული ფენომენი, მეწარმე-სუბიექტთა ორგანიზაციულ სამართალში ჩამოყალიბებული და დამკვიდრებული ინსტიტუტია. მისი „სტრუქტურულ ცვლილებათა“ კონტექსტუალურ ჭრილში განხილვა, მიზნობრივი და ეტიმოლოგიური განმარტებით, არ ხდება.<sup>1867</sup> თუმცა, ლიკვიდაციის გაანალიზება „კონსტრუქციულ ცვლილებათა“ განზომილებაში სწორი დივერგენსული მიდგომაა. უკანასკნელი მოცემულობის არგუმენტირება კორპორაციულად მოწყობილი ორგანიზაციული ერთობის არსობრივი განმარტებითაა შესაძლებელი. პირთა ორგანიზებულ კავშირს კანონი სამართლებრივი ფორმით (ეკონომისტთა გაგებით, „მეთოდით“)<sup>1868</sup> უზრუნველყოფს. წინარე სახელშეკრულებო სტრატეგიების იურიდიული სტატუსის მქონე კონსტრუქციაში მოქცევით პირთა ჩვეულებრივ ორგანიზაციული ტიპის გაერთიანებას კონსტრუქციული სახე ეძლევა და ის გამყარებულია საკანონმდებლო იმპერატივიზმების<sup>1869</sup> საშუალებით.<sup>1870</sup> ორგანიზაციული წარმონაქმნის სამართლებრივ ჩარჩოებში მოქცევის მომენტიდან ყალიბდება პირთა სამართლის ნორმებით ორგანიზებული სამართლებრივ-ეკონომიკური ერთობა, ე.ი. კორპორაცია.<sup>1871</sup> კორპორაციის ფორმირება ნორმატიულად შემოთავაზებული და დადგენილი სტრუქტურული ელემენტების პრაქტიკულ შემთხვევაზე მორგებით აქტივაციას განაპირობებს. პირთა და ქონების გაერთიანების საფუძველზე<sup>1872</sup> სამართალსუბიექტის კონსტრუქციაში მოქცეული *sue generis* აგრეგატი,<sup>1873</sup> იურიდიული პირის სტატუსის მინიჭებისთანავე ხდება პოტენციურ სტრუქტურულ ცვლილებათა სამიზნე ობიექტი.<sup>1874</sup> სხვა სიტყვებით, დაფუძნების კორპორაციულ-ადმინისტრაციული

<sup>1865</sup> აქცენტის გაკეთება „სალიკვიდაციო ეფექტზე“ განაპირობა იმან, რომ სამიზნე საზოგადოების ფულით შეძენის შემდგომ, კორპორაცია ავტომატურად არ იშლება. მას გააჩნია ქონება ფულის სახით და შეუძლია ფუნქციონირების ფორმალური შენარჩუნება. მისი ლიკვიდაცია პარტნიორთა ნებაზეა დამოკიდებული, თუკი ისინი მოინდომებენ მიღებული შემოსავლის სალიკვიდაციო დივიდენდის სახით განაწილებას. იხ. *Maffia v. Americann Woolen Co.*, 125 F Supp 465 (SDNY). მითითებულია: *Fletcher*; *Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 16A, 2012, P. 14.

<sup>1866</sup> *Fletcher*, *Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 16A, 2012, P. 13-15.

<sup>1867</sup> შეად. *Fletcher*; *Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 16A, 2012, P. 15-16.

<sup>1868</sup> *Posner*, *The Economic Analysis of Law*, 2007, P. 409.

<sup>1869</sup> შეად. *Gordon*, *The Mandatory Structure of Corporate Law*, in: *Romano*, *Foundations of Corporate Law*, 1993, P. 108-115.

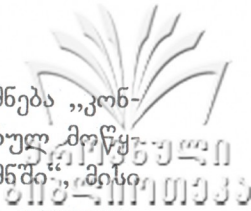
<sup>1870</sup> *Cox*, *Hazen*, *Treatise on The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 2, 2010, P. 159-160.

<sup>1871</sup> *Fletcher*, *Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 1, 2006, P. 45-47.

<sup>1872</sup> იხ. ბურდული, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 401-402.

<sup>1873</sup> *Romano*, *Foundations of Corporate Law*, 1993, P. 103-108.

<sup>1874</sup> *Glein*, *The Law Governing Liquidation*, 2002, P. 66-72.



აქტის ბაზისზე ყალიბდება პირთა სპეციფიკური გაერთიანება და იქმნება „კონსტრუქციული წარმონაქმნი“, რომელიც განსაზღვრულ სტრუქტურულ მოწყობას ექვემდებარება. „კორპორაციულ კონსტრუქციულ წარმონაქმნი“ მისი ფუნქციონირებისას, შესაძლებელია ინტერნალური სტრუქტურული ცვლილება, დაწყებული აქციონერთა სტრუქტურიდან დამთავრებული სამართლებრივი ფორმის ცვლილებით, და ექსტერნალური ცვლილება, დაწყებული კორპორაციული ტრანზაქციებით და დამთავრებული კორპორაციული კონტროლის ბაზრით (*market for corporate control*).<sup>1875</sup> ლოგიკურია, რომ პირთა გაერთიანების მეწარმე სუბიექტის სტატუსის არსებობის დროს განხორციელებული ნებისმიერი ცვლილება განხილულ უნდა იქნეს „სტრუქტურულ ცვლილებად“, რომელიც არ არის მისი სუბსტანციური, კერძოდ, „კონსტრუქციული ტერმინაცია.“

სტრუქტურა ემსახურება კორპორაციის ეკონომიკურ-სამართლებრივ ურთიერთობაში მონაწილეობას, ე.ი. ის პირთა აგრეგატის ფუნქციონირების ბერკეტია და ხელს უწყობს მეწარმე სუბიექტს ნორმატიულად თუ კაპიტალის ბაზარზე დადგენილ „თამაშის წესებს აჰყვეს“ და „კორპორაციულ ცხოვრებაში“ მათი ადეკვატური ადაპტირება განახორციელოს. ორგანიზაციის ეკონომიკურ და სამართლებრივ ურთიერთობაში აქტიური მონაწილეობის ევენტუალური შედეგები კორპორაციის სტრუქტურაზე უდავოდ გავრცელდება. უფრო მეტიც, ეს მისი განვითარებისა და წარმატების აუცილებელი წყაროა. მაგრამ აქ საუბარია მხოლოდ „სტრუქტურულ ცვლილებაზე“. ლიკვიდაციის არსი კი სტრუქტურულ ცვლილებას არსობრივად გამოირიცხავს. „ლიკვიდაცია“ სამეწარმეო „თამაშიდან“ კანონმდებლობით დადგენილი წესების დაცვით გასვლას გულისხმობს. აზრი სხვა სიტყვებით რომ განიმარტოს, ლიკვიდაცია დაფუძნებისას ფორმირებული კონსტრუქციული წარმონაქმნის ოპოზიტური კორპორაციული ქმედებაა. ეს არის დეკონსტრუქცია ანუ ჩამოყალიბებული სტრუქტურული ელემენტების საკანონმდებლო დონეზე განსაზღვრული წესებით „დემონტაჟი“. ის იწვევს პირთა „სუე გენერული“ გაერთიანების დაშლას და მის ჩამომყალიბებელ პირთა (აქციონერთა) მიერ დაბანდებული კაპიტალის დეინვესტირებას. ლიკვიდაციის ეტაპზე ფიგურირებს ორგანიზაციის დასრულების ორგანიზებული პროცესი. შესაბამისად, არ შეიძლება გამოყენებულ იქნეს „ლიკვიდაცია“ და „რეორგანიზაციული ცვლილება“ ურთიერთჩანაცვლებად ან/და ერთი და იმავე შინაარსის ამსახველ ორ სხვადასხვა ტერმინად.<sup>1876</sup> ისინი პროცედურული, არსობრივი და შედეგობრივი კუთხით დიფერენცირებული კორპორაციული აქტივობებია. რეორგანიზაცია კომპანიის იმ მოთხოვნათა და ინტერესთა (წილთა) სრული მოცულობით გაყიდვაა, რომელსაც მონაწილე სუბიექტები, ამ კომპანიაში ან მის მიმართ, ფლობენ, ანუ ეს არის სუბიექტის ინტერესის

<sup>1875</sup> Romano, Foundations of Corporate Law, 1993, P. 157-251.

<sup>1876</sup> Fletcher, Fletcher Cyclopaedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 16A, 2012, P. 8-10, 13-15.



„პირადი ლიკვიდაცია“. „გაყიდვა“, რა თქმა უნდა, ჰიპოტეტური დატვირთვის მატარებელია. სამიზნე კორპორაციის მიმართ არსებული ყველა მოთხოვნა და ინტერესი რეორგანიზაციის შედეგად ჩამოყალიბებულ კომპანიაზე გადადის. ამიტომ, რეორგანიზაციას ლიკვიდაციის ალტერნატივასაც (და არა რეინტეგრაციას) უწოდებენ.<sup>1877</sup>

ნაღდი ფულით სამიზნე საზოგადოების მთლიანი ან თითქმის მთლიანი შეძენა ლიკვიდაციის გადაწყვეტილების მიღების ბაზისს წარმოადგენს. სამიზნე საზოგადოება ან/და მისი აქციონერები აქციათა ფულად გასხვისებას ინვესტიციის პლატფორმის შეცვლის ან დეინვესტირების მოტივით ასრულებენ. მოტივის დასრულებული სახით რეალიზაცია მიღებული ფულის განაწილებითაა შესაძლებელი.<sup>1878</sup> ფულის სანაცვლოდ საზოგადოების ქონებრივი თუ წილობრივი შეძენის შემდგომ ეტაპზე მიღებული წმინდა შემოსავლის აქციონერთა შორის განაწილება, როგორც წესი, ლიკვიდაციის ინსტიტუტის გამოყენებით ხდება.<sup>1879</sup>

განვითარებული ანალიზი ცხადყოფს, რომ ტრანზაქციათა განსაზღვრული სპექტრი რეორგანიზაციული ტიპის რესტრუქტურიზაციას განაპირობებს, ხოლო მეორე ტიპის ტრანზაქციები – კონსტრუქციულ ცვლილებას.<sup>1880</sup> რეორგანიზაციული რანგის რეკონსტრუქცია, რომლის სუბტიპები ორგანიზაციული და ტიპოლოგიური კონვერსიაა, სალიკვიდაციო ეფექტის მქონე ანუ დეკონსტრუქციული რანგის ცვლილებას ოპონირებს. ისინი ერთმანეთისგან დივერგენსული ბუნებით განირჩევიან. ნებისმიერ შემთხვევაში, აქციონერთა უფლებები ემიჯნება აღნიშნულ ცვლილებათა შეპირისპირებით წარმოშობილ კონტრასტს. ორივე შემთხვევაში, უფლებათა დაცულობა საკორპორაციო და სამოქალაქო სამართლებრივი რეგულაციების ობიექტს წარმოადგენს, რამეთუ ინვესტორის (აქციონერის) უფლება ყველა ტიპის სტრუქტურულ ცვლილებებსა თუ სალიკვიდაციო რეჟიმში განსაკუთრებული დაცვის სფეროს განეკუთვნება.<sup>1881</sup> უფლებებისა და მათი დაცვის სპეციფიკა აქციონერის, როგორც საზოგადოების

<sup>1877</sup> იხ. *Bebchuk, A New Approach to Corporate Reorganization*, 1990, P. 150-157.

<sup>1878</sup> *Oesterle, Mergers and Acquisitions*, 2006, P. 12.

<sup>1879</sup> *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 14A, 2008, P. 515-520.

<sup>1880</sup> შეად. *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5<sup>th</sup> ed., 2010, P. 615-618.

<sup>1881</sup> აქციონერთა უფლებების დაცვა მენეჯმენტის ან/და ლიკვიდატორის მიერ სალიკვიდაციო პროცესის არასწორად წარმართვის შედეგად წარმოშობილ ინტერესტთა კონფლიქტს უკავშირდება. ლიკვიდაციის ეტაპზე კორპორაციის კრედიტორი (კორპორაციის მიმართ მოთხოვნის უფლების მქონე ნებისმიერი მესამე პირი) უფრო მეტი დაცულობით სარგებლობს, რომელსაც ლიკვიდაციის პროცესის კონტროლის, არსებული ვალდებულების ვადაზე ადრე შესრულების და *ceteris paribus* მექანიზმები საკანონმდებლო დონეზე აქვს მინიჭებული. იხ. მეწარმეთა შესახებ კანონის მე-14 მუხლი. ასევე, იხ. *Tabb, Bankruptcy Anthology*, 2002, P. 361-398.

კაპიტალით უზრუნველყოფისა და მეწარმე სუბიექტის სტრუქტურული ერთეულების მაფორმირებელი „ზემდგომი ორგანოს“ კორპორაციულად სტრატეგიულ ფუნქციაში ვლინდება, რომლისაც საკუთრებაზე პირდაპირი კონტროლის მენეჯმენტისათვის დელეგირება და „კონტროლის კონტროლის“ მექანიზმი, საკორპორაციო<sup>1882</sup> და კაპიტალის ბაზრის სამართლში,<sup>1883</sup> სუბსტანციურ ფუნქციურ და ფუნქციონალურ დატვირთვას სძენს.

მცირე დასკვნის სახით შეიძლება ითქვას, რომ სს-ის კონსტრუქციულ ცვლილებათა ანთოლოგია საწარმოთაშორის შეძენა/შერწყმის ტრანზაქციის იმპლემენტირების ინტერაქციულ შედეგს წარმოადგენს. საწარმოს სტრუქტურულ ელემენტთა პოსტტრანზაქციული მდგომარეობა ტრანზაქციის სახეობათა ცვლასთან ერთად ლავირებს. სს-ის სტრატეგიული რეკონსტრუქციის სტიგმა ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმისა და მისი ფუნქციონალური დატვირთვის ცვლილებაა. ორგანიზაციული და ფუნქციონალური რეკონსტრუქცია, აქციონერთა რეკლასიფიცირების გარეშე, გამორიცხულია. რეკლასიფიცირება ვრცელდება აქციონერთა სტრუქტურასა და მათ უფლებრივ კატალოგზე. საკორპორაციო სამართალში, უფლებრივი დეველვაციის სტრატეგიული დაცვის სისტემურად ჩამოყალიბებული მექანიზმებიდან, დომინირებული მდგომარეობა გასვლის სტრატეგიასა და დეინვესტირების ადეკვატური კომპენსაციის მიღების შესაძლებლობის საგარანტიო ნორმატივებს უკავია. რა თქმა უნდა, სტრუქტურულ ცვლილებათა პარალელურად, კორპორაციული კომბინაცია ისეთი კლასის კონსტრუქციულ ცვლილებასაც იწვევს, როგორიც ლიკვიდაციაა. ეს უკანასკნელი საწარმოს ფუნქციონირების შეწყვეტის ბაზისია.

## 6. სინერგიზმი რეკონფიგურირებულ სააქციო საზოგადოებაში

### 6.1. სინერგიზმის კონცეფტუალური არსი

შეძენითი ტრანზაქცია კორპორაციული სტრატეგიის ნაწილია, რომელიც კომპანიათა მჭიდრო ინტეგრირებიდან გენერირებული სინერგიზმის<sup>1884</sup> ეფექტზე, ეკონომიკურ მასშტაბებსა<sup>1885</sup> და სხვა სარგებელთა მიღების პერსპექტივაზეა

<sup>1882</sup> მაგ. იხ. *Jensen, Meckling*, The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, October, 1976, Vol. 3, No. 4, P. 305-360; *Romano*, Foundations of Corporate Law, 1993, P. 7-127.

<sup>1883</sup> *Steinberg*, Understanding Securities Law, 5<sup>th</sup> ed., 2009, P. 141-142.

<sup>1884</sup> *Haspeslagh, Jemison*, Managing acquisitions: Creating value through corporate renewal, The Free Press, New York, 1991, P. 22.

<sup>1885</sup> *Scherer*, Industrial Market Structure and Economic Performance, 1980, P. 81-104.



დამყარებული. სინერგიზმი, ანუ ეკონომიკური სარგებელი სასურველი ინტეგრაცილი კავშირის შედეგია.<sup>1886</sup> სინერგეტიკის პრესკრიფცია პრეტრანზაქციულ ეტაპზე სრულდება,<sup>1887</sup> ხოლო მისი ემპირიული კვლევა ფაქტობრივი მონაცემთა ბაზისზე - პოსტტრანზაქციულ ეტაპზე. პირველ შემთხვევაში, ის განხილვება როგორც სამიზნე საწარმოს შეძენის მოტივატორი და ტრანზაქციის ინტეგრირების პოტენციური სარგებლის მაჩვენებლის ერთიანი სურათის შექმნის მექანიზმს წარმოადგენს. მეორე შემთხვევაში, იმპლემენტირებული ტრანზაქციის შედეგები ანალიზდება.

დაუფლებით განხორციელებული რესტრუქტურიზაციის სუბსტანცია შეძენის შედეგების სიმეტრიულია. შესაბამისად, დაუფლების მოტივთა დიაპაზონური კლასიფიკაცია კორპორაციული კომბინაციების ჰიპოტეზური შეხედულებების არეალში სრულდება. მოტივთა შორის უმთავრესი სამიზნე საზოგადოების სინერგიზმის პოტენცია, მისი წარმომშობი ეკონომიკური წყარო და საზღვრებია. ეკონომიკური სარგებლის შინაარსობრივად მაფორმირებელი სხვადასხვა ელემენტი არსებობს: სამიზნე საწარმოს შესახებ კაპიტალის ბაზარზე მნიშვნელოვანი ინფორმაციის არარსებობა, ან მეწარმე სუბიექტის საბაზრო მენეჯმენტის არაეფექტურობა, ან საგადასახადო დანაზოგების არაეფექტურად გამოყენება, რომელთა რეალური გამომუშავება არსებული მენეჯმენტის ჩანაცვლებით არის შესაძლებელი.<sup>1888</sup>

სამიზნე საზოგადოების შეძენის განმსაზღვრელი ცვლადი რანდუმის შინაარსია, რომელიც სამიზნე საწარმოს მიმდინარე საბაზრო ღირებულებაა. როდესაც ცვლადი რანდუმი აღემატება მის შინაარსს (ანუ მეტია სამიზნე კომპანიის მიმდინარე საბაზრო ღირებულებაზე, მაგრამ ნაკლები რეალურ ფასზე), მაშინ შეძენის ოფერტი კეთდება. ოფერტი შინაარსობრივად მხოლოდ მაშინ მოწმდება, თუ ის განსაკუთრებით მაღალ ფასს მოიცავს. მიუხედავად ამისა, შეძენის შედეგები ამ ეტაპზე არ ანალიზდება. დაუფლების შედეგები რანდუმის ცვლილებების სიმეტრიულია და ის უარყოფითისკენ მიისწრაფვის. ასეთ შემთხვევაში დაუფლების პრემიუმდირებულება რანდუმში ცდომილებაა.<sup>1889</sup> ეკვაიერის მიერ გაკეთებულ ოფერტის სიმეტრიული შეფასება წარსული შეცდომებისა და არსებული მენეჯმენტის მიერ მანამდე პოტენციურად გასაკეთებელ ოფერტთა შესაძლებლობის ანალიზზეა დამყარებული. განხორციელებული ანალიტიკური კვლევა შეძენის, შესაბამისად, კორპორაციული რესტრუქტურიზაციის წარმატებულობის მაგნიტუდას განსაზღვრავს. შეძენითი კომბინაციის დაწყებისა და შესრულების ზემოაღნიშნული ჰიპოტეზურ მსჯელობათა ანთოლოგია დაუფლების

<sup>1886</sup> Horn, Cross-Border Mergers and Acquisitions and the Law, 2001, P. 25.

<sup>1887</sup> after-the-fact description.

<sup>1888</sup> Kode, Ford, Sutherland, A conceptual model for evaluation of synergies in mergers and acquisitions: A critical review of the literature, South African Journal of Business Management, 2003, P. 27.

<sup>1889</sup> შეადარე გუდვილს. იხ. IV 3.4.4.2.2.2.

ფენომენის ახსნის მცდელობაა და მას „ჰაბრის ჰიპოთეზა“<sup>1890</sup> ჰქვია.<sup>1891</sup> პრემიუმდირებულების ოდენობის განსაზღვრა საწარმოს რეალურად შეფასებაში ცდომილებით ხორციელდება (რანდუმში ცდომილება), ხოლო ეკვაიერება მისი მენეჯმენტის გადაწყვეტილება ე.წ. ჰაბრის.

დაუფლებითი შეძენის ფენომენის ახსნა რაციონალურია. პოსტტრანზაქციული საწარმოების კომბინირება ღირებულებით ნამეტს წარმოშობს. ღირებულების ზრდა ფირმის პერფორმანსის გაუმჯობესების<sup>1892</sup> პროპორციულია. ნამეტის არსი მართვის ხარჯების<sup>1893</sup> შემცირების გარდა,<sup>1894</sup> სინერგიული მოგების პოტენციალია, რომელიც კომბინირებულ საზოგადოებათა ჯამურ ღირებულებაში მდგომარეობს. გაერთიანებულ საზოგადოებათა განცალკევებულ ღირებულებათა ჯამი ნაკლებია კომბინირებულ საზოგადოებათა ღირებულებასზე. სხვა სიტყვებით, ღირებულების ჩვეულებრივი კომბინირება საერთო მოცემულობას არ ცვლის, ანუ შესაკრებთა ჯამი რაციონალურად ადეკვატურია: ორს მიმატებული ორი უდრის ოთხს.<sup>1895</sup> ღირებულების ჩვეულებრივი ნამეტის სპეციფიკური სახე სინერგიზმია. სინერგიზმი არსებობს მაშინ, როცა შესაკრებთა ჯამი არაადეკვატურად მაღალია რაციონალურ არითმეტიკულ ჯამზე, მაგალითად,  $2+2>4$ . მიღებული ნამეტი ნატურალური რიცხვი 1 სინერგიზმი ანუ ეკონომიკური ბენეფიტია. ეს არის კონკრეტული სინერგიული ეფექტი, რომელიც ორი ძირითადი წყაროდან შეიძლება მომდინარეობდეს – ოპერაციული და ფინანსური სინერგიზმიდან. მარტივი შესამჩნევია, რომ სინერგეტიკის კლასიფიცირება წყაროთა დიფერენციული პრესკრიფციიდან მომდინარეობს. რაც შეეხება წყაროთა დიფერენცირებას, მას საფუძვლად ეკონომიკური საზღვრები (ოპერაციული) და მატერიალური დოვლათის მართვის მიდგომა (ფინანსური) განაპირობებს. ეს უკანასკნელი პირის საკუთრებაში აკუმულირებული მატერიალური დოვლათის დივერსიფიცირებულ ხასიათში ვლინდება, რომელიც, თავის მხრივ, ფინანსური სინერგიზმის კომპონენტია.<sup>1896</sup>

კორპორაციული კომბინაციით ფორმირებული მეწარმე სუბიექტის ეკო-

<sup>1890</sup> იხ. Roll, The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers, 59 Journal of Business, 1986, P. 197 et seq.

<sup>1891</sup> Romano, Foundations of Corporate Law, 1993, P. 233-234. შეად. Renneboog, Szilagyi, Corporate Restructuring and Bondholder Wealth, TILEC Discussion Paper, DP 2006-007, 2006, P. 7.

<sup>1892</sup> Haspeslagh, Jemison, Managing acquisitions: Creating value through corporate renewal, The Free Press, New York, 1991, P. 22.

<sup>1893</sup> ე.წ. agency cost.

<sup>1894</sup> შეადარე “cost of capital”-ს.

<sup>1895</sup> Mirvis, Marks, The Human Side of Merger Planning: Assessing and Analyzing “Fit”, Human Resource Planning, 1992, P. 69.

<sup>1896</sup> შეად. Kode, Ford, Sutherland, A conceptual model for evaluation of synergies in mergers and acquisitions: A critical review of the literature, South African Journal of Business Management, 2003, P. 27-38.



ნომიკური სარგებელი კაპიტალის „საერთო მაკონტროლებელ ხელში“ მოქცევიდანაც გენერირდება. საკითხი ეხება დეცენტრალიზებულ მენეჯმენტს, როდესაც კაპიტალის მაკონტროლებელი და ბოლო ინსტანციის კრედიტორი ერთი და იგივე სუბიექტია: ცენტრალიზებული მართვის შემთხვევაში, ანუ როცა საკუთრება და კონტროლი ერთმანეთისგან გამიჯნულია, წარმოების ღირებულება იზრდება,<sup>1897</sup> რადგან ე.წ. *residual claim* მთლიანად კაპიტალის მაკონტროლებელი სუბიექტის ხელში არ არის მოქცეული.<sup>1898</sup> კომპანიათა გაერთიანება და შეძენა კაპიტალის მაკონტროლებლისა და მესაკუთრის ერთგვარი გაიგივების გზით წარმოების ღირებულების შემცირებას და, შესაბამისად, ეკონომიკური სარგებლის (სინერგიზმის) რეალიზაციას ემსახურება.<sup>1899</sup>

აღსანიშნავია, რომ კორპორაციული კომბინაციიდან მიღებულ სარგებელს სინერგიულ ეფექტს<sup>1900</sup> უწოდებენ.<sup>1901</sup> სინერგიული ეფექტი მიჩნეულია პოტენციური სინერგიზმის<sup>1902</sup> რეალიზებულ სახედ. თავის მხრივ, სინერგიზმის პოტენცია არის მოსალოდნელი სარგებლის მაქსიმალური თეორიული ღირებულება. შედეგად, სინერგიული ეფექტი რეალიზებული სინერგიზმის პოტენციაა.<sup>1903</sup> სხვა სიტყვებით, კორპორაციული პრეკომბინაციური მოსალოდნელი სარგებლის ჰიპოთეტური განსაზღვრა მაქსიმალურია და ის სინერგიზმის პოტენციას აფასებს. კომბინირებული ან პოსტტრანზაქციული საწარმოს ინტეგრირებული შედეგები, სადაც სინერგიზმის პოტენცია დადებით კონტექსტშია უკვე ასახული, რეალიზებული სინერგიზმი, ანუ სინერგიული ეფექტია.

სინერგიზმის ზემოაღნიშნული სუბსტანცია და მისი შემადგენლობის დეტერმინაცია განზომილებათა სპექტრის გაშლით უნდა შესრულდეს. მისი სუბსტანციური განმარტებების<sup>1904</sup> შეჯამებული დეფინიციიდან კი შეიძლება ჩამოყალიბდეს სინერგიზმის ფაბულა: სინერგიზმი, ეს არის კორპორაციის ნაწი-

<sup>1897</sup> ამასთან, თუ მენეჯმენტის ფუნქციური დატვირთვა სპეციალიზირებული, ხოლო მომსახურება ან პროდუქტი კომპლექსურია, მენეჯმენტის მიმართ მესაკუთრეთა მხრიდან მონიტორინგის (მაგალითად, გარე აუდიტის მოწვევა) განხორციელება უფრო რთულდება, ეს კი პირდაპირპროპორციულად ზრდის მართვის ხარჯებს. შეად. *Jensen, Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J.Fin.Econ., 1976, P. 305 et seq.

<sup>1898</sup> *Alchian, Demsetz, Production, Information Costs and Economic Organization*, 62 Am.Econ. Rev., 1972, P. 783.

<sup>1899</sup> მოცემულობის აღნიშნული პრესკრიფცია ოპერაციული სინერგიზმის ეტალონია.

<sup>1900</sup> ე.წ. *Synergy effects*.

<sup>1901</sup> იხ. *Knop, Die Bewertung internationaler Unternehmensakquisitionen in der modernen Finanztheorie*. In: Frank, Gert, Stein, Ingo (eds), *Management von Unternehmensakquisitionen*, Stuttgart: Schäfer-Poeschel, 1993, P. 80.

<sup>1902</sup> ე.წ. *Synergy potential*.

<sup>1903</sup> *Frensch, The Social Side of Mergers and Acquisitions*, 2007, P. 49.

<sup>1904</sup> მაგ. იხ. *Sirower, The synergy trap: how companies lose the acquisition game*, NY: The Free Press, New York, 1997, P. 6; *Seth, Sources of value creation in acquisitions: An empirical investigation*, *Strategic Management Journal*, 11, 1990, P. 432.

ლობრივი ან სრული შეძენის ან შერწყმის ინტეგრირებიდან კონფიგურირებული ნებისმიერი ნამეტი ღირებულება.



## 6.2. სინერგიზმის ფართო დაფუძნებული პარიაციული კლასიფიკაცია

შეძენა/შერწყმა პორტფოლიოს ექსპანსიის საფუძველია, რომელიც ეკონომიკური სარგებლის მიღების წინაპირობას წარმოადგენს.<sup>1905</sup> ღირებულებითი ნამეტის კონფიგურაციის საფუძველად ორი ფუნდამენტურად განსხვავებული ძირითადი წყაროა მიჩნეული. პირველი, ეს არის ოპერაციული მასშტაბის გაზრდით ინპუტური (აქტივების) ფაქტორების მარგინალური უტილიზირების გაზრდა.<sup>1906</sup> ღირებულებითი ნამეტის მეორე წყარო ინდუსტრიულ ზონაში კონკურენტული გარემოს არარსებობაა.<sup>1907</sup> არსებობს სინერგიზმის მესამე წყარო, რომელიც ტრანზაქციის ღირებულების ეკონომიკაზე<sup>1908</sup> დაფუძნებულია. ტრანზაქციის ღირებულების ეკონომიკის მიხედვით, კომპანიათა შორის საბაზრო ურთიერთობები უსაფრთხოებასა და დაცვას მოითხოვს, რომელიც ტრანზაქციული ღირებულების წინამძღვარია. კორპორაციული კომბინაციით შემდგარ საწარმოს თუ საწარმოებს კომბინაცია ტრანზაქციული ღირებულების შემცირების შესაძლებლობას აძლევს და, შესაბამისად, სინერგიულ ეფექტს წარმოშობს.<sup>1909</sup>

ეკონომიკური სარგებლის წყაროთა დიფერენცირება მის სახეთა ვარიაციას უდევს საფუძველად. სახეთა დეტერმინაცია ოპერაციულ და ფინანსურ<sup>1910</sup> კლასად სრულდება.<sup>1911</sup> კლასობრივი დეტერმინაცია სინერგიზმის წარმომშობ წყაროთა შემადგენელ კომპონენტთა ბაზისზე გადის. მისი არსის საერთო გაგებით ის ღირებულებითი ნამეტია. ღირებულებით ნამეტს საწარმოს ეკონომიკური სარგებლის სამგანზომილებიანი ზღვარი გამოხატავს: პორიზონტალური, ვერტიკალური და კონგლომერირებული განზომილება. განზომილებათა კატეგორიულ

<sup>1905</sup> Renneboog, Szilagyi, Corporate Restructuring and Bondholder Wealth, TILEC Discussion Paper, DP 2006-007, 2006, P. 7.

<sup>1906</sup> Moore, Economies of Scale: Some statistical Evidence, Quarterly Journal of Economics, 1959, P. 232 - 245.

<sup>1907</sup> იხ. Bain, Industrial Organization, New York, 1959. მითითებულია: Frensch, The Social Side of Mergers and Acquisitions, 2007.

<sup>1908</sup> Transaction Cost Economics. იხ. Frensch, The Social Side of Mergers and Acquisitions, 2007, P. 40. ეს სათავეს იღებს ოლივერ უილიამსონისგან. იხ. Williamson, Markets and Hierarchies: Analysis and Anti-trust Implications, New York, 1975.

<sup>1909</sup> Frensch, The Social Side of Mergers and Acquisitions, 2007, P. 37.

<sup>1910</sup> იხ. Knop, Die Bewertung internationaler Unternehmensakquisitionen in der modernen Finanztheorie. In: Frank, Gert, Stein, Ingo (eds), Management von Unternehmensakquisitionen, Stuttgart: Schäfer-Poeschel, 1993, P. 81. საკითხი ეხება და შეიცავს პორტფოლიოს თეორიას.

<sup>1911</sup> შეად. Sankaran, Vishwanath, Diversification via Acquisition, 2008, P. 7.



კუთვნილებას წარმოების მასშტაბის, მოქმედების სფეროს და გერტიკალური ინტეგრაციის ეკონომია წარმოადგენს. სარგებლის მიღება სინერგიზმის კომპონენტთა ეკონომიური სახე, ანუ დანაზოგია.<sup>1912</sup> შესაბამისად, კომპონენტთა კატეგორიული კლასიფიკაცია და ანალიზი სეპარატისტულად უნდა იქნეს განხორციელებული.

პირველი კატეგორია ანუ ოპერაციული სინერგიზმი წარმოების მასშტაბის (მაჩვენებლის), გერტიკალური ინტეგრაციის და მოქმედების სფეროს ეკონომიის მოიცავს. აღნიშნულ სამ კატეგორიას არაფექტური მენეჯმენტის როტაცია ემატება და ის ოპერაციული სინერგიზმის ერთ-ერთ ვარიანტს წარმოადგენს.<sup>1913</sup> ოპერაციული სინერგიზმი, ფინანსური სინერგიზმიდან განსხვავებით, უკავშირდება სარგებელს, რომელიც ორი კომპანიის რეალური მწარმოებლური მოქმედებების შეცვლიდან (რეკლასიფიცირებიდან) მომდინარეობს, ანუ ოპერაციული მოქმედების ეკონომიკურ სკალას ან მოქმედების სფეროს ცვლის. მწარმოებლური აქტივობების შეცვლის შესაძლებლობას კომბინირებულ კომპანიებს შორის შეძენის ტრანზაქცია განამტკიცებს.<sup>1914</sup>

ოპერაციული სინერგიზმიდან განსხვავებით, ფინანსური სინერგიზმის დროს კორპორაციის პოტენციური ეკონომიკური სარგებლის გენერირება კომპანიის დონეზე განხორციელებული დივერსიფიცირებით მიიღწევა. კომპანიის დონეზე დივერსიფიცირება პორტფოლიოს თეორიის მატრიცაში ჯდება, რომელიც აქციონერთა საინვესტიციო პორტფოლიოს შეცვლის კონტექსტში ზემოთ, ნაწილობრივ, უკვე იქნა განხილული.<sup>1915</sup> შესაბამისად, ფინანსური სინერგიზმის გენერირების ძირითად წყაროს ინტერაქტივობები წარმოადგენს, რომელიც კომპანიის შიდა რესურსების დივერსიფიცირებული მართვიდან წარმოიშობა. მართვის მიდგომა კი კორპორაციული სტრატეგიის განსასაზღვრია.<sup>1916</sup>

ოპერაციული სინერგიზმი დაკავშირებულია ექსტერნალურ ანუ კომბინაციურ ურთიერთობებთან, რომლის წყაროს გარე ფაქტორების შიდა მოხმარების ეფექტურ საშუალებად გარდაქმნა წარმოადგენს. კორპორაციის რესტრუქტურისაციის სპეციფიკა იმაში მდგომარეობს, რომ ექსტერნალური (კომბინაციური) ურთიერთობა ოპერაციული სინერგიზმის მობილიზებით მიღებული სარგებლის კორპორაციულ დონეზე ინტერნალური დივერსიფიცირებისთვის გამოიყენება (ანუ ფინანსური სინერგიზმი). ბოლო დებულების სუბსტანციური განმარტება დივერსიფიცირების განსაზღვრების ეკვივალენტია. აღნიშნულ ტოლობას დივერსიფიცირების მიღწევის რავენსკრაფტ-შელერისეული დეფინიცია ქმნის.<sup>1917</sup> განმარტება დივერსიფიცირების შემადგენლობას შიდა და გარე დივერსიფიცი-

<sup>1912</sup> Sankaran, Vishwanath, Diversification via Acquisition, 2008, P. 7.

<sup>1913</sup> Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, 1986, P. 387.

<sup>1914</sup> Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, 1986, P. 387.

<sup>1915</sup> იხ. V 3.1.

<sup>1916</sup> შეად. Sankaran, Vishwanath, Diversification via Acquisition, 2008, P. 16.

<sup>1917</sup> Ravenscraft, Scheler, Mergers, Sell-offs, & Economic Efficiency, 1987, P. 33.

რებად ყოფს. შიდა დივერსიფიცირება კორპორაციის დონეზეა შესრულებადი და ის გამოიხატება ახალი პროდუქტის გამოშვებასა და კომპანიის მიერ გასაწევი მომსახურების გაუმჯობესებაში.<sup>1918</sup> ნათელია, რომ „შიდა“ დივერსიფიცირება კონტექსტურ თანხვედრაშია ფინანსურ სინერგიზმთან. რაც შეეხება დივერსიფიცირების მეორე მექანიზმს, ის გარე სამართლებრივ ურთიერთობაში გამოიხატება, რომელიც ბაზარზე ოპერირებადი სხვა კომპანიის შეძენაში ან მასთან სხვაგვარ კორპორაციულ კომბინაციაში შესვლით მიიღწევა. დივერსიფიცირების „გარე“ მექანიზმი ოპერაციულ სინერგიზმთან ფუნქციონალურ თანხვედრაში მოდის და უტოლდება ექსტერნალურ ზრდას.<sup>1919</sup> შედეგად, შეძენა/შერწყმის საფუძველზე კორპორაციის რესტრუქტურისა რეკონსტრუქციის სხვადასხვა ეტაპზე ორივე სახის, ოპერაციული და ფინანსური სინერგიზმის წარმოშობის პოტენციით არის გაჯერებული.

მოკლედ, სინერგიზმის დიფერენციაცია ხუთ ძირითად მოდელშია შესაძლებელი: მასშტაბის ეკონომია (*Economies of scale*), მოქმედების სფეროს ეკონომია (*Economies of scope*), კონკურენტული მდგომარეობიდან წარმოშობილი ეკონომია (*Economies due to competitive positioning*), კორპორაციული პოზიციიდან გამომდინარე ეკონომია (*Economies due to corporate positioning*), იგივე ვერტიკალური ინტეგრაცია<sup>1920</sup> და ფინანსური სტრატეგიიდან გამომდინარე ეკონომია (*Economies due to financial strategy*).<sup>1921</sup> აღნიშნული ხუთი მოდელი სინერგიზმის ორ სახეში შეიძლება გაერთიანდეს: ოპერაციულ და ფინანსურ სინერგიზმად.<sup>1922</sup>

<sup>1918</sup> სახეზეა, ე.წ. *Internal Growth*. “შიდა ზრდის” შინაარსი შემდეგ პოსტულატშია: საწარმო რესურსებს სხვადასხვა წყაროსგან იძენს და მის კომბინირებას ერთი ორგანიზაციული ფორმის, ანუ იმავე საწარმოს ფარგლებში ახდენს. იხ. *Frensch, The Social Side of Mergers and Acquisitions*, 2007, P. 43.

<sup>1919</sup> ე.წ. *External Growth*. “ექსტერნალური ზრდის” სუბსტანცია რესურსების მოზიდვაშია: შიდა ზრდის დროს საწარმო ერთბაშად მოიპოვებს კონტროლს მასიურად დიდ რესურსზე, ანუ იძენს სხვა საწარმოს. იხ. *Frensch, The Social Side of Mergers and Acquisitions*, 2007, P. 43-44.

<sup>1920</sup> კონკურენტული მდგომარეობიდან და კორპორაციის პოზიციონერული არსიდან გამომდინარე ეკონომია, სინერგიზმის შედეგობრიობის კუთხით, მასშტაბისა და მოქმედების სფეროს ეკონომიის ანალოგიას წარმოადგენს. მათ შორის განსხვავება განზომილებით სპექტრშია. განზომილებათა დიფერენცირება კი კომბინირებულ საწარმოთა დიფერენციულ (აღმავალი ან დაღმავალი) ბაზარზე ოპერირებასა ან რელატიური (მონათესავე) პროდუქტის წარმოებაში მდგომარეობს (კონკურენცია). ლოგიკურად, სინერგიზმის აღნიშნული ორი მოდელის დეტალური ანალიზი არ არის შესრულებული.

<sup>1921</sup> იხ. *Sankaran, Vishwanath, Diversification via Acquisition*, 2008, P. 7. *Sankaran, Synergy in Mergers and Acquisitions: Cluster-analytically Derived Diversification Strategy Archetypes and Performance Implications*, Ohio, 1993.

<sup>1922</sup> ეკონომიკურ და იურიდიულ ლიტერატურაში სინერგიზმის ტიპთა, სუბტიპთა, მოდელთა და წყაროთა მრავალსაზოვანი მეცნიერული გამოვლინება არსებობს, რომელიც საკმაოდ კარგად აქვს შეჯამებული *ფლორიან ფრენშ*. იხ. *Frensch, The Social Side of Mergers and Acquisitions*, 2007, P. 33-35.



## 6.2.1. ოპერაციული სინერგიები და მისი ორი პირითადი სახე: მასშტაბის ეკონომია და

მოქმედების სფეროს ეკონომია ეროვნული  
ბიბლიოთეკა

### 6.2.1.1. მასშტაბის ეკონომია (Economies of Scale)

ოპერაციული ეკონომიკური სარგებელი ეკონომიკური სინერგიების წყაროა. ეკონომიკური სინერგიები, თავის მხრივ, ორ ქვესახეობად იყოფა: ინტერნალურ და ექსტერნალურ ეკონომიკურ სინერგიებად. ასეთი სინერგიების სკალის ეკონომიკა რეკონსტრუირებულ საზოგადოებაში ეკონომიკური სარგებლის ზრდას შერწყმის (შეძენის) კომბინაციით აღწევს. შერწყმის იმანენტური ხასიათი მას მასშტაბის ეკონომიის მაგალითად აქცევს. ეკონომიკურ მასშტაბს ქმნის შერწყმა, რომლითაც პროდუქციის წარმოების უდიდეს ხაზზე ფიქსირებული ღირებულება (ფასი) ვრცელდება. სხვაგვარად: მასშტაბის ეკონომიური სახე კონცენტრირებულ ბაზარზე ოპერირებას განაპირობებს. კონცენტრირებული საბაზრო სტრუქტურა სუბსტანციური მასშტაბის ეკონომიის არსებობას გულისხმობს, რომელიც მონათესავე მსხვილ მწარმოებლებს შესაძლებლობას აძლევს პროდუქციის მანუფაქტურა და მარკეტინგი ცალკეობით საქონელთან მიმართებით უფრო დაბალ ფასად აწარმოოს ვიდრე მონათესავე მცირე მწარმოებლებმა.<sup>1923</sup>

მასშტაბის ეკონომია<sup>1924</sup> სამ ძირითად განზომილებაში პოულობს გამოხატულებას.<sup>1925</sup> ასეთ ბაზარზე პროდუქციის რეალიზაციიდან მიღებული ნამეტი კომბინირებულ კომპანიათა სინერგიებშია. მასშტაბში ეკონომია სინერგიების ეკონომიკური საზღვრების შემადგენლობიდან ერთ-ერთი კომპონენტია. ეკონომიკური საზღვრები, ეკონომისტთა ხედვით, „უხილავი ხელით“ მართული პროცესით ღვინდება და ფუნქციონირებს „თავისთავად“.<sup>1926</sup> უხილავი ხელის

<sup>1923</sup> შეად. *Frensch*, *The Social Side of Mergers and Acquisitions*, 2007, P. 37.

<sup>1924</sup> *Carney*, *Mergers and Acquisitions, Cases and Materials*, 2000, P. 53-54.

<sup>1925</sup> პირველი, ეს არის სპეციფიკური პროდუქციის ეკონომია (*product-specific economies*), რომელიც რომელიმე პროდუქტის ერთი სახეობის წარმოებასა და გაყიდვასთან ასოცირდება. პლანტაციური სპეციფიკის ეკონომია (*plant-specific economies*), რომელიც მთლიანი პლანტაციის ან მისი კომპლექსის მიერ საერთო გამოსავლიანობასთან (*output*) ასოცირდება, არის მასშტაბის ეკონომიის მეორე განზომილების მაფორმირებელი. რაც შეეხება მესამე კატეგორიას, ეს არის მულტიპლანტაციური ეკონომია (*multi-plant economies*), რომელიც ინდივიდუალური ფირმის მიერ მრავალფეროვანი პლანტაციების ოპერირებასთან ასოცირდება. იხ. *Schefer*, *Industrial Market Structure and Economic Performance*, 2<sup>nd</sup> ed., 1980, P. 81-104. ფასიანი ქაღალდების შინაარსობრივი დატვირთვიდან გამომდინარე ეკონომიკურ მიმოქცევაში არსებული საქონლის გამარტივებული ბრუნვის ბერკეტებს აერთიანებს. შესაბამისად, პროდუქციაზე განხილული სინერგიები პირდაპირპროპორციულად აისახება საქონლის ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევაზე, ანუ ის ნამდვილია კაპიტალის ბაზრის მიმართაც.

<sup>1926</sup> *Coase*, *The Nature of the Firm*, *Economica*, New Series, Vol. 4, No. 16. 1937, P. 387. შეად.

წარმოშობა საერთო საკუთრებას უკავშირდება, რომელიც სტრუქტურულ სახეს მეწარმე სუბიექტის ფორმით ღებულობს, სადაც ურთიერთობის მოწესრიგება საბაზრო „დაუწერელ“ თვითრეგულაციებზეა დამყარებული. უხილავი ხელის კონსტრუქცია განცალკევებულ ბიზნესთა შორის სიმბიოტური ურთიერთობას განაპირობებს, სადაც ისინი (განცალკევებული ბიზნესები) პროდუქციის წარმოების სხვადასხვა საფეხურს ფარავენ. საერთო მწარმოებლური ადგილმდებარეობიდან წარმოიქმნება ეფექტურობის სარგებელი. საერთო საკუთრება, ამ კონტექსტში, დაფუძნებით წარმოებული სარგებლიანობის ზრდის მაგნიტუდას იძლევა. ეტაპობრივად, სარგებლის კვანტიტური მაჩვენებლის ზრდა მხოლოდ უხილავი ხელის მექანიზმით შეუძლებელი ხდება. უხილავი ხელის თეორია საჭიროებს შევსებას, რათა შედეგობრივად მისაღები სარგებელი რაციონალურად გაიზარდოს. შესაბამისად, პრეკომბინაციურ მდგომარეობაში არსებულ საწარმოთა ფუნქციონირების არეალის, წარმოების სფეროსა და ახალი ბაზრის ათვისების პერსპექტივით სარგებლიანობის მაქსიმალიზაციის სურვილის ხორცშესხმა ანუ საერთო მწარმოებლური ადგილმდებარეობიდან ეფექტური სარგებლის გენერირება არა საერთო საკუთრების დოქტრინიდან, არამედ კონგლომერირებულ, ჰორიზონტალურ ან ვერტიკალურ მდგომარეობაში ოპერირებად კომპანიათა შორის სახელშეკრულებო ურთიერთობის (ანუ ტრანზაქციული კომბინაციის) საფუძვლიდან ხორციელდება. სახელშეკრულებო ურთიერთობა „ხილული ხელის“ ექსპროპრიაციას უდევს საფუძვლად.<sup>1927</sup> სხვა სიტყვებით, კორპორაციული კომბინაციის საშუალებით მეწარმე სუბიექტთა სიდიდის ექსპანსიიდან გენერირდება სინერგიზმი.<sup>1928</sup>

მასშტაბის ეკონომიურობა სამ შიდა სუბტიპად იშლება და, შესაბამისად, სამ საფეხურში განიმარტება: შენატანის (ინპუტის, აქტივის) ქმედება (*input activities*), პროცესის ოპერაციულობა (*process operations*) და გამოსავლიანობის (აუტპუტის) აქტივობებად (*output activities*).<sup>1929</sup> სამივე საფეხური შინაარსობრივად სუბსტანციურია და არა ტრივიალური. ინპუტ-აუტპუტის გაუმჯობესებული ინტერაქცია ინტერნალური, ანუ შიდა ეკონომიკური სინერგიზმის სახეა.

მასშტაბში ფიქსირებული ინპუტური სარგებელი ინვესტირების წყაროდან (შენატანიდან) მომდინარეობს. მაგალითად, შერწყმის შემდგომ, როდესაც კომბინირებული კორპორაცია უფრო დიდი რაოდენობის ინპუტის მატერიალს ყიდულობს, ვიდრე თითოეული განცალკევებულად იძენდა, სახეზეა ინვესტირებული წყაროს მასშტაბში ფიქსირებული ეკონომიის პოტენციური რეალიზაციის

---

Jensen, Meckling, The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, 3 J. Fin. Econ., 1976, P. 312-314.

<sup>1927</sup> Chandler, The Visible Hand in: The Economic Nature of the Firm, edit. Luois Putterman, Randy Kroszner, Cambridge University Press, 1986, P. 92-99.

<sup>1928</sup> Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, 1986, P. 400-401.

<sup>1929</sup> Sankaran, Vishwanath, Diversification via Acquisition, 2008, P. 9.



შესაძლებლობა.<sup>1930</sup> ინპუტური აქტივობის მთავარი არგუმენტაცია არის ის, რომ შესაძენი ობიექტის დიდი რაოდენობის შეძენა შესყიდულ ცალობით ობიექტზე ღირებულების შემცირების საფუძველია. ღირებულების შემცირება განხორციელება შეძენილი საქონლის მოვლის, დასაწყობებისა და შეძენის ადმინისტრირების ადმინისტრაციული ხარჯების შემცირებიდან. ნებისმიერი ასეთი დანაზოგი კომბინაციის, მოცემულ შემთხვევაში შერწყმის, ფასილიტატორია.

ინპუტის პარალელურად, მასშტაბის ეკონომიის შემადგენლობის მომდევნო ელემენტს პროცესის ოპერაციულობისას მასშტაბის ეკონომია წარმოადგენს. აღნიშნული მაჩვენებლის დაფიქსირება მაშინ არის მიღწევადი, როდესაც კომბინაციის შედეგად ჩამოყალიბებულ კორპორაციას შეუძლია მის მიერ წარმოებული ერთეული საქონლის შუალედური ან საბოლოო ფასი საქონლის გაზრდილი რაოდენობის წარმოებით შეამციროს.<sup>1931</sup>

რაც შეეხება მასშტაბზე ასახულ ეკონომიას, რომელიც დისტრიბუციისა და მარკეტინგის შედეგად ფიქსირდება (*output*), ის ზემოაღნიშნული ორი, ინპუტისა და პროცესის ოპერაციულობის საბოლოო საფეხურს წარმოადგენს. დისტრიბუციისას მასშტაბის ეკონომიურობა მიღწევადია მაშინ, როდესაც შერწყმის შედეგად წარმოშობილი კორპორაციის გამოსავლიანობასთან მიმართებით წარმოებული ერთეული საქონლის ტრანსპორტირების, შენახვისა და დაზღვევის ღირებულება შერწყმის შემდგომ უფრო დაბალია. კონსოლიდირებული საწარმოს გადასაზიდი საქონლის კვალიტატური სიჭარბე ერთეული საქონლის ღირებულებას ამცირების, შესაბამისად, კეთდება დანაზოგი. თუ ერთეული საქონლის მარკეტინგული დაგეგმარების, ბაზრის ძიების, განცხადების/რეკლამის გაკეთების და სხვა ელემენტების ღირებულება უფრო ნაკლებია, ვიდრე გაერთიანებამდე არსებული იგივე გარემოებებისას იგივე საქონლის ღირებულება, კორპორაცია ეკონომიკურ მასშტაბში მარკეტინგულ სინერგიზმს ღებულობს. კორპორაციის ბენეფიტი (სარგებელი) სწორედ ასეთი სინერგიზმიდან გენერირდება.<sup>1932</sup> მასშტაბის ეკონომია სინერგიზმს ჰორიზონტალურ განზომილებაში წარმოშობს.

<sup>1930</sup> “... there is potential for realization of economies of scale in sourcing”. იხ. Sankaran, Vishwanath, *Diversification via Acquisition*, 2008, P. 11.

<sup>1931</sup> Sankaran, Vishwanath, *Diversification via Acquisition*, 2008, P. 11.

<sup>1932</sup> Sankaran, Vishwanath, *Diversification via Acquisition*, 2008, P. 11.

## 6.2.1.2. მოქმედების სფეროს ეკონომია (ECONOMIES OF SCOPE)



ეკონომიკური სარგებლის სხვა გამოვლინება, რომელიც კომბინირებულ კორპორაციაში დანაზოგის გაკეთებით მიიღწევა, სფეროში ეკონომიაა. სინერგიზმი, რომელიც მოქმედების სფეროში ეკონომიიდან მომდინარეობს, კონგლომერირებული განზომილების პირმოა. ნათელია, რომ ოპერაციული სინერგიზმის ეს ელემენტი, ისევე როგორც წინა (მასშტაბის ეკონომია), პროდუქტის წარმოებისა და მისი პრაქტიკული რეალიზაციის და ამისთვის (რეალიზაციისთვის) აუცილებელ გეგმაზომიერ ქმედებებში გამოიხატება. ოპერაციული სინერგიზმის მეორე სეგმენტის (ეკონომიკური სფეროს) მაგალითი, ასევე, შერწყმაა,<sup>1933</sup> რომელიც კომპლემენტარულ რესურსებს აერთიანებს. რესურსთა კომპლემენტარული აკუმულირება განსაკუთრებული თვისებრიობის შემცველი პროდუქტისა და მისი საბაზრო გაყიდვების მარკეტინგული ორგანიზების კომბინირებას ნიშნავს.<sup>1934</sup>

ეკონომიკური მასშტაბის მაჩვენებლით სინერგიზმის გამოხატვის პრობლემა პროდუქტის ერთეულ (ცალობით) სახეში მდგომარეობს. კერძოდ, ეკონომიკური შკალის პრობლემა ერთი პროდუქტის წარმოებასთან დაკავშირებით ფირმის ეფექტურობის საზღვრის განუსაზღვრელობაშია. იგივე სახის პრობლემა წარმოიშობა ერთი ფირმის მიერ განსხვავებული პროდუქციის წარმოებისას. მაშ რატომ აწარმოებენ კორპორაციები ერთზე მეტ პროდუქტს ან რატომ მონაწილეობენ ერთზე მეტ ინდუსტრიაში? პორტალური პასუხი პოტენციურ სინერგიზმში, განვრცობილი პასუხი კი მოქმედების ეკონომიკურ სფეროშია.<sup>1935</sup> მოქმედების სფეროს ეკონომიის კონცეფტი, მასშტაბის ეკონომიისგან განსხვავებით, მსგავსი პროდუქციის წარმოების გაზრდით დანაზოგის გაკეთებაში კი არა, არამედ განსხვავებული სახის პროდუქტთა გაერთიანებით მოზიდულ დანაზოგებშია. ეკონომიკური სფეროს ნოტაცია არის ის, რომ მიუხედავად კონკრეტულად წარმოებული პროდუქტის დიფერენცირებულობისა, წარმოების პროცესში, შესაძლებელია, მასშტაბის ეკონომიის მსგავსი იყოს,<sup>1936</sup> რამდენადაც ისინი, ორივე, მრავალფეროვანი საქონლის წარმოების ღირებულების შემცირებას ემსახურებიან.<sup>1937</sup> ეს არის დასმული კითხვის ტექნოლოგიური და არა ტრანზაქციული პასუხი.

<sup>1933</sup> Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials, 2000, P. 54.

<sup>1934</sup> Romano, Foundations of Corporate Law, 1993, P. 249.

<sup>1935</sup> მულტიპროდუქტიული ფირმის ეკონომიკური სფეროს და მასში წარმოშობილი არამატერიალური ეკონომიკური სარგებლის შესახებ, იხ. Teece, Economies of Scope and The Scope of the Enterprise, 1 J.Econ.Behav.& Org., 1980, P. 223-230.

<sup>1936</sup> შეად. Sankaran, Vishwanath, Diversification via Acquisition, 2008, P. 12.

<sup>1937</sup> Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, 1986, P. 421.



თანამედროვე საწარმოთა მოქმედების სფერო ინდუსტრიული ორგანიზაციულობის არსის გაგებაზე გადის. ჯერ კიდევ კოუსი აღნიშნავდა, რომ ინდუსტრიული ორგანიზაციულობის თეორიის მოქმედების ფარგლებს, სადაც თუ რატომ არ არის ერთ სფეროში წამყვანი საწარმო სხვა სფეროში დომინანტური მდგომარეობის მოპოვების შესაძლებლობის მქონე ან ერთი პროდუქტის მწარმოებელი საწარმო რატომ არ აწარმოებს სუბსტანციურად სხვა სახის პროდუქციას. აღნიშნულის ერთი მიზეზი მიკროეკონომიკაში არსებული ანალიტიკური დაკვირვებებით არის წარმოდგენილი, რომელიც საწარმოს განიხილავს მეტად ვიდრე „შავი ყუთია“, სადაც ანალიზის მონაცემთა ბაზად აღებულია ბაზრებსა და ფირმებს შორის ეკონომიკური აქტივობების დისტრიბუცია.<sup>1938</sup>

რაც შეეხება კითხვის ტრანზაქციულ პასუხს. მოქმედების სფეროს ეკონომიის არსი ეკონომიის გაკეთების სხვის ცოდნის ბაზისზე ქმნის.<sup>1939</sup> მოქმედების სფეროს ეკონომია არსებობს მაშინ, როდესაც ნებისმიერი აუთპუტისთვის<sup>1940</sup> ერთობლივი წარმოების<sup>1941</sup> ღირებულება ნაკლებია, ვიდრე თითოეული აუთპუტის განცალკევებული წარმოების ღირებულებაა. ზოგადად, მოქმედების სფეროს ეკონომია გასანაწილებელი ინპუტიდან<sup>1942</sup> წარმოიშობა. შესაბამისად, მაგალითად, საერთო ინპუტზე (ანუ აქტივზე) წვდომა და მოქმედების სფეროს ეკონომია საბაზრო ტრანზაქციების საშუალებით მიიღწევა, როდესაც ფირმე-

<sup>1938</sup> Teece, Economies of Scope and The Scope of the Enterprise, 1 J.Econ.Behav.& Org., 1980, P. 223.

<sup>1939</sup> Sankaran, Vishwanath, Diversification via Acquisition, 2008, P. 12.

<sup>1940</sup> აუთპუტი დისტრიბუციასა და მარკეტინგში ცოდნის გადაცემაში გამოიხატება. მაგალითად, როდესაც კომბინაციის შედეგად ჩამოყალიბებული რომელიმე საზოგადოება სარგებელს ხედავს თავის სასიკეთოდ გამოიყენოს მეორე საწარმოს სადისტრიბუციო პრაქტიკა და გააკეთოს დანაზოგი, სახეზეა სინერგიზმი. პრაქტიკულად ის შეიძლება გამოიხატოს საბაზრო კავშირების გადანაწილებაში ან ბაზრის გეოგრაფიული ზონების დაყოფა-განაწილებაში. იხ. Sankaran, Vishwanath, Diversification via Acquisition, 2008, P. 12.

<sup>1941</sup> პროცესუალური წარმოების არსი წარმოებისა და ტექნოლოგიის შესახებ ინფორმაციის გადაცემაში მდგომარეობს (*process operations*). მაგალითად, თუ შერწყმის შედეგად, მიერთებული კორპორაცია მეორე კორპორაციას გადასცემს წარმოების ნოუ-ჰაუს, კონსტრუირდება სინერგიზმი. ეს შეიძლება იყოს მანუფაქტურული ტექნოლოგიების (*JIT*) ან მოქნილი მანუფაქტურული ტექნოლოგიების (*FMS*), პროდუქტის დიზაინის, ტესტირების ან ხარისხის კონტროლის გადაცემაში გამოხატული. იხ. Sankaran, Vishwanath, Diversification via Acquisition, 2008, P. 12. ამის მაგალითად გამოდგება 1990 წელს ფორდის მიერ იაგუარისთვის გადაცემული ნოუ-ჰაუ. იხ. Maremont, Can Ford Make a Tiger out of Jaguar? *Business Week*, 1990, P. 71-74.

<sup>1942</sup> მოქმედების სფეროს ეკონომიაში ინპუტი ეს არის შენატანი, რომელიც ერთი საზოგადოების მიერ მეორე საზოგადოებაში ცოდნის ფორმით გადაცემაში გამოიხატება. მაგალითად, თუ შერწყმაში მონაწილე ერთი კორპორაცია სარგებელს ღებულობს იმ ჭრილში, რომ მეორე კორპორაცია ინპუტის შეძენის სისტემის ადაპტირებული მონაწილეა (ანუ გაადვილებულია ინპუტის შეძენა), მაშინ სახეზეა ძირითადი ცოდნის ტრანსფერი. ეს შეიძლება გამოიხატოს ნედლეულის მომწოდებლებთან მოლაპარაკებების გამარტივებასა ან ნებისმიერი სხვა სახის აქტივობაში, რომელიც ინპუტის შეძენის ფუნქციის ეფექტურობის ამაღლებას უკავშირდება. სახეზეა სინერგია. იხ. Sankaran, Vishwanath, Diversification via Acquisition, 2008, P. 12.

ბი მხოლოდ ერთი პროდუქტის წარმოებას აგრძელებენ, მაგრამ მოქმედების სფეროდან მიღებულ დანაზოგს ანაწილებენ საერთო შენატანების (ინპუტის) ხელშეკრულებით ან საერთო შენატანზე საკუთრების შეძენით.<sup>1943</sup>



### 6.2.1.3 ოპერაციული სინერგიის შიდაჯამებული ხედვა

მასშტაბისა და მოქმედების სფეროს ეკონომიის საერთო პოსტულატი ერთი პროდუქტის (მასშტაბის ეკონომია) ან განსხვავებული პროდუქციის (მოქმედების სფეროს ეკონომია) წარმოებისას ინპუტის (შენატანის, აქტივის) გაზრდილი უტილიზირებით ღირებულების შემცირების პოტენციალია.<sup>1944</sup> პირველი მათგანი შიდა ეკონომიკური (ინპუტ-აუთპუტის ინტერაქციის) სინერგიზმიდან, ხოლო მეორე მათგანი ბაზრის სინეტიული ეფექტიდან მომდინარეობს.

მასშტაბის ეკონომია, როგორც უკვე აღინიშნა, შინაგან ეკონომიკურ სინერგიზმში მოიაზრება. განხილული საკითხი შეიძლება შეჯამდეს შემდეგნაირად: შიდა ეკონომიკური სინერგიზმი დაფუძნებულია წარმოების ფაქტორინგთა მარგინალურ უტილიზირებაზე, რომელიც მიიღწევა წარმოების სკალის გაზრდით. ეს ნიშნავს, რომ მოქმედების მასშტაბი ერთეული აქტივიდან (ინპუტიდან) წარმოებული შედეგიანობით (აუთპუტი) იზრდება. ეკონომიკური სინერგიზმის მთავარი კონცეფცია რესურსთა უტილიზირებაშია. ამის მრავალი მაგალითი არსებობს: რესურსების შესაძლებლობათა გამოყენება, მომსახურების გაუმჯობესება, გაყიდვების მენეჯმენტი და ა.შ. რესურსის უტილიზირების საუკეთესო მაგალითია აქტივების ეფექტური მართვა და გამოყენება.<sup>1945</sup> ზოგიერთი სპეციფიკური აქტივისთვის, როგორც წესი, გავრცელების შეზღუდული მასშტაბია, რომელიც ჩვეულებრივზე გაცილებით მეტი შეიძლება გახდეს. მაგალითად, გაყიდვების სიმძლავრის გაზრდა, მიუხედავად გაყიდვების მოცულობისა, სპეციფიკური გეოგრაფიული არეალის დაფარვას საჭიროებს. გაყიდვების მოცულობის გაზრდა,

<sup>1943</sup> *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 419-420. მოქმედების სფეროს ეკონომიიდან მიღებული სარგებლის ინპუტის საშუალებით განაწილების მექანიზმი, ბაზარზე ხელშეკრულებით იქნება თუ საწარმოს შიგნით შეძენის განხორციელებით, დამოკიდებულია ინპუტის სახეზე: არის ის მატერიალური თუ არამატერიალური. მატერიალურთან დაკავშირებით, იხ. *Klein, Crawford, Alchian, Vertical Integration, Appropriable Rents and The Competitive Contracting Process*, 21 *J.L. & Econ.*, 1978, P. 297-306. არამატერიალურთან დაკავშირებით, იხ. *Teece, Economies of Scope and The Scope of the Enterprise*, 1 *J.Econ.Behav. & Org.*, 1980, P. 223-230.

<sup>1944</sup> *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 424.

<sup>1945</sup> იხ. *Bühner, Der Jahresabschlusserfolg von Unternehmenszusammenschlüssen*, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 1990d, P. 1276. მითითებულია: *Frensch, The Social Side of Mergers and Acquisitions*, 2007.



კონკრეტულ ადგილას, გაყიდვების სიმძლავრის სრულ გამოყენებას შეუწყობს ხელს. გაყიდვების მოცულობის გაზრდა გაყიდვების არეალის (სკალის) შემცირებას გამოიწვევს, რითიც შეიძლება შემცირდეს გადაზიდვის დრო და შესაბამისად, ხარჯები. გაყიდვების სიმძლავრის მაგალითზე, ერთი პროდუქტის გაყიდვების მოცულობის ზრდა აღნიშნულ ეფექტს თვალსაჩინო გახდის. აღსანიშნავია, რომ გაყიდვების მოცულობის გაზრდა განსხვავებული პროდუქტის ხარჯზეც იგივე შედეგს აჩვენებს. ეს ნიშნავს, რომ არა მარტო გაყიდვების მასშტაბში ეკონომია ქმნის ეკონომიკურ სარგებელს (*Economies of Scale*), არამედ მოქმედების, ოპერაციული წარმოების სფეროს ეკონომიაც (*Economies of Scope*) საწარმოს ეფექტურობას ამაღლებს. შესაბამისად, გენერირდება მასშტაბისა და მოქმედების სფეროს ეკონომიის ძირითადი ფაბულა. მასშტაბის ეკონომია არის ეკონომიკური უპირატესობა, რომელიც შეიძლება მომდინარეობდეს ფუნქციონირების მასშტაბის გაზრდიდან<sup>1946</sup> ან წარმოების სიმძლავრის (მოცულობის) მომატებიდან, რომელიც, იმავდროულად, გამოსავლიანობაზე (აუთუტზე) აისახება. მოქმედების სფეროს ეკონომია არის კომპანიის ეკონომიკური უპირატესობა, რომელიც მასშტაბის ეკონომიიდან კი არა, არამედ პროდუქტის სფეროდან წარმოიშობა. აღნიშნული უპირატესობა წარმოიშობა მაშინ, თუ კომპანიას განსხვავებული კლასისა და სახის ეფექტური ღირებულების მქონე პროდუქციის წარმოება ხელეწიფება.<sup>1947</sup>

მასშტაბისა და მოქმედების სფეროს ეკონომია წარმოების ეფექტურობის არეალით არ შემოიფარგლება. კომბინირებულ საზოგადოებას ოპერაციული ეკონომიკური სინერგიზმის გაზრდით საბაზრო ძალაუფლებაც ეზრდება. უკანასკნელის დემონსტრირება როგორც შეძენის, ისე გაყიდვებისა და საზოგადოების ფინანსებზე უპირატესი ეფექტის მოხდენის შემთხვევაში ვლინდება. მაგალითად, თუ კორპორაციული ტრანზაქციით ფორმირდება მსხვილი საწარმო, მას შესაძლებლობათა ფართო სპექტრი ეხსნება, რათა მომხმარებელთან საქონლის შეძენაზე მოლაპარაკება გაცილებით დაბალ ფასში აწარმოოს. დაბალ ფასში შეძენის უნარი გაზრდილი საბაზრო გავლენიდან მომდინარეობს. ამასთან, თუ კომბინაციის შედეგად რეკონფიგურირებული საწარმო წარმოებულ პროდუქტს ყიდის, გაზრდილი საბაზრო გავლენა შესაძლებლობას აძლევს პროდუქტის ფასიც გაზარდოს. ასეთ სინერგიულ ეფექტს კოლოსიურ სინერგიზმს<sup>1948</sup> უწოდებენ.

ოპერაციული სინერგიზმის ზემოაღნიშნული ორი გამოვლინება დადებითად აისახება კომპანიის ფინანსება და ღირებულებაზე. სამომავლოდ, კომბინაციაში მონაწილე საზოგადოებას წილობრივი და სასესხო კაპიტალის შეძენა-შემოერთებისას შესაძლებლობა აქვს მოლაპარაკება დაბალი ფასით აწარმოოს,

<sup>1946</sup> იქნება ეს ინტერნალური თუ ექსტერნალური ზრდა.

<sup>1947</sup> Frensch, The Social Side of Mergers and Acquisitions, 2007, P. 38.

<sup>1948</sup> Collusive Synergy.

რადგან მასშტაბის ეკონომია გადახდისუნარობის რისკს საგრძნობლად ამცირებს. მასშტაბის ეკონომიისგან განსხვავებით, მოქმედების სფეროს ეკონომია დივერსიფიკაციის გზით საწარმოს რისკებს ამცირებს და, შესაბამისად, მცირდება კაპიტალის ღირებულება.<sup>1949</sup> ეს უკანასკნელი ამხსნელი ფაქტორია იმისა, თუ რატომ შედის დივერსიფიცირება,<sup>1950</sup> როგორც სეგმენტი და მეთოდი, ოპერაციული სინერგიზმის მაფორმირებელ ელემენტთა კატეგორიაში.

### 6.2.2. ფინანსური სინერგიზმი

ფინანსური სინერგიზმი, როგორც ეკონომიკური სარგებლის მიღების მეთოდური სახე, კომპანიის შემოსავლების პოტენციური დანაკარგების შემცირებას უკავშირდება, რომელიც საწარმოს ღონეზე აკუმულირებული თანხების დივერსიფიცირებით მიიღწევა. ის მოიცავს გაკოტრების რისკის შემცირებას, საგადასახადო საფარველის ეფექტურ გამოყენებას ან შიდა დაფინანსების გაზრდით კაპიტალის ღირებულების შემცირებას.<sup>1951</sup>

საგადასახადო ეფექტის მიღწევის პერსპექტივა კორპორაციული კომბინაციით საწარმოს რესტრუქტურის ერთ-ერთი მამოძრავებელი ფაქტორია. საგადასახადო სისტემის გამოყენებას ორი ძირითადი მოტივატორი უდევს საფუძვლად. პირველი ფირმის მიერ არსებული საგადასახადო სისტემის რენტაბელურ ადაპტირებაში მდგომარეობს. მეორე, ეკონომიკური სარგებლის მიღება შესაძლებელია სახელმწიფოს მიერ ისეთი კორპორაციული შეძენის წახალისებით, სადაც საგადასახადო რეგულაციებს ლიბერალური ხასიათი ექნებათ.<sup>1952</sup> ლიბერალური საგადასახადო რეგულაციები დასაბეგრ ოდენობას ამცირებს, რითიც სახელმწიფო მეწარმე სუბიექტთათვის ოპტიმალურ რეგულაციურ პანორამას ქმნის. ეს საწარმოში ფულის დაზოგვასა და ფირმის ფინანსურ ზრდას უწყობს ხელს. ანუ სახეზეა სინერგიზმის ეფექტი გამოსავლიანობის კუთხით (ე.წ. *output*).

კაპიტალის ღირებულებითი მდგომარეობა მეორე კატეგორიაა, რომელიც ფინანსური სინერგიზმის სიმბიოტიკს წარმოადგენს. კაპიტალის ოპტიმალურ მდგომარეობაში ფორმირების მიღწევა ღირებულების შემცირებით არის შესაძლებელი. ღირებულების შემცირების ორი განსხვავებული ოფციონი არსებობს. კაპიტალის დაბალი ღირებულების კონსტანტირება შესაძლებელია საწარმოს მასშტაბებით, რომელიც გადახდისუნარიანობის რისკის შემცირებით ფირმის რისკს ამცირებს. ეს არის პირველი ოფციონი. კაპიტალის ღირებულების შემცირების მეორე მექანიზმი დივერსიფიცირებაშია, რომელიც კონვლომერი-

<sup>1949</sup> *Frensch*, The Social Side of Mergers and Acquisitions, 2007, P. 39.

<sup>1950</sup> იხ. *Frensch*, The Social Side of Mergers and Acquisitions, 2007, P. 47.

<sup>1951</sup> *Romano*, Foundations of Corporate Law, 1993, P. 249.

<sup>1952</sup> *Frensch*, The Social Side of Mergers and Acquisitions, 2007, P. 48.



რებული სამეწარმეო საქმიანობის შემთხვევაში, ფირმის სპეციფიკურ რისკებს ამცირებს.<sup>1953</sup> შესაბამისად, დივერსიფიცირებას სინერგეტიკული სარგებლის მოხვეჭის პოტენცია აქვს.

კაპიტალის ღირებულების შემცირება კაპიტალის მონიტორინგის ხარჯების შემცირებიდან გენერირდება. თუ მენეჯმენტის ფუნქციური დატვირთვა სპეციალიზირებული, ან მომსახურება ან პროდუქტი კომპლექსურია, მენეჯმენტის მიმართ მესაკუთრეთა მხრიდან მონიტორინგის, მაგალითად, გარე აუდიტის მოწვევით განხორციელება უფრო რთულდება, რაც ზრდის კაპიტალის ხარჯებს.<sup>1954</sup> კომპანიათა გაერთიანება და შეძენა კაპიტალის მაკონტროლებლისა და მესაკუთრის ერთგვარი გაიგივების გზით წარმოების ღირებულების შემცირებას და ეკონომიკური სარგებლის რეალიზაციას ემსახურება. მონიტორინგის ხარჯების შემცირებით კაპიტალის მართვის ღირებულების შემცირების გარდა, კომბინირებულ საზოგადოებაში ფინანსური სინერგიზმის წყაროს კომბინირებულ საწარმოთა გაერთიანებული და, შესაბამისად, ერთი საწარმოს მიერ მეორე საწარმოს კაპიტალზე ხელმისაწვდომობა წარმოადგენს. კაპიტალის ხელმისაწვდომობა განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია შერწყმით რესტრუქტურისაციის პროცესში, როდესაც ეკვაიერი საწარმო მსხვილ კაპიტალს ფლობს, რითიც იძენს ან ერთიანდება სუსტად კაპიტალიზირებულ სამიზნე კომპანიასთან. ასეთ შემთხვევაში, დივერსიფიკაცია სუსტი კაპიტალიზაციის მქონე საწარმოსთვის ხელმისაწვდომს ხდის ისეთ სახსრებს, რომელიც სხვა შემთხვევაში მისთვის ხელმიუწვდომელი იქნებოდა.<sup>1955</sup>

<sup>1953</sup> *Frensch*, The Social Side of Mergers and Acquisitions, 2007, P. 47-48.

<sup>1954</sup> *Sankaran, Vishwanath*, Diversification via Acquisition, 2008, P. 17.

<sup>1955</sup> საწარმოსთვის დივერსიფიცირებით კაპიტალის მარტივი წვდომა აქტივთან, ანუ ინპუტთან ასოცირდება. იხ. *Sankaran, Vishwanath*, Diversification via Acquisition, 2008, P. 17.



სააქციო საზოგადოების რესტრუქტურიზაცია ტრანზაქციული ეკონომიკის განვითარების ბაზისზე სტაგნაციური ეკონომიკურ-სამართლებრივი გარემოში შესაძლებელია. „პრაქტიკას“ „თეორიის“ „მიწოდება“ სჭირდება. შეძენა/შერწყმის გააზრებულად რეგულაციას პირველის (პრაქტიკის) ანალიზი უნდა განაპირობებდეს. „პრაქტიკის“ დემონსტრირებას კი მზარდი კაპიტალის ბაზარი ახორციელებს, რომლის განვითარება უპირობო საფუძველია კორპორაციათა შორის ტრანზაქციული ბუმის გამოსაწვევად. შედეგად, საქართველოში სამართლებრივი ევოლუციის თუ არა წინაპირობად, პარალელურ რეჟიმში მაინც, ეკონომიკურ ურთიერთობათა პოზიტიური ინტერაქციები და ამ ურთიერთქმედებათა დინამიკური განვითარება უნდა განისაზღვროს.

შეძენა/შერწყმის სტრატეგიითა გამოყენებით სს-ის სტრუქტურულ ელემენტებში ცვლილებების პრესკრიფცია M&A-ის კომპლექსურობის, კომბინაციათა ნაირსახეობისა და სპეციფიკური საკორპორაციო-საგადასახადო საწყისების ანალიტიკური კვლევისა და მისი ფორმალური შესრულების სახეობათა ანალიზზე დაყრდნობით განხორციელდა. კვლევის შედეგად გამოიკვეთა კორპორაციულ კომბინაციათა შესრულების ის ძირითადი სტრატეგიები, რომელიც განსხვავებული, ზოგჯერ, მოდიფიცირებული ფორმით ახდენენ კაპიტალური საზოგადოების სტრუქტურულ ელემენტებზე ზეგავლენას. შეძენა/შერწყმის პროცესუალური ქმედება და პოსტტრანზაქციული შედეგი სხვადასხვა სამართლებრივ ელემენტს შეიცავს. რესტრუქტურიზაციის მოტივი ინჰერენტის გარე სამართლებრივი ურთიერთობის, ახალი/დამატებითი ინვესტიციის მოზიდვის ან კაპიტალის დივერსიფიცირებული პორტფოლიოს შექმნის გზების ძიების დაწყების საფუძველს წარმოადგენს. ტრანზაქციის მოტივატორი კომბინაციის შედეგის სინერგიული ეფექტის პერსპექტიულ ხედვაში მდგომარეობს. სინერგიზმის მიღება შეძენის, ანუ ეკონომიკური რენტაბელობის სამართლებრივ მეთოდთა, შესაძლებლობათა და ინდუსტრიულ-გეოგრაფიული არეალის კონსოლიდაციით მიიღწევა. კვლევამ ნათელყო, რომ კომპანიის მიერ სინერგიზმის, კორპორაციისა და აქციონერთა კეთილდღეობის ზრდის მიღწევისკენ მიმავალ გზაზე სს-ის სტრატეგიულ და ორგანიზაციულ ელემენტთა ცვლილების გარეშე მიზნის მიღწევა უტოპიურია. სტრუქტურულ ელემენტთა ცვლილება კორპორაციათა აქტივობის ერთი სეგმენტის ამსახველია. მის პარალელურ სამართლებრივ განზომილებაში შეძენა/შერწყმის სტრატეგიითა განხორციელების პროცესუალური საკითხებია განთავსებული.

კორპორაციის სტრუქტურული ფენომენოლოგია მისი კომპლექსური კონსტრუქციის მქონე მრავალწახნაგიან ელემენტთა კორპორაციულ-სამართლებრივი და ეკონომიკურ-მარკეტინგულ ურთიერთკავშირთა სამეწარმეო ურთიერთობად შერაცხვაში მდგომარეობს. ურთიერთქმედებათა გააქტიურებას ორგანიზაციული



გარდაქმნის პრაქტიკირება უდევს საფუძვლად. შეძენის/შერწყმის პოსტტრანზაქციული შედეგია კორპორაციის ფინანსური და აქციონერთა/ხელმძღვანელთა უფლებრივი რესტრუქტურირება. კონკრეტულად თუ როგორი ორგანიზაციული სტრუქტურული ცვლილებების საფუძველი შეიძლება გახდეს *M&A*, ეს ტრანზაქციის შესრულების მეთოდურ მიდგომაზეა დამოკიდებული. როგორც გამოჩნდა, ზოგ შემთხვევაში (მაგალითად, აქციების აქციებში გაცვლისას) იცვლება აქციონერთა სტრუქტურა, კონკრეტული მოცემულობისას კი (მაგალითად, შეძენა/შერწყმისთვის უცხო კაპიტალის მოზიდვა) - კაპიტალის სტრუქტურა. არის შემთხვევა (მაგალითად, *LBO*), როდესაც სს-ის ტიპოლოგიური თუ ორგანიზაციული რეკონსტრუქცია ხორციელდება.

შეძენითი ტრანზაქცია კორპორაციული სტრატეგიის ნაწილია, რომელიც კომპანიათა მჭიდრო ინტეგრირებიდან გენერირებული სინერგიზმის ეფექტსა და ეკონომიკური მასშტაბების პერსპექტივაზეა დამყარებული. სინერგიზმი, ანუ ეკონომიკური სარგებელი სასურველი ინტეგრაციული კავშირის შედეგია. სინერგეტიკის პრესკრიფცია პრეტრანზაქციულ ეტაპზე შესრულებდა, ხოლო მისი ემპირიული კვლევა ფაქტობრივი მონაცემთა ბაზისზე. პირველ შემთხვევაში, ის განიხილება როგორც სამიზნე საწარმოს შეძენის მოტივატორი და ტრანზაქციის ინტეგრირების პოტენციური სარგებლის მაჩვენებლის ერთიანი სურათის შექმნის მექანიზმი. მეორე შემთხვევაში, იმპლემენტირებული ტრანზაქციის ინტეგრირებული შედეგები ჰიპოთეტურად გაანალიზდა.

სააქციო საზოგადოების სუბსტანცია ორგანიზაციული მართვისა და ორგანული ნიშნების ეკონომიკურ-სამართლებრივი და დოკუმენტური ასპექტების პრაქტიკული კომბინაციით ყალიბდება. კორპორაციის ფინანსური და ოპერაციული რესტრუქტურირების კონკრეტული სეგმენტების გაანალიზებით შესაძლებელი გახდა სტრუქტურული ელემენტების კლასობრივი დიფერენცირება, რამაც სს-ის სუბტიპთა მკვეთრი ტიპოლოგიური ზღვარი შექმნა. მეწარმე სუბიექტის ორი განსხვავებული სუბტიპის სწორი გამიჯვნა მათი ფუნქციონირების მიზნობრივ ჯგუფს ნათლად წარმოსახავს. ფუნქციონირების სპექტრში ფუნქციათა მიზნობრივი დეტერმინაციის სწორი ორიენტირებისთვის ათვლის წერტილი აბსტრაქტულად, მაგრამ ზედმიწევნით გულმოდგინე სიზუსტით უნდა განისაზღვროს. „ათვლის წერტილის“ განსაზღვრის აბსტრაქციის კონსტანტირება ნორმატიულ განზომილებაში უნდა ადგენდეს იმ დიაპაზონს, რომელშიც სამოსამართლო პრაქტიკის ობიექტური და სამართლიანი განვითარების კრიტერიუმთა ნებისმიერი კომბინაცია ჭეშმარიტი მართლმსაჯულების წყარო გახდება, ვინაიდან სააქართველოში, ამ ეტაპზე, სააქციო საზოგადოებებს შორის ტრანზაქციული ურთიერთობიდან წარმოშობილი სამოსამართლო დავის პრაქტიკა, ჯერ ჯერობით, არ არსებობს.<sup>1956</sup>

<sup>1956</sup> სამოსამართლო პრაქტიკის არარსებობის პირობებში, კორპორაციულ კომბინაციათა კანონმდებლობითი პრაქტიკა 21-ე საუკუნის საქართველოშიც დამკვიდრდა. სამწუხაროდ, ქართული

პერსპექტივაში, სამოსამართლო მართლმსაჯულების ხელშეწყობის გარდა, კვლევა ცხადყოფს, რომ მისი შედეგი პრაქტიკული საქმიანობის დაწყებისას სწორი ათვლის წერტილის მოძიების კომპასია. სწორი კავთელარული პრაქტიკის გენეზისი და განვითარება პრაქტიკოს-იურისტთა „სამუშაო იარაღის“ „გამართული ფუნქციონირებით“ მიიღწევა, რაც ქვეყნის ეკონომიკური სტაბილურობისა და საზოგადოების პრეფერენციათა ნორმალიზების საწინდარია.

ზემოაღნიშნული მიზნის მიღწევის მექანიზმი, როგორც კვლევის შედეგი, ერთ თეზად შეიძლება გადმოიცეს. თეზის მეტაფორა დისერტაციის ნოვატორული ხედვის პრაგმატული აღქმით ჩაისახა. თეზის მეტაფორა პრინციპია. ის ყოველი ინდივიდის ქმედების სახელმძღვანელო იდეაა. იდეა შეიძლება თვითდაკვირვებით ფორმულირებული ან მოწოდებული წყაროდან მომდინარეობდეს. „თვითდაკვირვება“ შესრულებული კვლევაა. ნორმატიული აბსტრაქცია იდეის, როგორც სწორი საწყისი ორიენტირის აღების დამდგენი უნიკალური კონსტიტუცინალური ბერკეტი. შედეგად, საქართველოს „მეწარმეთა შესახებ“ კანონში უნდა აისახოს, ე.წ. ორგანიზაციულობის პრინციპი, რომელიც ორგანიზაციულობის თეორიიდან გენერირდება და სს-ს სხვა კაპიტალური (და არა მარტო კაპიტალური) ტიპის სუბიექტთან მიმართებასა და გამიჯნულობას ნათელს გახდის.

პრინციპი გარემობათა ინტერაქციებით ჩამოყალიბებული სახელმძღვანელო იდეაა. ურთიერთმოქმედი გარემოებები იყოფა შიდა და გარე ინტერაქციებად. პირველ რიგში მოიაზრება სს-ის ორგანული ნიშნები, ხოლო ამ ნიშნებით ფორმირებული სს-ის სხვა მეწარმე სუბიექტთან კორპორაციულსამართლებრივ ქმედებათა შეძენა/შერწყმის ინტერაქცია, რომელიც კაპიტალის მეორად ბაზარზე სრულდება, გარე ინტერაქციას აყალიბებს. მეორე შემთხვევაში იდეის ფორმირებას საკორპორაციო სამართლისა და კაპიტალის ბაზრის სამართლის ურთიერთზეგამვლენი ქმედება განაპირობებს. მისი ნორმატიულ აბსტრაქციაში წარმოსახვა პირდაპირი ეტიმოლოგიური პრესკრიფციით კანონშემოქმედებით არეალს ცდება. ლოგიკურია, რომ ის უნდა ჩაიშალოს მისი სუბსტანციის (შემაღგენლობის) ორგანულ ელემენტებად, რომელთა საკანონმდებლო კორელაცია იურიდიული მეცნიერებაში, ძალიან მარტივად, პრინციპად აღიქმება.

იდეის შემაღგენლობის მაფორმირებელი დამატებითი სტრატეგიული ელემენტი წილის აქციათა საშუალებით ეკონომიკური ბრუნვის სამართლებრივი რეჟიმი, მართვის იმპერატიული ცენტრალიზება ანუ საკუთრებისა და კონტრო-

კორპორაციული მენტალიტეტისა და კულტურის არქონამ შეუძლებელი გახადა შეძენა/შერწყმის პრაქტიკულად განხორციელებული მონაცემების, თუნდაც სამეცნიერო მიზნებისთვის, წვდომა. ამიტომ, სასურველია, კორპორაციული კულტურის ამაღლება კორპორაციული მართვის კოდექსითა და კაპიტალის ბაზრის მოთხოვნებით განხორციელდეს.

<sup>1957</sup> ე.ი. ნორმატიული მასალის.



ლის ინტრინსიკული გამიჯვნა და კორპორაციული კულტურის<sup>1958</sup> არსია<sup>1959</sup>

პრაქტიკის სწორ პრინციპზე აგება კაუტელარიზმისა და სამოსამართლო სამართლის დისკრეციულ განზომილებას შემოსაზღვრავს, რომლის „მიღა საზღვრებში“ ლავირების სრული თავისუფლება ნების ავტონომიასა და სამართალშეფარდებითი საქმიანობის სხვა პრინციპებით შემოფარგლულ დიაპაზონშია. ეს კი ხელს შეუწყობს საკორპორაციო სამართლის პრინციპული მიზნის, ოპტიმალური ორგანიზაციული ნორმატიული წესრიგის შექმნით მმართველობითი ხარჯების შემცირებას<sup>1960</sup> და ინვესტირებული კაპიტალიდან ამონაგების მაქსიმირებას.

დაბოლოს, მეწარმეთა შესახებ კანონის *de lege ferenda* ვარიანტი აუცილებლად უნდა მიჯნავდეს ერთმანეთისგან შეძენის კლასიკურ: ქონებრივ და წილობრივ სახეებს, რამდენადაც მათი შინაარსობრივი დატვირთვა განსხვავებულ კორპორაციულ სამართლებრივ და საგადასახადოსამართლებრივ შედეგებს განაპირობებს. გამიჯვნა სს-ის საერთო კრების კომპეტენციათა ფარგლებში უნდა შესრულდეს. დამატება პრაქტიკოს იურისტებს ტრანზაქციის ტიპის და მისი ფორმირების სწორად განსაზღვრის შესაძლებლობას მისცემს, ხოლო მეწარმე სუბიექტს – მეტი ეკონომიკური სარგებლის რეალიზების შანსს.

არსებობს ძველი ჩინური ჰიპოტეზური სურვილი: „შენ შეიძლება საინტერესო ეპოქაში იცხოვრო“. მესამე პირის მიმართ ეს სურვილი როგორც დადებითი, ისე უარყოფითი კონტექსტით შეიძლება იქნეს გამოყენებული. შეძენა/შერწყმით სააქციო საზოგადოების რესტრუქტურისა და რეგულირების შედეგი, შესაძლოა, ორივე მიმართულებას დაემთხვეს. ნებისმიერ შემთხვევაში, ის ეპოქისთვის საინტერესო ჩანაწერს შექმნის.

<sup>1958</sup> იგულისხმება არასაკრედიტო პორტფოლიოს ფინანსურ დოკუმენტთა (და არა კომერციულ საიდუმლოებათა) გახსნილობა, საჯარო ხელმისაწვდომობა და ტრანზაქციათა გამჭვირვალედ განხორციელება.

<sup>1959</sup> შემადგენლობაში შედის იურიდიული პირის სტატუსი, პასუხისმგებლობის შეზღუდვა და კაპიტალის წილებად (აქციებად) დაყოფა, რაც უკვე გათვალისწინებულია. შედეგად, მათზე აპელირება არ მოხდა.

<sup>1960</sup> *Goshen, Ovsky, The Essential Role of Securities Regulation, Duke L. J., No. 4, Vol. 55, 2006, P. 751.*

ბაკლი, კოლინ, შეფასება – პირველი ნაბიჯი სამეთვალყურეო საბჭოს დასახვეწად, ყოველკვარტალური ბიულეტენი №5, (IFC), თბილისი, 2004.

ბრეგვაძე, ლაშა, ორგანიზაციის თეორიის საფუძვლები: სოციოლოგიური მოძღვრება კორპორაციული სისტემების შესახებ, თანამედროვე საკორპორაციო სამართლის თეორიული და პრაქტიკული საკითხები, თბილისი, 2009.

ბურდული, ირაკლი, სააქციო სამართლის საფუძვლები, ტომი I, თბილისი, 2010.

ბურდული, ირაკლი, საწესდებო კაპიტალი და მისი ფუნქციები, თანამედროვე საკორპორაციო სამართლის თეორიული და პრაქტიკული საკითხები, თბილისი, 2009.

ბურდული, ირაკლი, ქონებრივი ურთიერთობა სააქციო საზოგადოებაში,, თბილისი, 2008.

ბურდული, ირაკლი, შენატანის განუხორციელებლობის სამართლებრივი შედეგი: უტოპიური შეხედულება სს-დან პარტნიორის გარიცხვის შესახებ, სამართლის ჟურნალი, №1-2, თბილისი, 2010.

გულაშვილი, ნიკოლოზ, კორპორაციული საფარველის გაჭოლვა, როგორც კრედიტორთა დაცვის განსაკუთრებული ღონისძიება მშობელ-შვილობილ კომპანიათა ურთიერთობის კონტექსტში, საკორპორაციო სამართლის კრებული, I, (რედ. ირაკლი ბურდული), თბილისი, 2011.

ზოიძე, ბესარიონ, ევროპული კერძო სამართლის რეცეფცია საქართველოში, თბილისი, 2005.

ზოიძე, ბესარიონ, მეწარმის ცნება და მისი თეორიულ-პრაქტიკული მნიშვნელობა. საკუთრების უფლების თავისებურებანი კორპორაციულ საზოგადოებებში, თანამედროვე საკორპორაციო სამართლის თეორიული და პრაქტიკული საკითხები, თბილისი, 2009.

კაკულია, რევაზ/ბახტაძე, ლელა/თუთბერიძე, გოჩა, კორპორაციის ფინანსები, თბილისი, 2008.

კერესელიძე, დავით, კერძო სამართლის უზოგადესი სისტემური ცნებები, თბილისი, 2009.

ლაზარაშვილი, ლალი, სასამსახურე ხელშეკრულება საწარმოს დირექტორ-



თან, თანამედროვე საკორპორაციო სამართლის თეორიული და პრაქტიკული საკითხები, თბილისი, 2009.

*მახარობლიშვილი, გიორგი, აქციონერებსა და დაინტერესებულ პირებს შორის არსებული განსხვავებები*, ყოველკვარტალური ბიულეტენი „კორპორაციული მართვა“, (IFC), №17, თბილისი, 2010.

*მახარობლიშვილი, გიორგი, მეწარმე სუბიექტთა დოგმატურ-თეორიული გამოჯვანა კაპიტალურ საზოგადოებათა საწყისებზე*, „სამართლის ჟურნალი“, №2, თბილისი, 2011.

*მახარობლიშვილი, გიორგი, საკორპორაციო-სამართლებრივ კომბინაციათა თავისებურებანი საწარმოთა შერწყმის პროცესში, წიგნში: საკორპორაციო სამართლის კრებული*, (რედ. ი. ბურდული), 2011.

*„მეწარმეთა შესახებ“ კანონის თაობაზე მოსამართლეთა სამუშაო შეხვედრის შედეგად მიღებული რეკომენდაციები და მასალები, საქართველოს უზენაესი სასამართლო*, IFC, თბილისი, 2009.

*სვანაძე, სანაძე, ზიზანიშვილი, მძინარიშვილი, ლორთქიფანიძე, ახობაძე, გოგიშვილი, საბირჟო საქმე და ფასიანი ქაღალდების ბაზარი*, თბილისი, 1998.

*ზარაიშვილი, ეთერ/ჩაკვლეიშვილი, მარინა, ფირმის ფინანსური ეკონომიკა*, თბილისი, 2009.

*ზუბუა, გიორგი, სამართლის თეორია*, თბილისი, 2004.

*ჭირია, აკაკი, საკორპორაციო სამართლის სისტემა საქართველოში, საკორპორაციო სამართლის კრებული*, I, (რედ. ირაკლი ბურდული), თბილისი, 2011.

*ცერცვაძე, გიორგი, საწარმოს ცნება კერძო სამართალში, ჟურნალი „სამართალი“*, №11-12, თბილისი, 2002.

*შენგელია, ეკა, სააქციო საზოგადოების ორგანიზაციისა და ფუნქციონირების სამართლებრივი საფუძვლები*, თბილისი, 2002.

*ჭანტურია, ლადო, ევროპის სააქციო საზოგადოება (Societas Europea) – უნივერსალური მოდელი თუ საკანონმდებლო კომპილაცია, ჟურნალი „ადამიანი და კონსტიტუცია“* №4, თბილისი, 2004.

*ჭანტურია, ლადო, ევროპის საკორპორაციო სამართლებრივი დირექტივებისა და დადგენილებების მნიშვნელობა ქართული საკორპორაციო სამართლის კოდიფიკაციისთვის, წიგნში: თანამედროვე საკორპორაციო სამართლის თეორიული და პრაქტიკული საკითხები*, 2009.

*ჭანტურია, ლადო, კორპორაციული მართვა და ხელმძღვანელთა პასუხისმგებლობა საკორპორაციო სამართალში*, თბილისი, 2006.

ჭანტურია, ლადო/ნინიძე, თევდორე, მეწარმეთა შესახებ კანონის კომენტარი, თბილისი, 2002.

ჭანტურია, ლადო, შესავალი სამოქალაქო სამართლის ზოგად-საწილში, თბილისი, 2000.

ჯანჯალია, ბორის, აქციათა კლასები, კორპორაციული მართვა, ყოველკვარტალური ბიულეტენი, (IFC), №14, თბილისი, 2008.

ჯანჯალია, ბორის, მმართველობის ორგანოები სააქციო საზოგადოებაში – უკანასკნელი საკანონმდებლო ცვლილებების მიმოხილვა, ყოველკვარტალური ბიულეტენი „კორპორაციული მართვა“, (IFC), №13, თბილისი, 2008.

ჯიბუტი, მიხეილ/ყორანაშვილი, ქართლოს, „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის კომენტარი, თბილისი, 2004.

ჯუღელი, გიორგი, კაპიტალის დაცვა სააქციო საზოგადოებაში, თბილისი, 2010.

პოპტი, კლაუს, კორპორაციული მართვა ევროპაში: რეგულირების ახალი მოდელი და „რბილი სამართალი“, „სამართლის ჟურნალი“ №1, თბილისი, 2009.

### უცხოურ ენებზე:

*ABA Satellite Seminar, Financial and Accounting Provisions in Acquisition Agreements*, ABA, USA, 1999.

*ABA Section of Antitrust Law, Mergers and Acquisitions*, 3<sup>rd</sup> edition, ABA, USA, 2008.

*ABA Section of Antitrust Law, The Merger Review Process: A Step-By-Step Guide To U.S and Foreign Merger Review*, 4<sup>th</sup> edition, ABA, USA, 2012.

*Alexandra Reed Lajoux, Charles M. Elson, The Art of M&A Due Diligence*, The McGraw-Hill Companies, New York, USA, 2010.

*After Enron, Improving Corporate Law and Modernizing Securities Regulation in Europe and US*, edited by *John Armour, Joseph A. McCahery*, Hart Publishing, USA, 2006.

*Alan Calder, Corporate Governance: A Practical Guide to the Legal Frameworks and International Codes of Practice*, Kogan Page, London/Philadelphia, 2008.

*Alfred F. Conard, Corporations In Perspective*, The Foundation Press, New York, 1976.



*American Bar Association, Model Merger Agreement for the Acquisition of a Public Company, ABA, USA, 2011.*

*American Bar Association, The M&A Process: A Practical Guide For The Business Lawyer, ABA, USA, 2005.*

*Arthur Fleischer, Alexander R. Sussman, Takeover Defense, 5<sup>th</sup> edition, Volume 1, New York, 1997.*

*Arthur Fleischer, Alexander R. Sussman, Takeover Defense, 5<sup>th</sup> edition, Volume 2, New York, 1997.*

*Aspects of Corporate Governance, The Stockholm Symposium, editors Mats Isaksson, Rolf Skog, Juristforlaget, Stockholm, 1993.*

*Barnea, Rubin, Corporate social responsibility as a conflict between shareholders, EFA 2006 Zurich Meetings, 2006.*

*Bebchuk, Roe, A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance, 1999.*

*Berle, Means, The Modern Corporation and Private Property, 1932;*

*Bevans, Neal, Business Organizations and Corporate Law, USA, 2007.*

*Blair, Shareholder Value, Corporate Governance and Corporate Performance: A Post-Enron Reassessment of the Conventional Wisdom, in: Corporate governance and capital flows in a global economy, Oxford University Press, 2003.*

*Bratton, Wachter, Shareholder Primacy's Corporatist Origins: Adolf Berle and The Modern Corporation, Journal of Corporation Law, Vol. 34, 2008.*

*Bruce F. Davis, Independent Director's Guidebook, ABA, USA, 2007.*

*Bühner, Der Jahresabschlusserfolg von Unternehmenszusammenschlüssen, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 1990d.*

*Business Acquisitions, editors John W. Herz, Charles H. Baller, Practising Law Institute, New York, 1983.*

*Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials, Foundation Press, New York, 2000.*

*Charles J. Tabb, Bankruptcy Anthology, Anderson Publishing, Cincinnati, 2002.*

*Charles R.T. O'Kelley, Robert B. Thompson, Corporations and Other Business Associations, Selected Statutes, Rules, and Forms, Wolters Kluwer, New York, 2007.*

*Committee on Corporate Laws of the Section of Business Law, Model Business Corporation Act Annotated, Official Comment, 4<sup>th</sup> edition, volume 3, ABA, 2008.*

*Conald, Corporations in Perspective, 1976.*

*Corporate Governance Post-Enron: Comparative and International Perspectives, editors Joseph J. Norton, Jonathan Rickford, Jan Kleineman, The British Institute of International and Comparative Law, Great Britain, 2006.*

*Corporate Law and Economic Analysis, (editor Lucian Arye Bebchuk), Cambridge University Press, London, 1990.*

*Corporate Takeovers: Causes and Consequences, editor Alan J. Auerbach, The University of Chicago Press, Chicago, 1988.*

*Cross-Border Mergers and Acquisitions and the Law, (editor Norbert Horn), Volume 15, Kluwer Law International, London, 2001.*

*Dale A. Oesterle, Mergers and Acquisitions, 2nd edition, Thomson/West, USA, 2006.*

*Daniel Lee, Matt Swartz, The Corporate, Securities and M&A Lawyer's Job, A Survival Guide, GP/Solo, 2007.*

*David Cowan Bayne, The Philosophy of Corporate Control, A Treatise on the Law of Fiduciary Duty, Loyola University Press, Chicago, 1986.*

*David G. Epstein, Steve H. Nickles, Principles of Bankruptcy Law, Thomson/West, USA, 2007.*

*David J. Ravenscraft, F.M. Scherer, Mergers, Sell-offs and Economic Efficiency, The Brookings Institution, Washington, 1987.*

*Davies, Paul, Introduction To Company Law, second edition, Oxford University press, 2010.*

*Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities, 5<sup>th</sup> ed., 2010.*

*Douglas K. Moll, Robert A. Ragazzo, The Law of Closely Held Corporation, 2009.*

*Drucker, Concept of the Corporation, 1946.*

*Easterbrook, Fischel, The Corporate Contract, in: Corporate Law and Economic analysis, Edit. Lucian Arye Bebchuk, 1991.*

*Edward Halibozeck, Gerard Kovacich, Mergers and Acquisitions Security, Corporate Restructuring and Security Management, USA, 2005.*



*Edward Ross Aranow, Herbert A. Einhorn, Tender Offers For Corporate Control: a Treatise on the Legal and Practical Problems of the Offeror, The Offeree and the Management of the Target Company in Cash Tenders and Exchange offers, Columbia University Press, New York, 1973.*

*Edwin T. Hood, John J. Mylan, Timothy P. O'Sullivan, Closely Held Businesses In Estate Planning, 3<sup>rd</sup> edition, CCH, Chicago, 1998 (2007).*

*F. Hodge O'Neal, Robert B. Thompson, Close Corporations and LLCs: Law and Practice, Revised 3<sup>rd</sup> edition, Thomson Reuters/West, USA, 2012.*

*F. Hodge O'Neal, Robert B. Thomson, O'Neals Close Corporations, Law and Practice, 3<sup>rd</sup> edition, Thomson/West, Volume 1, Chicago, 1998.*

*F. Hodge O'Neal, Robert B. Thomson, O'Neals Close Corporations, Law and Practice, 3<sup>rd</sup> edition, Thomson/West, Volume 2, Chicago, 1998.*

*Ferran, Eilis, Principles of Corporate Finance Law, Oxford University press, 2008.*

*Florian Frensch, The Social Side of Mergers and Acquisitions, 2007.*

*Francis Lynde Stetson, James Byrne, Paul D. Cravath, George W. Wickersham, Gilbert H. Montague, George S. Coleman, William D. Guthrie, Some Legal Phases of Corporate Financing, Reorganization and Regulation, The Macmillan Company, New York, 1917.*

*Frank H. Easterbrook, Daniel R. Fischel, The Economic Structure of Corporate Law, Harvard University Press, London, 1991.*

*Frank, Goyal, Profits and Capital Structure, 2009.*

*Frank, Goyal, Testing The pecking Order Theory of Capital Structure, 2000.*

*Franklin A. Gevurtz, Corporation Law, 2<sup>nd</sup> edition, Thomson Reuters, USA, 2010.*

*Franklin Gevurtz, Global Issues in Corporate Law, Thomson/West, USA, 2006.*

*Franklin R. Balotti, Jesse A. Finkelstein, The Delaware Law of Corporations & Business Organizations, 3<sup>rd</sup> edition, Aspen Publishers, Volume 1, Delaware, 2010.*

*Garrard Glenn, The Law Governing Liquidation as Pertaining to Corporations, Partnerships, Individuals, Decedents, Bankruptcy, Reorganization, Buffalo, New York, 2002.*

*George W. Kuney, Mastering Bankruptcy, Carolina Academic Press, Durham, 2008.*



*Gevurtz, Franklin*, Corporation Law, St. Paul, 2000.

*Ghezzi, Malberti*, Corporate Law Reforms in Europe: The Two-Tier Model and the One-Tier Model of Corporate Governance in the Italian Reform of Corporate Law, 2007.

*Gilson*, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, 1986.

*H. R. Light*, The Legal Aspects of Business, 5<sup>th</sup> edition, Pitman Publisher, London, 1958.

*Hamid Ullah Bhuiyan, Pallab Kumar Biswas*, Agency Problem and the Role of Corporate Governance Revisited, The Bangladesh Accountant, Vol. 52, No. 25, 2008.

*Hamilton, Robert*, The Law of Corporations, St. Paul, 2000.

*Hansmann*, Ownership of the Firm, in: Corporate Law and Economic analysis, Edit. *Bebchuk*, New York, 1991.

*Henry G. Manne, Henry C. Wallich*, The Modern Corporation and Social Responsibility, American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington, 1973.

*Henry Hansmann*, The Ownership of Enterprise, Harvard University Press, London, 1996.

*Hopt*, Modern Company and Capital Market Problems: Improving European Corporate Governance after Enron, 2007.

*Hopt*, The German Two-Tier Board: Experience, Theories, Reforms, in: Comparative Corporate Governance (eds. *Hopt, Kanda, Roe, Wymeersch and Prigge*), 1998.

*Hurst, Thomas, Gregory, William*, CASES AND MATERIALS ON CORPORATIONS, Anderson Publishing Co, Cincinnati, OHIO, 1999.

*J. E. Parkinson*, Corporate Power and Responsibility, Clarendon Press, Oxford, 1993.

*James C. Freund*, Anatomy of a Merger: Strategies and Techniques for Negotiating Corporate Acquisitions, Law Journal Press, New York, 1975.

*James D. Cox, Thomas Lee Hazen*, Business Organizations Law, 3<sup>rd</sup> edition, Thomson Reuters, USA, 2011.

*James D. Cox, Thomas Lee Hazen, F. Hodge O'Neal*, Corporations, Aspen Publishers, Volume 1, New York, 1995 (1998).

*James D. Cox, Thomas Lee Hazen, F. Hodge O'Neal*, Corporations, Aspen Publishers, Volume 2, New York, 1995 (1998).



*James D. Cox, Thomas Lee Hazen, F. Hodge O'Neal, Corporations*, Aspen Publishers, Volume 3, New York, 1995 (1998).

*James D. Cox, Thomas Lee Hazen, The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> edition, Volume 1, Thomson Reuters, USA, 2010.

*James D. Cox, Thomas Lee Hazen, The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> edition, Volume 2, Thomson Reuters, USA, 2010.

*James D. Cox, Thomas Lee Hazen, The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> edition, Volume 3, Thomson Reuters, USA, 2010.

*James D. Cox, Thomas Lee Hazen, The Law of Corporations*, 3<sup>rd</sup> edition, Volume 4, Thomson Reuters, USA, 2010.

*James Hamilton, Peter Rasmissen, Guide To Internal Controls Under Section 404 of the Sarbanes-Oxley Act*, 2<sup>nd</sup> edition, Wolters Kluwer, Boston, 2007.

*Jean Tirole, The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press, 2006.

*Jeffrey Church, Conglomerate Mergers*, in 2 Issues in Competition Law and Policy, ABA Section of Antitrust Law, 2008.

*Jeffrey J. Haas, Corporate Finance*, 2<sup>nd</sup> edition, Thomson Reuters, New York, 2011.

*John R. Cornell, Daniel C. Hagen, Tricia Eschbach-Hall, Lisa Rothman Jesner, Employee Benefits and Executive Compensation in Corporate Bankruptcy*, 2<sup>nd</sup> edition, LexisNexis, 2010.

*Jonathan Barron Baskin, Paul J. Miranti, A History of Corporate Finance*, Cambridge University Press, 1997.

*Jonathan R. Macey, Corporate Governance*, Princeton University Press, New Jersey, 2008.

*Joseph Shade, Business Associations*, 3<sup>rd</sup> edition, Thomson Reuters, USA, 2010.

*Joseph Shade, David G. Epstein, Business Structures*, Thomson/West, USA, 2003.

*Karen C. Burke, Federal Income Taxation of Corporations and Stockholders*, 6<sup>th</sup> edition, Thomson/West, USA, 2007.

*Knights, Raiders and Targets: The Impact of Hostile Takeover*, editors *John C. Coffe, Louis Lowenstein, Susan Rose-Ackerman*, Oxford University Press, New York, 1988.

*Knop, Die Bewertung internationaler Unternehmensakquisitionen in der modernen Finanztheorie*. In: Frank, Gert, Stein, Ingo (eds), *Management von Unternehmensakquisitionen*, Stuttgart: Schäfer-Poeschel, 1993.



*Kraakman, Reinier/Armour, John/Davies, Paul/Enriques, Iuka/Hansmann, Henry/Hertig Gerard/Hopt, Klaus/Kanda, Hideki/Rock, Edward*, The Anatomy of Corporate Law, A Comparative and Funcqional Approach, second edition, Oxford University press, 2009.

*La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny*, Agency Problems and Dividend Policies Around the World, 1997.

*Larry Cata Backer*, Comparative Corporate Law, United States, European Union, China and Japan, Cases and Materials, Carolina Academic Press, Durham, 2002.

*Lawrence E. Mitchell*, Corporate Irresponsibility: America's Newest Export, Yale University Press, New Haven & London, 2001.

*Leonard Levin*, Corporations, The Lawyers co-operative Publishing co., New York, 1972.

*Lisa M. Fairfax*, Shareholder Democracy: A Primer on Shareholder Activism and Participation, Carolina Academic Press, Durham, 2011.

*Lynn M. Lopucki, Christopher R. Mirick*, Strategies For Creditors In Bankruptcy Proceedings, 5<sup>th</sup> edition, Aspen Publishers, New York, 2007.

*Mallin*, Corporate Governance, 2007.

*Mancuzo*, LLC or Corporation? How To Choose the Right Form for Your Business , USA, 2006.

*Mantysaari*, The Law of Corporate Finance: General Principles and Eu Law, vol. III, Springer, 2010.

*Marc I. Steinberg*, Understanding Securities Law, 5<sup>th</sup> edition, LexisNexis, USA, 2009.

*Martin D. Ginsburg, Jack S. Levin*, Mergers, Acquisitions and Buyouts: A Transactional Analysis of the Governing Tax, Legal and Accounting Considerations, volume 1, Aspen New York, 2003.

*Martin Lipton, Erica H. Steinberger*, Takeovers & Freezeouts, Law Journal Press, volume 2, New York, 2002.

*Martin D. Ginsburg, Jack S. Levin*, Mergers, Acquisitions and Buyouts: A Transactional Analysis of the Governing Tax, Legal and Accounting Considerations, volume 2, Aspen New York, 2003.

*Martin D. Ginsburg, Jack S. Levin*, Mergers, Acquisitions and Buyouts: A Transactional Analysis of the Governing Tax, Legal and Accounting Considerations, volume 3, Aspen New York, 2003.



*Martin Lipton, Erica H. Steinberger*, Takeovers & Freezeouts, Law Journal Press, volume 1, New York, 2002.

*Mayson, Stephan/French, Derek/Ryan, Christopher*, Company Law, 26<sup>th</sup> edition, 2009-2010.

Mergers and Acquisitions: Current Problems in Perspective, Editors *Michael Keenan, Lawrence J. White*, Lexingtonbooks, Toronto, 1982.

Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring, (edit. *Vishwahath, Krishnamurti*), Response Books, 2008.

*Michael S. Melbinger*, Executive Compensation, 2<sup>nd</sup> edition, CCH, USA, 2007.

*Modigliani, Miller*, The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of investments, 1958.

*Moore*, Economies of Scale: Some statistical Evidence, Quarterly Journal of Economics, 1959.

*Palmiter, Alan*, Corporations, Examples and Explanations, fifth edition, Aspen Publisher, 2006.

*Peter Howson*, Due Diligence: The Critical Stage in Mergers and Acquisitions, Gower, USA, 2003.

*Phillip I. Blumberg, Kurt A. Strasser*, The Law of Corporate Groups, Aspen Law & Business, New York, 1998.

*Phillip I. Blumberg, Kurt A. Strasser*, The Law of Corporate Groups, Enterprise Liability, Aspen Law & Business, New York, 1998.

*Pinto, Artur, Branson Duglas*, Understanding Corporate Law, 3<sup>rd</sup> edition, LexisNexis, 2009.

*Posner*, *The Economic Analysis of Law*, 2007.

*Practising Law Institute*, Merger, and Acquisition: Techniwues and Strategies, Practising Law Institute, USA, 1989.

*Practising Law Institute*, Tender Offers Making and Meeting Them, Practising Law Institute, USA, 1979.

*Richard A. Booth*, Financing the Corporation, Thomson Reuters/West, USA, 2010.

*Richard A. Posner*, Economic Analysis of law, 4<sup>th</sup> edition, Brown and Company, Boston, 1992.

*Robert Bradgate*, Commercial Law, 3<sup>rd</sup> edition, Oxford University Press, New York, 2005.

*Robert Charles Clark*, Corporate Law, Aspen Publishers, New York, 1986.

*Robert Hessen*, In Defense of the Corporation, Hoover Institution Press, Stanford, 1979.

*Robert R. Moeller*, Sarbanes-Oxley Internal Controls: Effective Auditing with AS5, Cobit and ITIL, Wiley, New Jersey, 2008.

*Robert W. Hamilton*, Corporations, 3<sup>rd</sup> edition, West Publishing, St. Paul, 2000.

*Robert W. Hamilton, Richard D. Freer*, The Law of Corporations, 6<sup>th</sup> edition, Thomson Reuters, USA, 2011.

*Roberto Romano*, Foundations of Corporate Law, Oxford University Press, New York, 1993.

*Romano*, Foundations of Corporate Law, 1993.

*Ruben Lee*, What Is An Exchange?, The Automation, Management and Regulation of Financial Markets, Oxford University Press, New York, 2000.

*Sally Wheeler*, Corporations and the Third Way, Hart Publishing, Oxford, 2002.

*Samuel C. Thompson*, Business Planning for Mergers and Acquisitions, 2<sup>nd</sup> edition, Carolina Academic Press, Durham, 2001.

*Sankaran*, Synergy in Mergers and Acquisitions: Cluster-analytically Derived Diversification Strategy Archetypes and Performance Implications, Ohio, 1993.

*Schanz, D., Schanz, S.*, Business Taxation and Financial Decition, Springer, 2011.

*Schefer*, Industrial Market Structure and Economic Performance, 2<sup>nd</sup> ed., 1980.

*Schneeman, Angela*, The Law of Corporations and Other Business Organizations, fifth edition, USA, 2010.

*Schrader, David*, The Corporation as Anomaly, Cambridge University Press, New York, 1993.

*Schrader*, The Corporation as Anomaly, 1993.

*Silvester E. Quindry*, Bonds & Bondholders, Rights & Remedies, volume 1, Buffalo, New York, 2002.



*Silvester E. Quindry*, Bonds & Bondholders, Rights & Remedies, volume 2, Buffalo, New York, 2002.

*Stephan B. Presser*, Piercing the Corporate Veil, Thomson Reuters, USA, 2004.

*Stephen A. Radin*, The Business Judgment Rule: Fiduciary Duties of Corporate Directors, 6<sup>th</sup> edition, volume 1, Aspen Publishers, Boston/Chicago, 2009.

*Stephen A. Radin*, The Business Judgment Rule: Fiduciary Duties of Corporate Directors, 6<sup>th</sup> edition, volume 2, Aspen Publishers, Boston/Chicago, 2009.

*Stephen A. Radin*, The Business Judgment Rule: Fiduciary Duties of Corporate Directors, 6<sup>th</sup> edition, volume 3, Aspen Publishers, Boston/Chicago, 2009.

Takeovers in English and German Law, (edit. *Jeniffer Payne*), Hurt Publishing, 2002.

*Terence Sheppey, Ross McGill*, Sarbanes-Oxley: Building Workin Strategies for Compliance, Palgrave Macmillan, New York, 2007.

The Business Case For Corporate Governance, editor *Ken Rushton*, Cambridge University Press, United Kingdom, 2008.

The Economic Nature of the Firm, edit. *Luois Putterman, Randy Kroszner*, Cambridge University Press, 1986.

*The Office of Economic Analysis, SEC*, Institutional Ownership, Tender Offers, and Long-Term Investments, 1985.

*Thomas Lee Hazen*, Broker-Dealer Regulation, 2<sup>nd</sup> edition, Thomson Reuters, USA, 2011.

*Thomas Lee Hazen*, The Law of Securities Regulation, 6<sup>th</sup> edition, Thomson Reuters/West, USA, 2009.


UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT, World Investment Report, Towards a New Generation of Investment Policies, 2012.

*Victor Brudney, Marvin A. Chirelstein*, Cases and Materials on Corporate Finance, 2<sup>nd</sup> edition, The Foundation Press, New York, 1979.

*William A. Klein, John C. Coffee*, Business Organization and Finance, Legal And Economic Principles, 10<sup>th</sup> edition, Foundation Press, New York, 2007.

*William A. Klein, John C. Coffee*, Business Organization and Finance, Legal And Economic Principles, 11<sup>th</sup> edition, Foundation Press, New York, 2011.

*William Meade Fletcher*, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations: Bonds, Property, Franchises, revised edition, volume 6A, Clark Boardman Callaghan, USA, 1997.



*William Meade Fletcher*, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations: Directors, Officers, Agents, revised edition, volume 2, Thomson/West, USA, 2006.

*William Meade Fletcher*, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations: Directors, Officers, Agents, revised edition, volume 2A, Thomson Reuters/West, USA, 2009.

*William Meade Fletcher*, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations: Directors, Officers, Agents, revised edition, volume 3, Thomson Reuters, USA, 2010.

*William Meade Fletcher*, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations: Directors, Officers, Agents, revised edition, volume 3A, Thomson Reuters, USA, 2011.

*William Meade Fletcher*, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations: Directors, Officers, Agents, revised edition, volume 3A, West Group, USA, 2002.

*William Meade Fletcher*, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations: Dissolution, Business Trusts, Investment Trusts, Cooperative Marketing, Associations, Trade Associations, revised edition, volume 16A, Thomson Reuters, USA, 2012.

*William Meade Fletcher*, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations: History and Nature, Corporate Entity, Piercing the Corporate Veil, Classification and Kinds, revised edition, volume 1, Thomson/West, USA, 2006.

*William Meade Fletcher*, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations: Insolvency, Bankruptcy, revised edition, volume 15A, Thomson Reuters/West, USA, 2009.

*William Meade Fletcher*, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations: Merger, Consolidation, Acquisition, Reorganization, revised edition, volume 15, Thomson Reuters/West, USA, 2008.

*William Meade Fletcher*, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations: Monopolies, Antitrust, Unfair Competition Contempt, revised edition, volume 10A, Thomson Reuters, USA, 2011.

*William Meade Fletcher*, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations: Regulated Industries, Employment, Environment, Securities, revised edition, volume 14, Thomson Reuters, USA, 2012.

*William Meade Fletcher*, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations: Shareholder Meeting and Elections, Voting and Control Agreements, Voting Trusts, Corporate Governance, revised edition, volume 5, Thomson Reuters, USA, 2011.

*William Meade Fletcher*, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations: Shares: Definition and Nature, Issuance, Preemptive Rights, Consideration, Dividends, revised edition, volume 11A, Thomson Reuters, USA, 2011.

*William Meade Fletcher*, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations: Taxation, revised edition, volume 14A, Thomson Reuters/West, USA, 2008.



### სამეცნიერო სტატიები:

ბურდული, სავალდებულო სატენდერო შეთავაზება, აქციათა სავალდებულო გაყიდვა, ჟურნალი „მართლმსაჯულება“, №2, 2007.

*Ajay K. Mehrotra, Mergers, Taxes, and Historical Materialism, 83 Ind. L.L. 881, 2008.*

*Armour, Gordon, The Berle-Means Corporation in the 21st Century, 2008.*

*Armour, Hansmann, Kraakman, Agency Problems and Legal Strategies, in: The Anatomy of Corporate Law, A Comparative and Functional Approach, second edition, Oxford University press, 2009.*

*Bain, Industrial Organization, New York, 1959.*

*Bainbridge, Abolishing Veil Piercing, 2000.*

*Bainbridge, The Board Of Directors as Nexus-of-Contracts, A Critique of Gulati, Klein & Zolt's "Connected Contracts" model, School of Law, Research paper No. 02-05, Los-Angeles, 2002.*

*Berle, Means, The Modern Corporation and Private Property, rev. ed., 1968.*

*Betton, Eckbo, Torbun, Corporate Takeovers, Tuck School of Business Working Paper No. 2008-47, 2008.*

*Brian Broughman, Entrepreneur Wealth and the Value of Limited Liability, Maurer School of Law, 2011. ხელმისაწვდომია: [<http://ssrn.com/abstract=1761011>].*

*Bishop, Unincorporated Limited Liability Organizations: Limited Liability Companies and Partnerships, 29 Suffolk U. L. Rev., 2006.*

*Chandler, The Visible Hand: The Management Revolution in American Business, 1977, Ch. 2.*

*Demsetz, Lehn, The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, Journal of Political Economy, 1985.*

*Didadj, Reza*, Delayering Corporate Law, 34 Hofstra L. Rev., 2005-2006.

*Dyck, Zingales*, Private Benefits of Control: An International Comparison, 2001.

*Eisenberg*, The Conception that the Corporation is a Nexus of Contracts, and the Dual Nature of the Firm, 24 J. Corp. L., 1998-1999.

*Eugenio S. de Nardis*, Financial Derivatives and the Intrinsic Separation of Ownership and Control, Studi e Note di Economia, 2009.

*Falaschetti*, Shareholder Democracy and Corporate Governance, FSU College of Law, Law, Business & Economics Paper No. 08-14, 2008.

*Fama, Jensen*, Agency Problems and Residual claims, Journal of Law & Economics, Vol. XXVI, 1983.

*Freund*, The Legal Nature of Corporations, 2000.

*Friedlander*, The Delaware General Corporation Law and Takeovers: Overturn Time-Warner Three Different Ways in Symposium: The Delaware General Corporation Law for the 21st Century, 33 Del. J. Corp. L., 2008.

*Frydenberg*, Theory of Capital Structure – A Review, 2004.

*George Geis*, An Appraisal Puzzle, John M. Olin Law and Economics Research Paper Series No. 2010-10, 2010.

*Ghezzi, Malberti*, Corporate Law Reforms in Europe: The Two-Tier Model and the One-Tier Model of Corporate Governance in the Italian Reform of Corporate Law, 2007.

*Gilson*, A Structural Approach To Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers, 33 Stan.L.Rev., 1981.

*Gilson*, The Case Against Shark Repellent Amendments: Structural Limitations on the Enabling Concept, 34 Stan. Law. Rev., 1982.

*Goshen, Ovsky*, The Essential Role of Securities Regulation, Duke L. J., No. 4, Vol. 55, 2006.

*Grantham*, The Limited Liability of Company Directors, Research Paper # 07-03, 2007.





*Gregory Sidak, David Teece*, Rewriting the Horizontal Merger Guidelines in the Name of Dynamic Competition, 16 Geo. Mason L. Rev., 2009.

*Guido Ferranini, Geoffrey P. Miller*, A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe, Law Working Paper №139/2010, 2010.

*Hansmann, Kraakman*, The Essential Role of Organizational Law, Yale L. J., 2000.

*Hansmann, Kraakman, Squire*, Law and Rise of the Firm, 2006.

*Hansmann., Kraakman*, The End of History for Corporate Law, Working Paper No. 00-09, 2000.

*Haspeslagh, Jemison*, Managing acquisitions: Creating value through corporate renewal, The Free Press, New York, 1991.

*Herwig J. Schlunk*, Rationalizing The Taxation of Reorganization and Other Corporate Acquisitions, 27 Va. Tax Rev. 23, Summer, 2007.

*Hopt*, Modern Company and Capital Market Problems: Improving European Corporate Governance after Enron, 2007.

*Hopt*, Takeover, Secrecy, and Conflict of Interests: Problems for Board and Banks, in: Takeovers in English and German Law, (edit. *J. Payne*), 2002.

*Hopt*, The German Two-Tier Board: Experience, Theories, Reforms, 1998.

*James Langenfeld*, Non-Horizontal Merger Guidelines in the United States and the European Commission: Time for the United States to Catch up?, 16 Geo. Mason L. Rev., 2009.

*Jensen, Meckling*, The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, 3 J. Fin. Econ., 1976.

*Joseph H. Flom*, Mergers & Acquisitions: The Decade in Review, 54 U. Miami L. Rev., 2000.

*Klausner, Michael*, The Contractarian Theory of Corporate Law: A Generation Later, The Journal of Corporate Law, 2006.

*Klein, Crawford, Alchian*, Vertical Integration, Appropriable Rents and The Competitive Contracting Process, 21 J.L. & Econ., 1978.

*Kode, Ford, Sutherland*, A conceptual model for evaluation of synergies in mergers and acquisitions: A critical review of the literature, *South African Journal of Business Management*, 2003.

*Koenig*, A Brief Roadmap to Going Private, *Colum. Bus. L. Rev.*, 2004.

*Kvintradze, Tamar*, Minority Shareholder Protection in Georgia and Germany, A Comparative Analysis, Central European University, 2009.

*Kwall*, What is a Merger? The Case for Taxing Cash Mergers Like Stock Sales, 32 *Iowa J. Corp. L.* 2006.

*Lindahl, Carter*, Corporate Concentration and Public Policy, 1959.

*Lucian A. Bebchuck, Allen Ferrell*, A New Approach to Takeover Law and Regulatory Competition, 87 *Va. L. Rev.*, 2001.

*Malcom B. Coate*, Economic Models in Merger Analysis: A Case Study of the Merger Guidelines, Putomac Working Paper in Law and Economics 05-04, 2005.

*Mao*, Interaction of the Debt Agency Problems and Optimal Capital Structure: Theory and Evidence, 2002.

*Marco Ventoruzzo*, Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposal, Working Paper №137, 2009.

*Maremont*, Can Ford Make a Tiger out of Jaguar? *Business Week*, 1990.

*McCluskey*, The Substantive Politics of Formal Corporate Power, 53 *Buff. L. Rev.*, 2006.

*Michael A. Salinger*, Vertical Mergers in Multi-Product Industries and Edgeworth's Paradoxs of Taxation, 39 *J. Indus. Econ.*, 1991.

*Mirvis, Marks*, The Human Side of Merger Planning: Assessing and Analyzing "Fit", *Human Resource Planning*, 1992.

*Moll*, Shareholder Oppression & Dividend Policy in the Close Corporation, 60 *WASH. & LEE L. REV.* 2003.

*Parsnos, Titman*, Capital Structure and Corporate Strategy, 2007.

*Phillips*, Reappraising the Real Entity Theory of the Corporation, 21 *Fla. St. U.L. Rev.*, 1994.

*Radin*, The endless problem of corporate personality, 32 *Colum L. Rev.*, 1932.



*Renneboog, Szilagyi*, Corporate Restructuring and Bondholder Wealth, TILEC Discussion Paper, DP 2006-007, 2006.

*Ribstein*, Why Corporations? Berkley Bus. L. J. 183, 2004.

*Rock*, Shareholder Eugenics in the Public Corporation, U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No. 11-26, 2011.

*Rock*, The Corporate Form As A Solutions to A Discursive Dilemma, *Scholarship at Penn Law*. Paper 84, 2005.

*Roll*, The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers, 59 Journal of Business, 1986.

*Scherer*, Industrial Market Structure and Economic Performance, 1980.

*Schuster*, Efficiency in Private Control Sales – The Case of Mandatory Bids, 2010.

*Schwarez*, Collapsing Corporate Structure: Resolving the Tension Between Form and Substance, 60 Business Lawyer, 2004.

*Sepe, Rogers*, Private Sale of Corporate Control: Why The European Mandatory Bid Rule is Inefficient, 2010.

*Seth*, Sources of value creation in acquisitions: An empirical investigation, Strategic Management Journal, 11, 1990.

*Shannon D. Kung*, The Reverse Triangular Merger Loophole and Enforcing Anti-Assignment Clauses in Symposium: Original Ideas on Originalizm, 103 Nw. U.L. Rev., 2009.

*Sirower*, The synergy trap: how companies lose the acquisition game, NY: The Free Press, New York, 1997.

*Smythe*, Shareholder Democracy and the Economic Purpose of the Corporation, Washington and Lee Law Review, 2006.

*Stout*, Bad and not-so-bad arguments for shareholder primacy, Southern California Law Review, Vol. 75, 2002.

*Stout*, On The Nature of Corporations, University of Illinois l. Rev., Number 1, 2005.

*Teece*, Economies of Scope and The Scope of the Enterprise, 1 J.Econ.Behav.& Org., 1980.

*Thompson*, Agency Law and Asset Partitioning, 2003.

*Timmer*, Understanding The Fed Model, Capital Structure, and Then Some, 2012.

*Tobias H. Tröger*, Asset Partitioning, Debt-Equity Agency Conflicts, and Choice of Organizational Form, Eberhard-Karls-University Tübingen, Law School, 2007.

*U.S. Department of Justice and Federal Trade Commission*, Horizontal Merger Guidelines, No. 1806, Antitrust Trade and Regulation Report, 1997.

*Vicari, Andrea*, Conflicts of Interest of Target Company's Directors and Shareholders in Leveraged Buy-outs, European Company and Financial Law Review, vol. 4 No. 3, 2007.

*Welch*, The Determinant of Capital Structure, 2002.

*William K. Sjoström*, The Due Diligence Defence Under Section 11 of the Securities Act 1933, Brandies Law Journal, 2006.

*William M. Brown*, Grandfathering Can Seriously Damage Your Wealth: Due Diligence in Mergers and Acquisitions of Medical Device Companies, 36 Gonz. L. Revv., 2001.

*William Magnuson*, Takeover Regulation in the United States and Europe: An Institutional Approach 21 Pace Int'l L. Rev., 2009.

*Williamson*, Markets and Hierarchies: Analysis and Anti-trust Implications, New York, 1975.

*Wright, Renneboog, Simons, Scholes*, Leveraged Buyout in U.K. and Continental Europe: Retrospect and Prospect, Wor.P. #126, 2006.

*Yin*, Publicly Traded Partnerships, Closely Held Corporations and Entity Classification for Tax Purposes, Public Law and Legal Theory Research Paper Series No. 2010-05, 2010.



## ნორმატიული მასალა:



კორპორაციული მართვის კოდექსი კომერციული ბანკებისთვის საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის 2001 წლის 28 დეკემბრის №318 ბრძანება „კომერციულ ბანკებში შიდა აუდიტის მოთხოვნების შესახებ წესის დამტკიცების თაობაზე“.

საქართველოს „კომერციული ბანკების შესახებ“ კანონი.

საქართველოს კანონი „თავისუფალი ვაჭრობისა და კონკურენციის შესახებ“.

საქართველოს „მეწარმეთა შესახებ“ კანონი.

საქართველოს „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ კანონი.

ALI Principles of Corporate Governance.

Clayton Act

Delaware General Corporate Law.

First Council Directive 68/151/EEC of 9 March 1968 on co-ordination of safeguards which, for the protection of the interests of members and others, are required by Member States of companies within the meaning of the second paragraph of Article 58 of the Treaty, with a view to making such safeguards equivalent throughout the Community, OJ L 65, 14.3.1968.

Securities Exchange Act 1934.

Sherman Act.

Williams Act.

## სასამართლო გადაწყვეტილებები:

Alcan Aluminum Corp. v. Electronic Metal Products, Inc., 837 P2d 282 (Colo App 1992).

American Ry Co. v. Commonwealth, 228 S. W. 433 (Ky. 1920).

Applebaum v. Anaya, 812 A.2d 880 (Del. 2002).

Armour-Dial, Inc. v. Alkar Engineering Corp., 469 F Supp 1198 (Ed Wis 1979).

Balsamides v. Protameen Chems, Inc., 734 A.2d 721-733, (N.J. 1999).

BGHZ 153, 47=NZG 2003, 280 ff.

Blumenthal v. Roosevelt Hotel, Inc., 115 N.Y.S.2d 52, 57 (sup. Ct. 1952).

Carbelo-Rodriguez v. Clark Equipment Cp., 147 F Supp 2d 63 (D 2001).



- Carmody v. Toll Bross. Del. Ch. Lexis 131, 1988.
- Edelman v. Fruehauf Corp., 798 F.2d 882 (6<sup>th</sup> Cir. 1986).
- Equity Group Holdings v. DMG, Inc., 576 F.Supp. 1197 (S.D.Fla. 1983).
- Everett v. Carolina Mortgage Cco., 1 S.E.2d 109 (N.C. 1939).
- Farris v. Glen Alden Corporation, 143, A.2d 25 (Pa. 1958).
- FTC v. Procter & Gamble Co., 386 U.S. 568, 577 (1967).
- Gimberl v. Signal Co., 316 A.2d 619 1974.
- Goldberg v. Meridon, 567 F. 2d 209 (2d Cir. 1977).
- Hale v. Henkel, 201 U.S., 1906.
- Hariton v. Arco Electronic, Inc., 188 A.2d 123 (Del. 1963).
- Heckman v. Ahmanson, 214 Cal. Rptr. 177 (Ct. App. 1985).
- Heilbrunn v. Sun Chemical Corp. (Del. 1959).
- Hintmann v. Fred Weber, Inc., Del. Ch. Lexis 65, WL 376379 (2000).
- Katz v. Bregman 431 A.2d 1274 (Del. Ch. 1981).
- Keller v. Clark EquipmentCo., 715 F2d 1280 (CA8 1983).
- Knoll Pharmaceutical Co. v. Automobile Insurance Co., 167F Supp 2d 1004 (ND III 2001).
- Lamb v. Leroy Corp., 454 P.2d 24 (Nev. 1969).
- Lessard v. Applied Risk Mgmt., 307 F3d 1020 (CA9 2002).
- Lynch v. Vickers Energy Corp., 383 A.2d 278 (Del. 1977).
- M & W, Inc., v. Pacific Guardian Life Insurance Co., WL 32685 (Haw. App. Ct. 1998).





M.P.M. Enterprises, Inc. v. Gilbert, 731 A.2d 790, 795 (Del. 1999).

Marcou v. Federal Trust Co., 268 A.2d 629 (Me. 1970).

Max v. Allright Corp., 930 P2d 1010 (Azir App 1997).

Max v. Allright Corp., 930 P2d 1010 (Azir App 1997).

Mentor Graphics Corp. v. Quickturn Design Systems, Inc., 728 A.2d 25, 40-41 (Del. Ch. 1988).

Metropolitan Life Insurance Co. v. RJR Nabisco, Inc., 716 F.Supp. 1504 (S.D.N.Y. 1989).

Mills Acquisition Company v. Macmillan, Inc., 559 A.2d 1261 (De. 1989).

Moon v. Moon Enterprises, Inc., 65 Ark. App. 246, 986 S. W.2d 134 (1999).

Moran v. Household International, Inc., 500 A.2d 1346 (Del. 1985).

New York v. National Service Industries, Inc., 460 F.3d 201 (2d. cir. 2006).

Parson v. Roper Whitney, Inc., 586 F Supp 1447 (Wd Wis 1984).

Pay 'N Pak Stores, Inc., v. Court Square Capital, Ltd., 141 F.3d 1178 (Cir. 1998).

Pay'N Pak Stores v. Court Square Capital LTD (9<sup>th</sup> Cir. 1998).

Perlman v. Feldemann 219 F. 2d 173 (2d Cir. 1955).

Piemonte v. New Boston Garden Corp. 387 N.E.2d. 1979, 1145.

Pratt v. Ballman-Cummings Furn. Co., 549 S.W.2d 270 (Ark. 1977).

Protocomm Corp. v. Novell Advanced Serv., Inc., 171 F.Supp.2d 459 (E.D.Pa. 2001).

Radol v. Tomas, 534 F.Supp. 1302 (S.D. Ohio 1982).

Randall v. Bailey, 23 N.Y.S.2d. 173, 179 (Sup. Ct. 1940).

Rapid-American Corporation v. Harris, 603 A.2d 796 (Del. 1992).



Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbers Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986).

Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbers Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986).

Richmond, Virginia v. Madison Management Group, 918 F2d 438 (CA4 1990).

Roven v. Cotter, 547, A.2d 603 (Del. Ch. 1988).

SEC v. Carter Halwey Hale Stores, Inc., 760 F.2d 945 (Cir. 1985).

Shanoon v. Samuel Langston Co., 379 F.Supp 797 (Mich. 1974).

Swope v. Siegel-Robert, Inc., 243 F.3d 486, 492 (8<sup>th</sup> Cir. 2001).

Tracy by Tracy v. Winchester Repeating Arms Co., 745 F Supp 1099 (Ed Pa 1990).

Trustees of Dartmouth College v. Woodward (1819) 17 US (4 Wheat) 518.

Trustees of Dartmouth College v. Woodward (1819) 17 US (4 Wheat) 518.

United Grocers, Ltd. v. United States, 186 F Supp 724.

United State v. Penn-Olin Chemical Co, 378 U.S. P. 158.

United States v. Tabour Court Realty Corp., 803 F. 2d. 1288 (3d Cir. 1986).

Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946, (Del. 1985).

Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 710 (Del. 1983).

Weinstein Enters., Inc., v. Orloff, 870 A.2d 499, 507 (Del. 2005).

Wellman v. Dickinson, 475 F.Supp. 783, 823-824 (S.D.N.Y. 1979).

Welton v. Saffery (1897) AC 299.

Welton v. Saffery (1897) AC 299.

Williams v. Geier, 671, A.2d 1368, (Del. 1996).



## ინტერნეტ რესურსი:



ქართული  
ენების ინსტიტუტი

[www.gse.ge](http://www.gse.ge)

[http://www.valuebasedmanagement.net/methods\\_fairvalue.html](http://www.valuebasedmanagement.net/methods_fairvalue.html)

<http://www.investopedia.com/terms/c/carryingvalue.asp#axzz25QT6xDXI>

[http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/)

<http://ssrn.com/abstract=991248>

**გიორგი მახაროშვილი**



**კაპიტალურ საზოგადოებათა სტრუქტურაში  
ფუნდამენტური ცვლილებების განხორციელება  
კორპორაციულ-სამართლებრივ ქმედებათა  
(შეძენა, შეძენა) საფუძველზე**

**შედარებით-სამართლებრივი ანალიზი**

**GIORGI MAKHAROBlishvili**

**FUNDAMENTAL STRUCTURAL CHANGES IN  
CORPORATIONS ON THE BASIS OF CORPORATE AND  
LEGAL ACTS (MERGERS & ACQUISITIONS)**

**Comparative And Legal Analysis**



176

ნ3/743



კომპ. უზრუნველყოფა თამარ სტეფანაძე

გამომცემლობა „მერიდიანი“,

ალ. ყაზბეგის გამზ. №47

E – mail: meridiani777@gmail.com ტ. 239-15-22

36.364  
K 4

მეცნიერებათა  
ბიბლიოთეკა



9 789941 108587