

ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო
უნივერსიტეტის იურიდიული ფაკულტეტი

გიორგი მასარობლიშვილი

„კაპიტალურ საზოგადოებათა სტრუქტურაში
ფუნდამენტური ცვლილებების განხორციელება
კორპორაციულ-სამართლებრივ ქმედებათა (შეძენა, შერწყმა)
საფუძველზე“

(შედარებით-სამართლებრივი ანალიზი)

სადისერტაციო ნაშრომი წარდგენილია სამართლის დოქტორის
აკადემიური ხარისხის მოსაპოვებლად

ხელმძღვანელი ირაკლი ბურდული,

ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო
უნივერსიტეტის იურიდიული ფაკულტეტი, პროფესორი



თბილისი, 2014

სტრუქტურა

აბრევიატურები.....	7
I. შესავალი.....	10
II. კაპიტალურ საზოგადოებათა ჰეტეროგენია.....	13
1. შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოება	15
2. სააქციო საზოგადოება	17
III. სააქციო საზოგადოების ძირითადი სტრუქტურული ელემენტები და მისი მნიშვნელობა რესტრუქტურის პროცესისთვის	18
1. სააქციო საზოგადოება, როგორც კონცენტრირებული კაპიტალის ორგანიზებული მართვის სამართლებრივი კონსტრუქცია.....	18
2. სს-ის არსის განმსაზღვრელი ორგანული ნიშნები.....	20
2.1. სს-ის არსის სამართლებრივი მოცემულობა.....	20
2.2. სს-ის სუბსტანციის განმსაზღვრელი ორგანული ელემენტები....	21
2.2.1. სამართლებრივი „პიროვნულობა“	22
2.2.2. პასუხისმგებლობის შეზღუდვა.....	23
2.2.3. მართვის ცენტრალიზება	26
2.2.4. წილთა გასხვისების სამართლებრივი რეჟიმი	27
2.2.5. კაპიტალის აქციებად დაყოფა	29
3. სააქციო საზოგადოებათა ტიპოლოგიური გამიჯვნა.....	31
3.1. სს-ის ტიპოლოგიური კლასიფიცირების საფუძველი	31
3.2. „დახურული“ სს.....	34
3.3. „საჯარო“ (ანგარიშგაღებული) სს.....	38
4. სააქციო საზოგადოების სტრუქტურული ელემენტები	45
4.1. სს-ის სტრუქტურული ელემენტები ორგანიზაციული მართვის კონტექსტში.....	45
4.1.1. „ზემდგომი“ ორგანო.....	46
4.1.2. „ნების აღმსრულებელი“ ორგანო.....	49
4.1.3. საზედამხედველო ორგანო.....	53
4.1.4. აუდიტი – ინსტიტუციონალური ორგანო ?!.....	55
4.2. სს-ის სტრუქტურული ელემენტები შინაარსობრივი გენეზისის სტრატეგიულ კონტექსტში.....	59
4.2.1. კაპიტალი.....	60
4.2.1.1. კაპიტალის კლასობრივი დეტერმინაცია	60
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.....	68
4.2.2. კონტროლი, როგორც სს-ის აქციონერის საკუთრების სტრუქტურიდან გამომდინარე უფლება.....	71
4.2.2.1. კონტროლისა და საკუთრების გამიჯვნა.....	71
4.2.2.2. „კონტროლის კონტროლი“: აქციონერთა აქტივიზმის სტრატეგიული პოსტულატები.....	73
5. სააქციო საზოგადოების სტრუქტურული ელემენტების მნიშვნელობა რესტრუქტურისაციის პროცესში.....	77
5.1. ზოგად პერსპექტივაში.....	77
5.2. სს, როგორც კაპიტალურ საზოგადოებათა შორის კორპორაციულ კომბინაციათა სუბიექტი და ობიექტი.....	81
5.3. სს-ის შიდა სტრუქტურა, როგორც რესტრუქტურისაციის საფუძვლის (M&A) შედეგების შერაცხვის სამიზნე ობიექტი.....	82
6. I შუალედური დასკვნა.....	84
IV. M&A, როგორც სს-ის სტრუქტურული რესტრუქტურისაციის სტრატეგიული საფუძველი, მისი სახეები და შესრულების მეთოდები.....	85
1. M&A, როგორც საწარმოში ფუნდამენტური სტრუქტურული ცვლილებების განხორციელების საფუძველი.....	85
2. კორპორაციათა შერწყმისა და შექმნის გენეზისი.....	87
3. სააქციო საზოგადოების შექმნის ტრანზაქციის ძირითადი სტრუქტურული მექანიზმები.....	90
3.1. ზოგადი პარადიგმა.....	90
3.2. M&A-ის ჰომოგენური საფუძვლები.....	91
3.3. M&A-ის კონცეფტუალური არსი.....	94
3.4. კორპორაციის შექმნა, მასში მონაწილე სუბიექტები და შესრულების ფორმები.....	98
3.4.1. კორპორაციათა შექმნა.....	98
3.4.2. კორპორაციულ კომბინაციათა პროცესში მონაწილე სუბიექტები.....	99
3.4.2.1. საინვესტიციო ბანკები.....	99
3.4.2.2. აუდიტორული ფირმები.....	100
3.4.2.3. ინსტიტუციონალური ინვესტორები, <i>Hedge</i> ფონდები და კერძო ფონდები.....	101
3.4.3. კორპორაციათა შექმნის სამართლებრივი ფორმები, მექანიზმები და ფინანსური ასპექტები.....	103
3.4.3.1. სამიზნე საზოგადოების ქონებრივი შექმნა და სახეები....	108
3.4.3.1.1. ქონებრივი შექმნა.....	108

3.4.3.1.1.1. ქონებრივი შეძენა ნაღდი ფულით.....	108
3.4.3.1.1.2. ქონებრივი შეძენა აქციების საშუალებით	111
3.4.3.2. სამიზნე საზოგადოების წილობრივი შეძენა და სახეები	114
3.4.3.2.1. წილობრივი შეძენა	114
3.4.3.2.1.1. წილობრივი შეძენა ნაღდი ფულით.....	114
3.4.3.2.1.2. წილობრივი შეძენა აქციების საშუალებით.....	117
3.4.3.3. სამიზნე საზოგადოების შეძენა კაპიტალის ორგანიზებულ ბაზარზე – დაუფლება სატენდერო შეთავაზებით და მისი სახეები 120	
3.4.3.3.1. დაუფლების არსის განმარტებისთვის.....	120
3.4.3.3.2. სატენდერო შეთავაზება დაუფლების კონტექსტში.....	124
3.4.3.3.3. დაუფლებითი შეძენა: სახეები და გამოვლინებები.....	129
3.4.3.3.3.1. „მეგობრული“ დაუფლება	129
3.4.3.3.3.1.1. <i>Leveraged buyout</i> , როგორც „მეგობრული“ დაუფლების მეთოდური გამოვლინება.....	132
3.4.3.3.3.1.2. <i>Management buyout</i> , როგორც „მეგობრული“ დაუფლების მეთოდური გამოვლინება.....	134
3.4.3.3.3.1.3. სასესო დაფინანსებით შეძენის ზოგიერთი პრობლემური საკითხის განმარტებისთვის.....	136
3.4.3.3.3.2. „მტრული“ დაუფლება/შთანთქმა	140
3.4.3.3.3.3. დაუფლებისგან თავდაცვის გენერალური სტრატეგიები და მათი შედეგების ასახვა სს-ის სტრუქტურულ ელემენტებზე.....	143
3.4.3.3.3.3.1. „ზვიგენის მოგერიების“ ტაქტიკა (<i>“shark repellent“</i>) 145	
3.4.3.3.3.3.2. „მომწამლავი აბის“ ტაქტიკა (<i>“poison pill“</i>).....	149
3.4.3.3.3.3.3. „ოქროს პარაშუტის“ ტაქტიკა (<i>“golden parachute“</i>) 154	
3.4.3.3.3.3.4. „მწვანე საფოსტო ყუთის“ ტაქტიკა (<i>“greenmail“</i>) 156	
3.4.3.3.3.3.5. კაპიტალის რესტრუქტურისა, როგორც არასასურველი შეძენისგან დაცვის სტრატეგია	158
3.4.3.3.3.3.6. დაუფლებისგან დაცვის სხვა საშუალებათა განმარტებისთვის	161
3.4.4. შეძენის ფინანსური ასპექტები: ფინანსური ანგარიში და ანაზღაურების საშუალებები.....	163

3.4.4.1.	ფინანსური ანგარიშის ადგილი კორპორაციულ კომბინაციათა პროცესში.....	163
3.4.4.2.	„შექენის მეთოდი“ – კორპორაციულ კომბინაციათა ფასის და ტრანზაქციის შედეგების ანგარიშების მეთოდი.....	165
3.4.4.2.1.	სამართლიანი ღირებულება (“ <i>fair value</i> “).....	169
3.4.4.2.2.	„შექენის მეთოდის“ გავლენა საწარმოს ფინანსურ მონაცემებზე.....	171
3.4.4.2.2.1.	„კაპიტალნამატი“.....	172
3.4.4.2.2.2.	გუდვილი.....	173
3.4.4.3.	შექენის დაფინანსების საშუალებები: ფული თუ აქცია?!175	
3.4.5.	M&A-ის პროცესუალური შესრულების პრინციპული მეთოდი: “ <i>Due Diligence</i> “.....	180
3.4.5.1.	“ <i>Due Diligence</i> “-ის არსი.....	180
3.4.5.2.	DD-ის ძირითადი სახეები: ფინანსური DD და სამართლებრივი DD.....	184
3.4.5.2.1.	სამართლებრივი DD.....	184
3.4.5.2.2.	ფინანსური DD.....	186
4.	კორპორაციათა შერწყმა და მისი შესრულების სტრატეგიები.....	187
4.1.	შერწყმით შექენის არსის განმარტებისთვის.....	187
4.2.	შერწყმის ძირითადი ფორმები და ტიპები.....	191
4.2.1.	შერწყმის ძირითადი ფორმები.....	191
4.2.1.1.	„სვოპ“ შერწყმა.....	191
4.2.1.2.	„შერწყმა ფულით“ (<i>cash-for-stock merger</i>).....	193
4.2.1.3.	სამკუთხა შერწყმა.....	195
4.2.1.3.1.	პირდაპირი სამკუთხა შერწყმა.....	196
4.2.1.3.2.	რევერსული სამკუთხა შერწყმა.....	198
4.2.1.4.	„მოკლე“ შერწყმა.....	199
4.2.2.	შერწყმის ძირითადი ტიპები.....	201
4.2.2.1.	„ჰორიზონტალური შერწყმა“.....	202
4.2.2.2.	„ვერტიკალური შერწყმა“.....	203
4.2.2.3.	კონგლომერატი.....	204
5.	II შუალედური დასკვნა.....	206
V.	M&A-ის კონსტრუქციული სამართლებრივი და ეკონომიკური ეფექტი სააქციო საზოგადოებაზე.....	207
1.	სს-ის კონსტრუქციული ცვლილების შემადგენლობა.....	207

2.	რეორგანიზაციული რანგის რესტრუქტურისაცია.....	208
2.1.	ორგანიზაციული კონვერსია.....	208
2.2.	ტიპოლოგიური კონვერსია.....	211
3.	აქციონერთა სტრუქტურულ-საინვესტიციო და უფლებრივი რეკლასიფიცირება	215
3.1.	აქციონერთა საინვესტიციო პორტფოლიოს შეცვლა.....	215
3.2.	აქციონერთა უფლებრივი რეკლასიფიცირება.....	217
3.3.	აქციონერთა პოსტრანზაქციული დაცვის ძირითადი მექანიზმები.....	221
3.3.1.	გასვლის სტრატეგიები და მათი აქტივაცია.....	222
3.3.1.1.	აქციათა გასხვისება, როგორც გასვლის სტრატეგია	222
3.3.1.2.	ეფრაიზალის უფლება, როგორც გასვლის სტრატეგია	225
3.3.1.2.1.	ეფრაიზალის უფლების გამოყენების ფარგლები.....	227
3.3.1.2.2.	წილის სამართლიანი ღირებულებით კომპენსირება და მისი განსაზღვრა	231
3.3.1.2.2.1.	სამართლიანი ფასის განმსაზღვრელი სუბიექტები.....	231
3.3.1.2.2.2.	სამართლიანი ღირებულების განსაზღვრა.....	232
3.3.2.	<i>De facto</i> შერწყმის დოქტრინა.....	237
3.3.2.1.	<i>De facto</i> შერწყმის დოქტრინის არსი.....	237
3.3.2.2.	<i>De facto</i> შერწყმის დოქტრინის გამოყენება	238
4.	მენეჯმენტის როტაცია.....	241
5.	ლიკვიდაცია.....	244
6.	სინერგიზმი რეკონფიგურირებულ სააქციო საზოგადოებაში.....	248
6.1.	სინერგიზმის კონცეფტუალური არსი.....	248
6.2.	სინერგიზმის წყაროზე დაფუძნებული ვარიაციული კლასიფიკაცია.....	251
6.2.1.	ოპერაციული სინერგიზმი და მისი ორი ძირითადი სახე: მასშტაბის ეკონომია და მოქმედების სფეროს ეკონომია.....	254
6.2.1.1.	მასშტაბის ეკონომია (<i>Economies of Scale</i>)	254
6.2.1.2.	მოქმედების სფეროს ეკონომია (<i>Economies of Scope</i>)	256
6.2.1.3.	ოპერაციული სინერგიზმის შემაჯამებელი ხედვა.....	258
6.2.2.	ფინანსური სინერგიზმი	260
VI.	დასკვნა.....	262
	ბიბლიოგრაფია.....	266

აბრევიატურები

ქართულ ენაზე:

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

უცხოურ ენებზე:

ABA	American Bar Association
ALI	American Law Institute
Bus.	Business
Cal. Corp. Code	California Corporate Code
CAFAA	Cash For Asset Acquisition
Chap.	Chapter
DD	Due Diligence
Del.	Delaware
DGCL	Delaware General Corporation Act
Del. Ch.	Delaware Court of Chancery

Ed.	Edition
Edit.	Editor
ESOP	Employee Stock Ownership Plan
Et. seq.	Et sequens
FASB	Financial Accounting Standards Board
Ff	Fortfolgende
FDD	Financial Due Diligence
FMS	Flexible Manufacturing Technologies
FMV	Fair Market Value
FTC	Federal Trade Commission
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
IFC	International Financial Corporation
IPO	Initial Public Offering
IRC	Internal Revenue Code
LBO	Leveraged Buy Out
LDD	Legal Due Diligence
L.J.	Law Journal
LLC	Limited Liability Company
L. Rev.	Law Review
M&A	Mergers and Acquisitions
MBO	Menegmant Buy Out
NASDAQ	National Assosiation of Securities Dealer Automated Quotations
NYSE	New York Stock Exchange
OTCM	Over The Counter Martket
P.	Page
PV	Present Value
Rev.	Revised

R.M.B.C.A.	Revised Model Business Corporation Act
S.D.N.Y.	United States District Court for the Southern District of New York
Sec.	Section
SEC	Securities Exchange Commission
SFAS	Statement of Financing Accounting Standards
Sup. Ct.	Supreme Court
UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development
USA	United States of America
Vol.	Volume

I. შესავალი

საქართველოში თანამედროვე საკორპორაციო სამართლის ჩამოყალიბება და განვითარება როგორც სამართლებრივი, ისე ეკონომიკური თვალსაზრისით, ახალი ათასწლეულის პირმშოა. კაპიტალიზმის იდეის პრაქტიკული გამოყენება სამეწარმეო საქმიანობის განმხორციელებელი 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.¹

საკორპორაციო სამართლის პრინციპული მიზანია, ოპტიმალური ორგანიზაციული ნორმატიული წესრიგის შექმნით მმართველობითი ხარჯების² შემცირება.³ სამეწარმეო ან არასამეწარმეო საქმიანობის განხორციელების ესა თუ ის სამართლებრივი ფორმა მის წევრებს (პარტნიორებს) შესაძლებლობას აძლევს, რომ უკვე ჩამოყალიბებული სამართლებრივი ფორმის რესტრუქტურისადაც და საქმიანობის სპექტრის ექსპანსიით ეკონომიკური სარგებლიანობის მაქსიმალიზება დამოუკიდებლად დაგეგმონ და განახორციელონ. რესტრუქტურისაციის შესრულების ფორმა მრავალგვარია.⁴ ნაშრომის მიზანს კორპორაციის ფინანსური და ოპერაციული რესტრუქტურისაციის კონკრეტული სეგმენტების გაანალიზება წარმოადგენს. კორპორაციის სტრუქტურის კვლევის საგნად განსაზღვრა მის სუბსტანციაშია: ბაზარი, სადაც კორპორაცია ოპერირებს, პროდუქცია, მენეჯმენტი და კაპიტალი „ლია“ სააქციო საზოგადოების სტრუქტურისა და ფუნქციონირების ძირითადი დეტერმინატებია.⁵

დისერტაციის კვლევის მიზანი და საგანი საკორპორაციო სამართლებრივ კომბინაციათა შექმნა-შერწყმის საფუძველზე განხორციელებული სტრუქტურული ცვლილებებია. საწარმოთა სტრუქტურული რესტრუქტურისაცია არა მხოლოდ თავისი მნიშვნელობით, არამედ მისი სირთულითა და, შესაბამისად, მოცულობითაც გამოირჩევა. მისი ყველა ასპექტის ერთ ნაშრომში განხილვა არათუ მიზანშეუწონელი, არამედ შეუძლებელიცაა. ამიტომ კორპორაციის რესტრუქტურისაციის საკითხი მხოლოდ საწარმოთა შექმნა/შერწყმის პრიზმაში იქნება გააზრებული. კვლევა ეხება საწარმოთა რეორგანიზაციის პროცესში აღმოცენებულ და არსებულ საზოგადოების სამართლებრივ სტატუსსა და ბუნებას, პარტნიორების (აქციონერების) ტრანზაქციის შემსრულებელ ან/და მესამე პირებთან

¹ 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. *Luois Putterman, Randy Kroszner*, 1986; *Klein, Coffee, Business Organization and Finance*, 11th ed., 2011 და ა.შ.

² ე.წ. *agency costs*.

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

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

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

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.⁶ შესაბამისად, ნაწევნებია ქართული საკორპორაციო სამართლის მიმართება აშშ-ის მოდელური კანონებისა და მოწინავე საკორპორაციო რეგულაციებთან შედარებითი ანალიზის კონტექსტში.⁷

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

ნაშრომის აქტუალობა თავად საწარმოთა რესტრუქტურისაციის პროცესში საკორპორაციო-სამართლებრივ კომბინაციათა მნიშვნელობიდან მომდინარეობს, რამდენადაც საწარმოთა რესტრუქტურისაციის 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-სამართლებრივი და ლოგიკური ანალიზის საფუძველზე, რათა ნათლად წარმოჩინდეს საკორპორაციო სამართლებრივ კომბინაციათა, საწარმოთა შექმნა/შერწყმის თავისებურებები კორპორაციათა რესტრუქტურისაციისთვის. 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 რესტრუქტურისაციის იურიდიული ბუნების განსაზღვრას.

ნაშრომში გამოყენებული მეთოდოლოგიური ანალიზი ნამუშევარს ინტერდისციპლინურ ხასიათს სძენს. სააქციო საზოგადოების

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

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

სტრუქტურულ ელემენტებში ცვლილებები, სამართლებრივი სპექტრის ფონზე, გაანალიზებულია ეკონომიკურ-მარკეტინგულ ჭრილში, რისთვისაც გამოყენებულია სამართლის ეკონომიკური ანალიზის ფუნდამენტური ასპექტები. შექმნა/შერწყმის უნიფიცირებული სახის არქონამ და კაპიტალის ბაზარზე ფუნქციონირების დამკვიდრებული წესების სამართლებრივ-ეკონომიკურმა დუალისტურმა ხასიათმა ნაშრომში ეკონომიკური პოსტულატების ინტეგრირებული იმპლემენტაცია განაპირობა. შედეგად, შექმნა/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 ციისა და პროცესის მარეგულირებელ ნორმებს უკავშირდება.

მეხუთე ნაწილი დათმობილი აქვს სს-ის სტრუქტურულ ელემენტთა პოსტტრანზაქციული 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 მაგნიტუდას, რომელიც სტრუქტურული ცვლილების დაწყების მოტივთა შორის განსაკუთრებული მნიშველობით კვალიფიცირდება.

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

II. კაპიტალურ საზოგადოებათა ჰეტეროგენია

თანამედროვე ეკონომიკის აღმავლობისა და სტაბილურობის შენარჩუნების ერთ-ერთი საფუძველი საკორპორაციო სამართლებრივი რეგულაციებია. კორპორაციული „მართლწესრიგი“ აერთიანებს კაპიტალურ და ამხანაგურ საზოგადოებათა ტიპოლოგიურ ფორმებს.⁸ საკორპორაციო სამართლის პრინციპული ფუნქცია სამეწარმეო ეკონომიკური საქმიანობის განმახორციელებელი სუბიექტების სამართლებრივ-ორგანიზაციული ფორმით უზრუნველყოფა („მომარაგება“).⁹ მსხვილი კაპიტალის, ზოგადად კი, მატერიალური დოვლათის, ეფექტური მართვის გარხორციელების ინსტრუმენტალური მექანიზმი კაპიტალურ საზოგადოებათა პროცესუალური ფუნქციონირებაა.¹⁰ თავის მხრივ, კაპიტალის კონცენტრაციის ორი ძირითადი ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმიდან,¹¹ კვლევის საგანს მხოლოდ ერთი, სააქციო საზოგადოება,¹² შეადგენს. პირთა იმპლიციტურ თუ ექსპლიციტურ სახელშეკრულებო გაერთიანების¹³ ბაზისზე შექმნილი ორგანიზაცია,¹⁴ ისტორიულ პერსპექტივაში,¹⁵ აქციონერთა ინტერესებისა¹⁶

⁸ Cox, Hazen, *Business Organizations Law*, 3th ed., 2011, P. 1-53.

⁹ იხ. Armour, Hansmann., Kraakman, *What is Corporate Law? in: The Anatomy of Corporate Law*, 2nd edition, 2009, P. 2. სამეწარმეო ეკონომიკურ საქმიანობასთან დაკავშირებით, იხ. მახარობლი შვილი, 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 Concentration and Public Policy*, 1959, P. 12-14, 42-44.

¹⁰ Cox, Hazen, *Treatise on The Law of Corporations*, 3th ed., Vol. 1, 2010, P. 2.

¹¹ იგულისხმება შეზღუდული პასუხისმგებლობა (შპს) და სააქციო საზოგადოება (სს).

¹² ნაშრომში სს-ის ურთიერთთანაცვლებად ტერმინად გამოიყენება „კორპორაცია“. ამის შესაძლებლობას საქართველოს „მეწარმეთა შესახებ“ 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 გავლენიანი დემარკაციული ხაზი, სრულიად გაურკვეველი საფუძველით, 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 გამოყენებული. 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 გამოყენება, ისტორიულ პერსპექტივაშიც, ადეკვატურია. იხ. Gevurtz, *Corporation Law*, 2th ed., 2010, P. 113-114.

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

¹⁴ Hasnmann, *Ownership of Enterprise*, 1996, P. 18-20.

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

¹⁶ 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*

და დაინტერესებულ პირთა¹⁷ სოციალური სარგებლიანობის (და მათ მიმართ სოციალური პასუხისმგებლობის)¹⁸ კუთხით ჩამოყალიბებული სუბიექტის სამართლებრივი ფორმაა.¹⁹

საკორპორაციო სამართლებრივი საკანონმდებლო რეგულაცია (ფართო გაგებით) და დოქტრინალური ანალიზი მეწარმე სუბიექტებს ამხანაგური²⁰ და კაპიტალური ტიპის საზოგადოებებად ყოფს.²¹ 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)²² სტრატეგიებია.²³

საკორპორაციო სამართლის (ვიწრო გაგებით) სუბიექტთა შორის ინტერესტთა სოლიდარობა²⁴ სს-ის ტაქსონომიის არსის სრულფასოვანი გაგებით მიიღწევა.²⁵ სს-ის, როგორც მეწარმე სუბიექტის, ერთიანი სურათის შექმნა, ორი განსხვავებული, მაგრამ, კონკრეტულ პირობებსა და განსაზღვრულ სეგმენტებში, ურთიერთმფარავი მიმართულების ანალიზითაა შესაძლებელი. პირველი მიმართულების 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 რესტრუქტურისაციის საფუძველთა²⁶ ანალიტიკური კვლევის შედეგების საზოგადოების სტრუქტურულ ერთეულებზე პირდაპირ თუ არაპირდაპირპროპორციულად ასახვის პიპოტეთურ 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

the Economic Purpose of the Corporation, Lee L. Rev., 2006, P. 2-18; *Pinto, Branson*, Understanding Corporate Law, 3rd ed., 2009, P. 123-126; *Falascetti*, Shareholder Democracy and Corporate Governance, Law, Business & Economics Paper No. 08-14, 2008, P. 1-24; *Fairfax*, Shareholder Democracy, 2011, P. 7-161.

¹⁷ *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.

¹⁸ *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, 3rd ed., 2009, P. 18-19.

¹⁹ *Conald*, Corporations in Perspective, 1976, P. 126-139.

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

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

²² *Gevurtz*, Corporation Law, 2th ed., 2010, P. 8-11.

²³ *Shade, Epstein*, Business Structures, 2003, P. 14.

²⁴ *Easterbrook, Fischel*, The Corporate Contract, 1990, P. 200-211.

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

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

ბიზნესსაქმიანობის განხორციელების არეალი, სუბიექტები და ინვესტირებად კაპიტალთან წვდომის სირთულე-სიმარტივეა.²⁷ 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.²⁸ ზოგჯერ, ფულადი სახსრების კაპიტალის ბაზრის საშუალებით მოხიდვა სამართლებრივი კონიუნქტურით არის შეუძლებელი.²⁹ მეორე, ეს არის „საჯარო“ სამეწარმეო საქმიანობა,³⁰ როდესაც მეწარმე სუბიექტის ორგანიზაციული და სამართლებრივი მოწყობა ფართო ეკონომიკური აქტივობისთვის³¹ არის გამიზნული და ექვემდებარება ანტიმონოპოლიურ, სპეციფიკურ საგადასახადო და ფასიანი ქაღალდების სამართლის რეგულაციებს.³² კაპიტალური ტიპის ორგანიზაცია, რომელიც სამართალსუბიექტობის ძალით მეწილეთაგან გამიჯნული და განცალკევებულია,³³ ორ ჰეტეროგენულ ქვეკატეგორიად კლასიფიცირდება - შეზღუდული პასუხისმგებლობისა და სააქციო საზოგადოების კუთხით.

1. შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოება

კაპიტალის კონცენტრირების, მისი ორგანიზებული მართვისა და ოპერაციული საქმიანობის შედეგად წარმოშობილი ვალდებულებისთვის პასუხისმგებლობის შეზღუდვა, კაპიტალური ტიპის საზოგადოების სუბსტანციური ნიშნებია.³⁴ წამყვანი საკორპორაციო სამართლებრივი რეგულაციების მქონე ქვეყნები მეწარმე სუბიექტთა კლასიფიცირებას სწორი, არაკოლიზიური სისტემური ნორმების შემუშავებით აღწევენ.³⁵

²⁷ Cox, Hazen, O'Neal, Corporations, 1998, P. 51.

²⁸ Shade, Business Associations, 2010, P. 58.

²⁹ 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.

³⁰ შეად. Cox, Hazen, O'Neal, Corporations, 1998, P. 43-45.

³¹ Pinto, Branson, Understanding Corporate Law, 3rd ed., 2009, P. 5.

³² Cox, Hazen, O'Neal, Corporations, 1998, P. 15,16.

³³ Levin, Corporations, 1972, P. 14,15.

³⁴ Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3th ed., Vol. 1, 2010, P. 2.

³⁵ 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, 2th 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, 2th 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

ქართველი კანონმდებლის მიერ შემოთავაზებული შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოება სისტემურ-რეგულაციური გაუმართაობის კლასიკური ნიმუშია, 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.³⁶ შპს-ის ფორმირება ერთ პირსაც შეუძლია, რომლის პასუხისმგებლობა შეზღუდულია. დაფუძნება საკანონმდებლო დონეზე იურიდიული პირის სტატუსის მინიჭებით სრულდება,³⁷ მაგრამ ის ამით არ „ხდება“ კორპორაციულად მოწყობილი ორგანიზაცია.³⁸ კაპიტალურ საზოგადოებათა შორის ტიპოლოგიური ზღვარი, დამატებით, საგადასახადო მოსაკრებლის გადახდის რეჟიმის (რაც, მაგალითად, აშშ-ის სამართლებრივი სივრცისთვის არის დამახასიათებელი), საკორპორაციო სამართლებრივ მოწესრიგებასა და კაპიტალის ბაზრის სამართლის ნორმათა დივერგენსული მიდგომით უნდა წესდებოდეს. ეს ბიძგს მისცემდა ეკონომიკურ-სავაჭრო ურთიერთობებს პრაქტიკული რეალიზების კუთხით და მეწარმე სუბიექტთა ურთიერთგამიჯნულობას.³⁹ ლოგიკურად, შპს-ის სამართლებრივად დაუსრულებელი, არასრულყოფილი ორგანიზაციული ქართული მოდელით ბიზნესსაქმიანობის ეკონომიკური ეფექტურობის მიღწევის შანსების მაჩვენებელი ნულისკენ მიისწრაფვის. ეს არის ნორმატიულად

განხორციელებულა. იხ. *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3rd ed., Vol. 1, 2010, P. 61-85.). იხ. *Pinto, Branson, Understanding Corporate Law*, 3rd ed., 2009, P. 12-13. ამასთან, თუ პირს LLC-ის ინტერესი (წილი) აქვს და ის ემთხვევა „პოვეის“ 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 დივერგენციურებას უწეობს ხელს, რაც დუბლირებული რეგულირებისა და ფუნქციური გაუმიჯნაობის დოქტრინალური და პრაქტიკული სირთულეების *ex ante* პრევენციას ახორციელებს. იხ. *Hamilton, Freer, The Law of Corporations*, 6th ed., 2011, P. 21-23; *Shade, Business Associations*, 2010, P. 9; *O'Neals, Thompson, Close Corporations and LLCs: Law and Practice*, 3rd ed., 2011, P. 15-17; *Balotti, Finkelstein, The Delaware Law of Corporations & Business Organizations*, 3rd ed., 1997 (2010), P. 2-22; *Gevurtz, Corporation Law*, 2nd ed., 2010, P. 4,5; *Steinberg, Understanding Securities Law*, 5th ed., 2009, P. 11-30; *Hazen, The Law of Securities Regulation*, 6th ed., 2009, P. 40,41.

³⁶ შეად. *Shade, Business Associations*, 2010, P. 82-85.

³⁷ „მეწარმეთა შესახებ“ კანონის 42-ე მუხლი.

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

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

„დაწესებულ“ კაპიტალურ საზოგადოებათა სტაგნაციური ჰეტეროგენიის ხელოვნურად შექმნის შედეგი. კორპორაციულ კომბინაციათა სამიზნეობიექტი 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 უზრუნველყოფა კორპორაციის სამართლებრივი ფორმის პრაქტიკული უტილიზირებით ხდება.⁴⁰ ეკონომიკური რესურსების კონცენტრირებით შექმნილი გაერთიანებების⁴¹ 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.⁴²

ორგანიზებული ეკონომიკური აგრეგატის სამართლებრივ ჩარჩოებში მოქცევის მიუხედავად, ნაციონალური კანონმდებლობები კრეატივიზმს არ კარგავდნენ და მასშტაბური მატერიალური დოვლათით კაპიტალაზირებულ საწარმოს სამართლებრივი კონტროლის დამატებით პოსტულატებს უდგენდნენ. კონტროლის მექანიზმები დროთა თანმიმდევრობასა და ეროვნულ-სამართლებრივ სისტემათა სხვაობასთან ერთად იცვლებოდა. კაპიტალის მსხვილი კონცენტრაციების შექმნის⁴³ *ex ante* წესებით პრევენციურება კორპორაციათა ზომის, ორგანიზაციული ფორმის ხანგრძლივობისა და სამეწარმეო საქმიანობის საწესდებო შეთანხმებაში არსებული საგნობრივი დანაწესის მკაცრი სახელმწიფო კონტროლით რეალიზდებოდა.⁴⁴ კონტროლის გამკაცრება კორპორაციათა ეკონომიკური ძალაუფლების მეკვეთრმა ზრდამ განაპირობა.⁴⁵ კორპორაციული ფორმა ინვესტორთა რენტაბელობის მარგი ქმედების კოეფიციენტს კაპიტალის გაერთიანებისა და მისი ცენტრალიზებული მენეჯმენტის მართვის შესაძლებლობის პრაქტიკული გამოყენებით

⁴⁰ *Gevurtz, Corporation Law*, 2th ed., 2010, P. 1.

⁴¹ *Lindahl, Carter, Corporate Concentracion and Public Police*, 1959, P. 13, 43.

⁴² 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.“ *ib. Hale v. Henkel*, 201 U.S., 1906, P. 43, 76.

⁴³ *Clark, Corporate Law*, 1986, P. 1-4.

⁴⁴ *ib. Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3th ed., Vol. 1, 2010, P. 145-150; *Gevurtz, Corporation Law*, 2th ed., 2010, P. 20-25.

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

ზრდიდა, სადაც პასუხისმგებლობა მხოლოდ შენატანებით შემოიფარგლებოდა.⁴⁶ ეკონომიკური მნიშვნელობიდან გამომდინარე, საუკუნეზე მეტია, რაც მისი (კორპორაციის) მაფორმირებელი სტრუქტურული ელემენტები და სტრატეგიული ნიშნები საკორპორაციო სამართლის კვლევის ობიექტივშია მოქცეული.⁴⁷

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

1. სააქციო საზოგადოება, როგორც კონცენტრირებული კაპიტალის⁴⁸ ორგანიზებული მართვის სამართლებრივი კონსტრუქცია

პირთა გაერთიანება თუ „ორგანიზაციული წარმონაქმნი“ ინდივიდთა ინტერესების ერთობლივად განსახორციელებლად იქმნება.⁴⁹ ორგანიზაციული წარმონაქმნის საფუძველად მიჩნეულია, ერთი მხრივ, სავაჭრო ურთიერთობების განვითარება⁵⁰ და მეორე მხრივ, სოციალური მოთხოვნები, რომელთა რეალიზაცია სოციალური წესრიგისა და ინსტიტუციური ფორმის მქონე განსაკუთრებული წარმონაქმნების ტრანსფორმაციით მიიღწევა.⁵¹ ის (ორგანიზაცია) კონკრეტული სფეროს მომწესრიგებელი ინსტრუმენტია.⁵² კორპორაცია ორგანიზაციული გაერთიანების სუბტიპს წარმოადგენს, რომელიც მართლწესრიგის კონსტრუქტურულ ჩარჩოებში იურიდიული პირის საკანონმდებლო კონსტრუქციის გამოყენებით ექცევა.⁵³ კორპორაცია ყალიბდება ორი ან მეტი პირის მიერ კონკრეტული ქონებრივი სიკეთის სახელშეკრულებო ურთიერთობათა⁵⁴ გამოყენებით აკუმულაციის საფუძველზე სახელმწიფოს ლეგიტიმაციის (რეგისტრაციის) შედეგად.⁵⁵ წარმოიშობა სპეციფიკური გაერთიანება, რომელსაც, ფაქტობრივად, ორმაგი ბუნება აქვს: ის, ერთი

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

⁴⁷ მაგ. იხ. *Stenson, Byrne, Cravath, Wickersham, Montague, Coleman, Guthrie, Some Legal Phases of Corporate Financing, Reorganization and Regulation*, 1917, P. 1-375; *Berle, Means, The Modern Corporation and Private Property*, 1932.

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

⁴⁹ *კერესელიძე*, კერძო სამართლის უზოგადესი სისტემური ცნებები, 2009, გვ. 160.

⁵⁰ *ბურდული*, სააქციო სამართლის საფუძველები, 2010, გვ. 31-44.

⁵¹ *ბრევეაძე*, ორგანიზაციის თეორიის საფუძველები: სოციოლოგიური მოძღვრება კორპორაციული სისტემების შესახებ წიგნში: თანამედროვე საკორპორაციო სამართლის თეორიული და პრაქტიკული საკითხები, 2009, გვ. 9-12.

⁵² *ბრევეაძე*, ორგანიზაციის თეორიის საფუძველები, 2009, გვ. 13.

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

⁵⁴ 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.

⁵⁵ *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.

და იმავე დროს, არის როგორც წვერთა გაერთიანება, ისე – წვერებისგან დამოუკიდებელი სამართლის სუბიექტი.⁵⁶

სამართალმცოდნეთა პარალელურად, ეკონომისტები თანამედროვე კორპორაციას სოციალურ გაერთიანებად და ეკონომიკური აქტივობების კოლექტიური მართვის ბუნების მქონე სუბიექტად თვლიან.⁵⁷ ამ მხრივ, ფირმის ფინანსური ეკონომიკის არსის,⁵⁸ როგორც კორპორაციის კვალიტატიური და კვანტიტური სეგმენტების დესკრიფციული ანალიზი,⁵⁹ სამართლებრივი კონსტრუქციის გარეშე, გამოირიცხვება.⁶⁰ სამართლებრივი ფორმის აუცილებლობას ეკონომიკური სტაბილურობის მოთხოვნა განაპირობებს. ეკონომიკური ურთიერთობები თვითრეგულირებად სისტემას წარმოადგენს, მაგრამ ეს არ ნიშნავს, რომ განსახორციელებელი ქმედებები ინდივიდთა მიერ წინასწარ არ იგეგმება.⁶¹ 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 განსახორციელებელი სუბიექტების ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმით უზრუნველყოფაა.⁶² მოკლედ, სხვა სიტყვებით რომ ითქვას, „თეორია“⁶³ უნდა ემსახურებოდეს „პრაქტიკას“^{64,65}

კორპორაცია, როგორც სამართლებრივი კატეგორია, იურიდიულ დოქტრინაში სხვადასხვა თეორიისა⁶⁶ თუ სასამართლო

⁵⁶ French, Mayson, Ryan, Company Law, 26th ed., 2009-2010, P. 152.

⁵⁷ Schrader, The Corporation as Anomaly, 1993, P. 1.

⁵⁸ ხარაიშვილი, ჩავლეიშვილი, ფირმის ფინანსური ეკონომიკა, 2009, გვ. 5-11.

⁵⁹ Posner, The Economic Analysis of Law, 2007, P. 429-453.

⁶⁰ Posner, The Economic Analysis of Law, 2007, P. 391-397.

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

⁶² Armour, Hansmann., Kraakman, What is Corporate Law? 2nd ed., 2009, P. 2.

⁶³ მოცემული შემთხვევისთვის იგულისხმება სამართლებრივი რეგულირება.

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

⁶⁵ Schrader, The Corporation as Anomaly, 1993, P. 9.

⁶⁶ 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, 5th 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, 26th ed., 2009-2010, P. 153-160; Radin, The endless problem of corporate personality, 32 Colum L Rev, 1932, P. 665, მოთითებულია: French, Mayson, Ryan, Company Law, 26th 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.

გადაწყვეტილებების⁶⁷ ბაზისზე ჩამოყალიბებული, ნორმატიულად დეკლარირებული კაპიტალის მართვის *ორგანიზებული* ინსტრუმენტი. პირთა და ქონების გაერთიანების ორგანიზებულობა სამართლის წესრიგის მიერ არის შემოთავაზებული. ის (ორგანიზებულობა), 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.⁶⁸ შედეგად, სამეწარმეო საქმიანობა დასაშვებია მხოლოდ მეწარმეთა შესახებ კანონით განსაზღვრული სამართლებრივი ფორმების⁶⁹ გამოყენებით.⁷⁰ მეწარმეთა შესახებ კანონი განსაზღვრავს მეწარმე სუბიექტთა ზღვრულ ოდენობას, ხოლო 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,⁷¹ რომლის (სამართლებრივი ფორმის) ორგანიზაციული სტრუქტურისა და მექანიზმების ცენტრალიზებული მართვის საშუალებას კანონი,⁷² იმპლიციტური თუ ექსპლიციტური ნორმების გამოყენებით, იძლევა ან უნდა იძლეოდეს.⁷³

2. სს-ის არსის განმსაზღვრელი ორგანული ნიშნები

2.1. სს-ის არსის სამართლებრივი მოცემულობა

სამართალი ინდივიდთა მიერ სამართლიანობის შეგრძნებით დადგენილი პრინციპები და წესებია.⁷⁴ ის არის ზოგადსაგადასაზღვრელი,

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

⁶⁸ *ჭანტურია, ნინოძე*, მეწარმეთა შესახებ კანონის კომენტარი, მესამე გამოცემა, 2002, გვ. 13.

⁶⁹ მეწარმეთა შესახებ კანონი, მე-2 მუხლის პირველი პუნქტი.

⁷⁰ *ჭანტურია, ნინოძე*, მეწარმეთა შესახებ კანონის კომენტარი, 2002, გვ. 13.

⁷¹ 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*, 3rd ed., Vol. 1, 2010, P. 221-243.

⁷² 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*, 3rd ed., 2011, P. 15-19.

⁷³ 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.

⁷⁴ იხ. *კერესელიძე*, კერძო სამართლის უზოგადესი სისტემური ცნებები, 2009, გვ. 1.

განსაზღვრული წესების დამდგენი, რომელსაც ახასიათებს მოქმედების პრეტენზია.⁷⁵ 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 სეგმენტით⁷⁶ და სრულდება დაინტერესებულ პირთა⁷⁷ ფართო სპექტრით.⁷⁸ სუბიექტთა შიდაორგანიზაციულობა დიფერენცირდება დოგმატურად განსაზღვრულ მეწარმე სუბიექტთა სამართლებრივ ფორმებს შორის. მათგან მნიშვნელოვანი, ინტერესის სფეროდან გამომდინარე, სს-ის, როგორც სამართლის ჯერარსული მოვლენის, სპეციფიკაციის გამოვლენა, მისთვის სახასიათო ნიშნების მინიჭება და მათი ურთიერთგამიჯნულობაა, რაც ხელს შეუწყობს სს-ის არსის დეტერმინაციას. სს კაპიტალისტურ ურთიერთობებში ერთგვარი „ეკონომიკური ფენომენია“⁷⁹, რომელსაც აქვს სახასიათო შიდა ორგანული ნიშნები.⁸⁰ ეს ნიშნები, თავის მხრივ, ქმნიან მის (სს-ის) სუბსტანციურ ცნებას.⁸¹

2.2. სს-ის სუბსტანციის განმსაზღვრელი ორგანული ელემენტები

თითქმის ყველა იურისდიქციაში, კორპორაციას აქვს ფუნდამენტურად მსგავსი სამართლებრივი ნიშნები.⁸² 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.⁸³ არსებობს მეწარმე სუბიექტთა სხვა ფორმები,⁸⁴ რომელსაც არ

⁷⁵ ხუბუა, სამართლის თეორია, 2004, გვ. 39.

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

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

⁷⁸ Davies, Introduction to company law, 2010, P. 3-4.

⁷⁹ „ეკონომიკური ფენომენია“ 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, ჟურნალი „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.

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

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

⁸² Armour, Hansmann., Kraakman, What is Corporate Law? 2009, P. 1.

⁸³ 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/]. ასევე, იხ. Armour, Hansmann., Kraakman, What is Corporate Law? 2009, P. 1, 5.

აქვთ ამ ელემენტებიდან ერთი არ მეტი ნიშანი.⁸⁵ სს-ის ორგანულ არსს სწორედ ხუთივე ელემენტის ერთი სუბიექტის მიმართ თანადროული არსებობა განაპირობებს.⁸⁶ აღსანიშნავია, რომ კონცენტრირებული მსხვილი კაპიტალის მართვა ეკონომიკურ ურთიერთობებში, ძირითადად, ყველა ნიშნის მქონე ორგანიზაციული წარმონაქმნის⁸⁷ საფუძველზე⁸⁸ ხორციელდება.⁸⁹

2.2.1. სამართლებრივი „პიროვნულობა“

პირველი და მნიშვნელოვანი, სამართალსუბიექტობაა.⁹⁰ მას განაპირობებს ორგანიზაციული გაერთიანების იურიდიული პირის სამოსელში მოქცევა.⁹¹ ორგანიზაციულ გაერთიანებას ქმნის აქციონერთა ერთობლიობა,⁹² რომელიც იურიდიული პირის სტატუსის⁹³ ძალით დამოუკიდებელ სამართალსუბიექტობას იძენს.⁹⁴ ის არის გაერთიანება, რომელსაც შეუძლია ფლობდეს ქონებას, გამოვიდეს მესამე პირებთან აქტიურ და პასიურ როლში,⁹⁵ იყოს მისი წევრებისგან განცალკევებული და საკუთარი სახელით მოქმედებდეს⁹⁶ ნებისმიერ ურთიერთობაში.⁹⁷ კორპორაცია ჰუმანოიდურ სახეს მოკლებული,⁹⁸ მაგრამ ინდივიდთა სტრუქტურით შემადგენელი ერთობის შექმნის კორპუსია.⁹⁹ ის არის უფლებებისა და მოვალეობების მატარებელი გაერთიანება,¹⁰⁰ რომელიც ინდივიდუალიზმის პრაქტიკულ დემონსტრირებას დადგენილი ორგანოების, ძირითადად, დირექტორატის საშუალებით ახორციელებს.¹⁰¹

⁸⁴ *Freer*, The law of Corporations, 6th ed., 2011, P. 8-34.

⁸⁵ *Ribstein*, Why Corporations? Berkley Bus. L. J. 183, 2004, P. 3-4.

⁸⁶ *Cox, Hazen*, Treatise on The Law of Corporations, 3rd ed., Vol. 1, 2010, P. 13.

⁸⁷ 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.

⁸⁸ *Posner*, *The Economic Analysis of Law*, 2007, P. 393-397.

⁸⁹ *Shade*, Business Assosiations, 3th ed., 2010, P. 6. თუმცა, ეს, გარკვეულწილად, დამოკიდებულია სამეწარმეო საქმიანობის სახეობაზე. რიგ შემთხვევებში, სხვა სამართლებრივი ფორმის გამოყენებით „მოქმედება“ შეიძლება უფრო მიზანშეწონილი იყოს. იხ. *Pinto, Branson*, Understanding Corporate Law, 3rd edition, 2009, P. 6-9.

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

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

⁹² 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.

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

⁹⁴ *Davies*, Introduction to company law, 2010, P. 9.

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

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

⁹⁷ *Shade*, Business Assosiations, 3th ed., 2010, P. 5.

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

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

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

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

იურიდიული პირის სტატუსი მის წევრთაგან გამიჯვნის პოსტულატია.¹⁰² აღნიშნული სახასიათო ელემენტები ნორმატიულად დეკლარირებულ სუბიექტს აყალიბებს.¹⁰³ სახელმწიფო ლეგიტიმირებას აკეთებს ორგანიზაციისთვის, რომელიც, თავის მხრივ, თანხმდება საჯარო ინტერესების განხორციელებაზე.¹⁰⁴ უფლებამოსილებათა რეალიზებას წესდებაზე დაყრდნობით ახორციელებს, რომელიც პარტნიორთა და საზოგადოების შორის ან კორპორაციასა და სახელმწიფოს შორის დადებულ ხელშეკრულების სახეობას წარმოადგენს.¹⁰⁵ შედეგად, სააქციო საზოგადოების სამართლის ცალკე სუბიექტად აღიარება ორ თანმდევ შედეგს მოიცავს. პირველი, სს ემიჯნება აქციონერებს (მესაკუთრეებს)¹⁰⁶, დაინტერესებულ პირებსა და კრედიტორებს.^{107,108} მეორე, კორპორაცია ხასიათდება ჰომოგენურობით, რომელიც მას განცალკევებულ „პატრიმონიად“ განიხილავს.¹⁰⁹ ეს უკანასკნელი ნიშნავს, რომ მკვეთრი დემარკაციული ხაზი გადის საზოგადოების ქონებასა და საზოგადოების დამფუძნებელ, წილთა მესაკუთრე¹¹⁰ პირების პირად ქონებრივ სიკეთესთან¹¹¹ ანუ ხდება ქონებრივი უფლება-მოვალეობების (გა)დანაწილება.¹¹²

2.2.2. პასუხისმგებლობის შეზღუდვა

კორპორაციის სამართალსუბიექტობის კონცეფტუალური ბუნება პასუხისმგებლობის შეზღუდვაში პოვებს გამოხატულებას.¹¹³ ინვესტორისთვის კაპიტალური საზოგადოების ფორმით სამეწარმეო საქმიანობის დაწყების მოტივატორს¹¹⁴ შეზღუდულ პასუხისმგებლობასა და განცალკევებულ „იურიდიული პირის“ სტატუსს შორის არსებული კავშირი წარმოადგენს.¹¹⁵ იურიდიული პირის სტატუსით შექმნილი სამართალსუბიექტობა შეზღუდული პასუხისმგებლობის¹¹⁶ ფასილიტატორის როლში გამოდის.¹¹⁷ ის არის საკორპორაციო სამართლის არა მხოლოდ „პირველ პრინციპად“¹¹⁸ მიხნეული ელემენტი,¹¹⁹

¹⁰² *Cox, Hazen*, Treatise on The Law of Corporations, 3th ed., Vol. 1, 2010, P. 4.

¹⁰³ *Cox, Hazen*, Treatise on The Law of Corporations, 3th ed., Vol. 1, 2010, P. 6.

¹⁰⁴ *Backer*, Comparative Corporate Law, 2002, P. 324.

¹⁰⁵ *Cox, Hazen*, Treatise on The Law of Corporations, 3th ed., Vol. 1, 2010, P. 211-220.

¹⁰⁶ *Pinto, Branson*, Understanding Corporate Law, 3rd ed., 2009, P. 7.

¹⁰⁷ *Davies*, Introduction to company law, 2010, P. 9.

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

¹⁰⁹ *Armour, Hansmann., Kraakman*, What is Corporate Law? 2009, P.6.

¹¹⁰ „პირველად“ პარტნიორსა და „შემოსულ“ პარტნიორს შორის სამართლებრივი სხვაობის შესახებ, იხ. *ბურდუელი*, ქონებრივი ურთიერთობა სააქციო საზოგადოებაში, 2008, გვ. 57-58.

¹¹¹ *Hansmann, Kraakman, Squire*, Law and Rise of the Firm, 2006, P. 1-7.

¹¹² *Hansmann, Kraakman*, The Essential Role of Organizational Law, Yale L. J., 2000, P. 4-14.

¹¹³ *Wheeler*, Corporations & The Third Way, 2002, P. 73.

¹¹⁴ *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.

¹¹⁵ *Broughman*, Entrepreneur Wealth and the Value of Limited Liability, Maurer School of Law, 2011, P. 2.

¹¹⁶ *Gevurtz*, Corporation Law, 2010, P. 26.

¹¹⁷ *Davies*, Introduction to company law, 2010, P. 10.

¹¹⁸ შეად. *Gevurtz*, Global Issues in Corporate Law, 2006, P. 23.

რომელიც მისი არსებობის მთავარ კონცეფციას შეიცავს,¹²⁰ არამედ აღიარებულია კაპიტალიზმის, როგორც დისციპლინური ურთიერთობების ქვაკუთხედად.¹²¹

შეზღუდული პასუხისმგებლობა ვალდებულების არარსებობას არ ნიშნავს.¹²² პასუხისმგებლობის შეზღუდვის პრინციპის გამოყენებით¹²³ მეწარმე სუბიექტის რისკების დივერსიფიცირება, უფრო სწორედ, მისი მთლიანი ტრანსფერი საწარმოს მესაკუთრე სუბიექტიდან მესამე პირებზე ხდება.¹²⁴ აქციონერი კაპიტალის დივერსიფიცირებული პორტფოლიოს შექმნით, ინვესტირული ქონების დაკარგვის რისკი მინიმალურამდე დაჰყავს.¹²⁵ ეს შეიძლება იყოს დელიქტიდან წარმოშობილი ან/და სახელშეკრულებო ურთიერთობის შედეგად დამდგარი პასუხისმგებლობა,¹²⁶ რომლის შეუსრულებლობის რისკის მატარებელი, კორპორაციის მიერ ვალდებულების ან პასუხისმგებლობის შესრულებისთვის არასაკმარისი ქონების არსებობის შემთხვევაში, მესამე პირია.¹²⁷ პროცესის გენერირებით, შეზღუდული პასუხისმგებლობა ნიშნავს არა კორპორაციის პასუხისმგებლობის შეზღუდვას, არამედ მეწილეთა პასუხისმგებლობის შეზღუდვას¹²⁸ მესამე პირთა წინაშე.¹²⁹ კრედიტორების მოთხოვნის დაკმაყოფილების დიაპაზონი შეზღუდულია კორპორაციის ქონებით¹³⁰ და არანაირი მოთხოვნის წაყენების უფლება საზოგადოების მესაკუთრეთა წინაშე არ აქვს.¹³¹ აქციონერი პასიურ ინვესტირებას აკეთებს: ის იღებს ინვესტირებული კაპიტალიდან ნარჩენ სარგებელს მენეჯმენტის მიერ შესრულებული საქმიანობისთვის წარმოშობილი ყოველგვარი პასუხისმგებლობისგან თავისუფალ რეჟიმში.¹³² სხვანაირად, სს-ის პასუხისმგებლობა შეუზღუდავია.¹³³ ის,

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

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

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

¹²² *Pinto, Branson*, Understanding Corporate Law, 3rd ed., 2009, P. 35.

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

¹²⁴ შეად. *Palmeter*, Corporations, 2006, P. 495-498.

¹²⁵ *Easterbrook, Fischel*, The Economic Structure of Corporate Law, 1991, P. 43.

¹²⁶ „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.

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

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

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

¹³⁰ *Backer*, Comparative Corporate Law, 2002, P. 981.

¹³¹ ეს არის საზოგადოების მესაკუთრეთა პირადი ქონების დაცვის მექანიზმი, ე.წ. *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.

¹³² *Hamilton, Freer*, The law of Corporations, 6th ed., 2011, P. 6.

¹³³ 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

მესამე პირთა წინაშე, პასუხს აგებს მთელი თავისი ქონებით, შეუზღუდავად.^{134,135} პასუხისმგებლობის შეზღუდვის დოქტრინალური ფუნქციონირება პირის მიერ საზოგადოებისთვის გადაცემული ქონების, შენატანის განხორციელებით და, შესაბამისად, კორპორაციის მიერ ამ ქონების მიღების მომენტიდან იწყება.¹³⁶ შესატანის განხორციელება ინვესტორს „კორპორაციული საფარველით“ აღჭურავს, რომელიც („საფარველი“) „კორპორაციული ფიქციის“, „ხელოვნური ქმნილების“ არსით იქმნება.¹³⁷

შეზღუდული პასუხისმგებლობის პრინციპის კორპორაციისთვის აუცილებელ სახასიათო ნიშნად კვალიფიცირება ეკონომისტთა და სამართალმცოდნეთა შორის მკაცრი კრიტიკული დებატების საგანია.¹³⁸ 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 იყოს *mens rea* (დანაშაულებრივი განზრახვის მქონე (*guilty mind*)).¹³⁹ ლოგიკურია, რომ ის მიმართულია ნატურალურ ინდივიდთა წინაშე და მისი შერაცხვა „გონებრივი მენტალიტეტის“ არმქონე პირისთვის, სადავოა.¹⁴⁰ შესაბამისად, თუ კორპორაციის მესაკუთრენი ჩაიდენენ სისხლისსამართლებრივ უმართლობას,¹⁴¹ ხდება საწარმოს, *mens rea* მიზნებისთვის, მისი

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*, 26th ed., 2009-2010, P. 128-142.

¹³⁴ იხ. მეწარმეთა შესახებ კანონი, 51-ე მუხლის პირველი პუნქტი.

¹³⁵ აქვე აღსანიშნავია, რომ შერწყმის და შექმნის 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. *Schwarz*, Collapsing Corporate Structure: Resolving the Tension Between Form and Substance, 2004, P. 4-5; *Pinto, Branson*, Understanding Corporate Law, 3rd ed., 2009, P. 37-44; *Presser*, Piercing the Corporate Veil, 2011, P. 34-99.

¹³⁶ *Cox, Hazen*, Treatise on The Law of Corporations, 3th ed., Vol. 1, 2010, P. 367-371.

¹³⁷ *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.

¹³⁸ *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.

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

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

¹⁴¹ 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>].

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.¹⁴²

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.¹⁴³ კორპორაცია, ხელშეკრულებათა ერთობლიობის თეორიიდან¹⁴⁴ გამომდინარე, მრავალმხრივი გარიგების საფუძველზე წარმოქმნილი საზოგადოებაა, რომელიც, ერთნებიანობის შემთხვევაში, აწესრიგებს ხელშემკრულ მხარეთა (პარტნიორთა) შიდაორგანიზაციულ ურთიერთობებს, თუმცა მას როგორც იურიდიულ პირს ესაჭიროება მესამე პირებთან სამართლებრივ ურთიერთობებში შესვლა ე.ი. უნდა გააჩნდეს ქმედუნარიანობა.¹⁴⁵ ქმედუნარიანობის აქტიური გამოყენების შესაძლებლობა წარმომადგენლის დანიშვნაშია,¹⁴⁶ რომელსაც გაწერილი ან დაუწერიელი უფლებამოსილებათა ფარგლები, რომელშიც კორპორაცია უნდა წარადგინოს მესამე პირთა წინაშე, საკონმდებლო/სახელშეკრულებო დონეზე განესაზღვრებათ.¹⁴⁷ უკანასკნელ შემთხვევაში საზოგადოება გამოდის როგორც ხელშემკრული მხარე მესამე პირებთან ურთიერთობაში,¹⁴⁸ რომელიც საზოგადოების მესაკუთრეებისა და მენეჯერებისგან განცალკევებულია.¹⁴⁹ საზოგადოების *Nexus for contract* მოქმედების წინაპირობა საზოგადოების სახელით გამოსვლაზე უფლებამოსილ პირთა კანონით დადგენაა.¹⁵⁰ საკორპორაციო სამართალი, კორპორაციებთან დაკავშირებით, საზოგადოების წარმომდგენ ორგანოდ ბორდს მიიჩნევს, რომელსაც დელეგირებული აქვს სს-ის კაპიტალის მართვის უფლებამოსილება.¹⁵¹ მართვის უფლებამოსილების დელეგირება აქციონერების კომპეტენციურ არეალშია.¹⁵² ისინი ინვესტირებული კაპიტალის მენეჯერული უნარებისა და გამოცდილების მქონე პირების საშუალებით მართვის

¹⁴² იხ. *Wheeler, Corporations & The Third Way*, 2002, P. 74.

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

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

¹⁴⁵ *ბურდუელი*, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 114.

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

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

¹⁴⁸ ამ შემთხვევაში სახეზეა “*Nexus for contract*”.

¹⁴⁹ *Armour, Hansmann., Kraakman, What is Corporate Law?* 2009, P. 6.

¹⁵⁰ *ზოდუ*, ევროპული კერძო სამართლის რეცეფცია საქართველოში, 2005, გვ. 218.

¹⁵¹ *Davies, Introduction to company law*, 2010, P. 12- 14.

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

ცენტრალიზებულ მოდელზე გადადიან, რომელიც დაბანდებული კაპიტალის მაქსიმალური ოპტიმიზირებისკენ იქნება მიმართული,¹⁵³ მიუხედავად იმისა, რომ საზოგადოების მართვის უფლებამოსილებათა დელეგირება ძალაუფლების ბოროტად გამოყენების შესაძლებლობას ქმნის.¹⁵⁴ შესაბამისად, კორპორაცია მოქმედებს დირექტორთა (საბჭოს) მეშვეობით.¹⁵⁵ 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“;¹⁵⁶ რომელიც მხოლოდ მაშინ არის უფლებამოსილი კონკრეტულ ურთიერთობაში გამოვიდეს კორპორაციის სახელით, თუ ამ უფლებამოსილების დელეგირება ბორდის მიერ მოხდება.¹⁵⁷ ამ მხრივ, ქართულ რეალობაში, უფლებამოსილების დელეგირება და დელეგანტის ეტიმოლოგია¹⁵⁸ ნების კერძო ავტონომიის ფარგლებშია მოქცეული და მხარეთა მიერ განისაზღვრება ყოველ კონკრეტულ შემთხვევაში.¹⁵⁹

სს-ში მენეჯმენტს, ხშირად, უცხო ორგანოს უწოდებენ. ყალიბდება „პრინციპალ-აგენტის“ ურთიერთობა,¹⁶⁰ რამდენადაც საზოგადოების ხელმძღვანელობის 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.¹⁶¹ მოკლედ, ამ ელემენტის ფუნდამენტური არსი სს-ის კაპიტალდამბანდებლის მიერ მისივე ინვესტირებული ქონების მართვის უფლების მესამე ორგანოსთვის დელეგირებაში მდგომარეობს.¹⁶²

2.2.4. წილთა გასხვისების სამართლებრივი რეჟიმი

„ღია“ კორპორაციებში წილთა თავისუფალი მიმოქცევა¹⁶³ მას ბიზნესის კეთების სასურველ სამართლებრივ ფორმად აქცევს.¹⁶⁴ წილთა გასხვისების შესაძლებლობა და აქციის განკარგვის მეთოდოლოგიურ-

¹⁵³ Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3th ed., Vol. 1, 2010, P. 16.

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

¹⁵⁵ Schneeman, The Law of Corporations and Other Business Organizations, 5th ed., 2008, P. 338.

¹⁵⁶ Hamilton, Freer, The law of Corporations, 6th ed., 2011, P. 5.

¹⁵⁷ Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3th ed., Vol. 1, 2010, P. 469,470.

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

¹⁵⁹ იხ. მეწარმეთა შესახებ კანონი, მე-9 მუხლის პირველი პუნქტი.

¹⁶⁰ Cox, Hazen, Business Organizations Law, 2011, P. 48.

¹⁶¹ იხ. ბურდუელი, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 112-113.

¹⁶² 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 გამოჯენის საფუძვლად აღიარებულია ბერლისა და მობსის 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, 3rd ed., 2009, P. 97-99.

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

¹⁶⁴ Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3th ed., Vol. 1, 2010, P. 16.

პროცედურული სპეციფიკა საზოგადოების კიდევ ერთი ფუნდამენტური ნიშანია, რაც სს-ს სხვა სამეწარმეო საქმიანობის განმახორციელებელი სუბიექტებისგან განასხვავებს.¹⁶⁵ 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 ბასისს წარმოადგენს.¹⁶⁶ მისი თავიდან აცილების ბერკეტი აქციის, როგორც ფასიანი ქაღალდის კაპიტალის ბაზარზე ბრუნვაუნარიან სამართლებრივ ბუნებაში, მდგომარეობს.¹⁶⁷

წილთა სამართლებრივი რეჟიმი ირიბ კავშირშია კორპორაციის მოქნილ ფინანსურ ინსტრუმენტებთან. წილი გამოიხატება აქციით, რომელიც ფასიანი ქაღალდია.¹⁶⁸ კორპორაციულად მოწყობილი ორგანიზაცია უფლებამოსილია (*power*)¹⁶⁹ სხვადასხვა სახისა და კლასის ფასიანი ქაღალდის გამოშვებაზე.¹⁷⁰ ფასიანი ქაღალდის სახის განსაზღვრის უნარი, კორპორაციის ეკონომიკურ აქტივობას 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 „მთარგოს“ არსებულ მდგომარეობას.¹⁷¹

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

წილთა თავისუფალი გასხვისების სამართლებრივი რეჟიმი¹⁷³ პირდაპირპროპორციულად აისახება კორპორაციის ფუნქციონირების ხანგძლივობაზე.¹⁷⁴ წილთა გასხვისება კორპორაციის, როგორც

¹⁶⁵ Armour, Hansmann., Kraakman, What is Corporate Law? 2009, P.11.

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

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

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

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

¹⁷⁰ 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, 6th ed., 2009, P. 38-40.

¹⁷¹ Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3th ed., Vol. 1, 2010, P. 16.

¹⁷² Armour, Hansmann., Kraakman, What is Corporate Law? 2009, P.11.

¹⁷³ იხ. Palmiter, Corporations, 2006, P. 345-346.

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

იურიდიული კატეგორიის კონსტრუქციაზე გავლენას არ ახდენს.¹⁷⁵ 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,¹⁷⁶ მაგრამ განაპირობებს კაპიტალის ან აქციონერთა სტრუქტურის ცვლილებას.¹⁷⁷ სს-ის წილთა გასხვისება, რომელიც საზოგადოების შექმნა-შერწყმის დროს ხდება, არის ის ერთ-ერთი ელემენტი, რომელიც არსებით გავლენას ახდენს კორპორაციის სტრუქტურაზე, უპირატესად კი, კაპიტალისა და აქციონერთა სტრუქტურაზე. ამიტომ, სს-ში წილთა გადაცემაუნარიანობა კვლევის კონკრეტულ სამიზნე სეგმენტს წარმოადგენს. ამასთან, წილთა გასხვისება სს-ის მართვის კუთხითაც მომგებიანია.¹⁷⁸ კორპორაციული მართვის სინერგიული ეფექტისა¹⁷⁹ და „აქციონერთა სიკეთის“ (“shareholders value”) ზრდის ხელშემწყობი ფაქტორია არასასურველი თუ მენეჯმენტის გადაწყვეტილებით უკმაყოფილო აქციონერის მიერ საზოგადოების დატოვების შესაძლებლობა.¹⁸⁰ მოკლედ, კორპორაციის აქციათა გასხვისების სამართლებრივი რეჟიმი, როგორც წესი, განსაზღვრულია საკანონმდებლო დონეზე,¹⁸¹ ხოლო მისი განკარგვა ხორციელდება სახასიათო პროცედურის დაცვით და თვისებრივი სპეციფიკურობით¹⁸² გამოირჩევა.¹⁸³

2.2.5. კაპიტალის აქციებად დაყოფა

დაბოლოს, კაპიტალის წილებად (აქციებად) დაყოფა კორპორაციულად მოწყობილი სამეწარმეო საზოგადოების ენდოგენური

¹⁷⁵ Hamilton, Freer, The law of Corporations, 6th ed., 2011, P. 6,7.

¹⁷⁶ იხ. ბურდულო, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 116.

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

¹⁷⁸ Davies, Introduction to company law, 2010, P. 19.

¹⁷⁹ 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.

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

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

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

¹⁸³ 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 გამომწვევი შეიძლება გახდეს. იხ. O’Neals, Thompson, Close Corporations and LLCs: Law and Practice, 3th ed., 2006, ch.7, P. 4-43.

წარმონაქმნია.¹⁸⁴ კაპიტალის, იქნება ის სააქციო თუ სასესხო ფასიანი ქაღალდებით მოზიდული,¹⁸⁵ შესატანების შეტანის¹⁸⁶ ან კონტრიბუციის გადახდის გზით ფორმირების¹⁸⁷ შემდგომ მდგომარეობას მისი წილებად, კერძოდ, ნომინალური ღირებულების მქონე აქციებად¹⁸⁸ დაყოფა წარმოადგენს. შენატანის ხელშეკრულება კორპორაციულსამართლებრივი გარიგებაა, რომელიც საზოგადოების წევრობასა და პირის კორპორაციული „მოსახამით შემოსვას“¹⁸⁹ განაპირობებს.¹⁹⁰ საზოგადოების წევრის სტატუსი კი პარტნიორს უფლებას¹⁹¹ ანიჭებს საზოგადოებისგან მიიღოს საწარმოს მოგებიდან კუთვნილი აქციების პროპორციული წილი.¹⁹² ზოგადად, წილზე უფლებამოსილება, რომელიც ინვესტორის მიერ განხორციელებული ინვესტიციის შედეგს წარმოადგენს, შეიძლება ორი მიმართულებით განიშარტოს. პირველი, პარტნიორს შეიძლება მიენიჭოს კორპორაციის კონტროლის უფლება, რაც დამოკიდებული იქნება აქციათა მოცულობაზე¹⁹³ და მეორე, მიიღოს მოგება დივიდენდის სახით.¹⁹⁴ გამოიკვეთა შედეგი: კაპიტალის წილებად დაყოფა სუბსტანციური დეტერმინანტია კორპორაციულად მოწყობილი მეწარმე სუბიექტის შინაარსობრივ-ფუნქციური ნიშნების განმარტებისა და საზოგადოებასთან პარტნიორის სტატუსით დაკავშირებული პირის უფლება-მოვალეობათა ფარგლების დადგენისთვის.

სს-ის, როგორც სამართლებრივი ფორმის ორგანული ნიშნების განხილვა რესტრუქტურისაციის არსის, მისი განხორციელებისა და შედეგების ანალიზისთვის პროცედურული ჯაჭვის შემადგენელ აუცილებელ რგოლს წარმოადგენს. თუმცა, კორპორაციათა სტრუქტურული ცვლილების აღრესატი ობიექტურ დაკონკრეტებას მოითხოვს, რათა ნათელი გახდეს თუ როგორი ტიპის კაპიტალური

¹⁸⁴ ქართული კანონმდებლობა სს-ის აღნიშნულ ორგანულ შემადგენელ ელემენტს პირდაპირ ითვალისწინებს მეწარმეთა შესახებ კანონის 51-ე მუხლის პირველი პუნქტის პირველ წინადადებაში.

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

¹⁸⁶ 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.

¹⁸⁷ *Ferran, Principles of Corporate Finance Law*, 2008, P. 85-116.

¹⁸⁸ *ჯუღელი*, კაპიტალის დაცვა სააქციო საზოგადოებაში, 2010, გვ. 21-24.

¹⁸⁹ *ბურდული*, შენატანის განუხორციელებლობის სამართლებრივი შედეგი, 2010, გვ. 23.

¹⁹⁰ *ბურდული*, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 180-185.

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

¹⁹² *Davies, Introduction to company law*, 2010, P. 79-80.

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

¹⁹⁴ *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.

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) მიიხსნევა. ეკონომიკური სტაბილურობა და კაპიტალის მართვის სტრატეგია მოითხოვს სს-ის, როგორც ერთი ორგანიზაციული ფორმის შიდა სუბტიპებად „დაშლას“. მათ ტიპოლოგიურ სხვაობას ორი ურთიერთგანსხვავებული საფუძველი აქვს,¹⁹⁵ რომელიც, სისტემათა პრაგმატული დიფერენცირების პირობებში, ასევე, განსხვავებულია.¹⁹⁶

პირველ საფუძველად აღიარებულია აქციათა განსხვისების სამართლებრივი რეჟიმი, რომელიც კონკრეტდება წილის (აქციის) თავისუფალი¹⁹⁷ თუ შეზღუდული გასხვისების შესაძლებლობამდე.¹⁹⁸ აქციათა თავისუფალი განკარგვა, ერთ-ერთ შემთხვევაში, გასხვისების ორგანიზებული მართვის რეგულირებადი პროცედურული მოთხოვნების დაცვით, საფონდო ბირჟის¹⁹⁹ საშუალებით²⁰⁰ ხორციელდება.²⁰¹ ამასთან, აქციათა გასხვისებადობა²⁰² საზოგადოების მენეჯმენტის ნებისგან ან/და საზოგადოების შიდა დოკუმენტების (წესდების, შინაგანაწესის)

¹⁹⁵ *Pinto, Branson, Understanding Corporate Law*, 3rd ed., 2009, P. 105-106.

¹⁹⁶ მაგალითად, აშშ-ში კორპორაციების დიფერენცირებას კაპიტალის და პარტნიორთა რაოდენობრივი მაჩვენებელი უდევს საფუძველად. იხ. *ჭანტურია*, კორპორაციული მართვა, 2006, გვ. 77-81; *Pinto, Branson, Understanding Corporate Law*, 3rd 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*, 3th ed., 2004, ch.1, P. 5,6. აშშ-სგან გასხვავებით, გერმანული სააქციო სამართალი პირდაპირ განსაზღვრავს სს-ის დახურულ და ღია სააქციო საზოგადოებად კლასიფიკაციის ნიშნებს. იხ. *Hommelhoff, AG 1995*, 529 ff; *Claussen, AG 1995*, 163 ff, მითითებულია: *ქობია*, საკორპორაციო სამართლის სისტემა საქართველოში, წიგნში: საკორპორაციო სამართლის კრებული, 2011.

¹⁹⁷ *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol.11, 2011, P. 34,35.

¹⁹⁸ იხ. *O'Neals, Thompson, Close Corporations and LLCs*, 3th 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.

¹⁹⁹ საფონდო ბირჟა სტანდარტული ფინანსური ინსტრუმენტებით სავაჭრო რეგულირებად ფუნქციონირებადი ორგანიზებული ბაზარია, რომელიც შექმნილია ფასიანი ქაღალდების ბაზრის პროფესიონალი მონაწილეების მიერ. იხ. *სვანაძე, ხანაძე, ხიზანიშვილი, მძინარიშვილი, ლორთქიფანიძე, ახლობაძე, გოგიშვილი*, საბირჟო საქმე და ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, 1998, გვ. 198. ასევე, იხ. *Hazen, Broker-Dealer Regulation*, 2th ed., 2011, P. 1-63; *Steinberg, Understandin Security Law*, 5th ed., 2009, P. 115-173, 389-405.

²⁰⁰ საქართველოში საფონდო ბირჟის რეგულირებას „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ კანონი მოიცავს.

²⁰¹ 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*, 3th ed., Vol. 3, 2010, P. 30-34.

²⁰² *Armour, Hansmann., Kraakman, What is Corporate Law?* 2009, P. 11.

დანაწესისგან²⁰³ თავისუფალ ან მათზე დამოკიდებულ განკარგვაშიც მოიაზრება.²⁰⁴ როგორც წესი, როდესაც საქმე საფონდო ბირჟაზე რეგისტრირებულ ანუ ლისტინგში გატარებულ სს-ის ფასიან ქაღალდს ეხება, კოტირებული საზოგადოების²⁰⁵ აქციების გასხვისება არანაირ შეზღუდვას არ მოიცავს,²⁰⁶ გარდა კაპიტალის ბაზარზე წილების ორგანიზებული ბრუნვისთვის სახასიათო პროცედურული შეზღუდვებისა.²⁰⁷ პროცედურული საკითხები კი ფასიანი ქაღალდების სამართლის რეგულირების ობიექტია, რომელიც ცნობილია „ლურჯი ცის“ (*“Blue Sky”* Law) სამართლის სახელით.²⁰⁸ პარალელურად, აქციათა 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.²⁰⁹ ამიტომ, გამიჯვნის 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.²¹⁰ ქართულ სინამდვილეში, კანონისმიერი მინიმალური საწესდებო კაპიტალის გაუქმებამ

²⁰³ 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*, 3rd 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*, 3rd ed., Vol. 3, 2010, P. 36-46. გასხვისების ნამდვილობის სასამართლო დადასტურების შემთხვევისთვის, იხ. *O'Neals, Thompson, Close Corporations and LLCs*, 3rd ed., 2004, ch.7, P. 31-40.

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

²⁰⁵ შეად. *French, Mayson, Ryan, Company Law*, 26th ed., 2009-2010, P. 201-202.

²⁰⁶ 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.

²⁰⁷ იხ. *სვანაძე, სანაძე, ხიზანიშვილი, მძინარიშვილი, ლორთქიფანიძე, ახობაძე, გოგიშვილი*, საბირჟო საქმე და ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, 1998, გვ. 46-56, 180 და მომდევნო. ასევე, იხ. *Hazen, The Law of Securities Regulation*, 6th ed., 2009, P. 66-107, 309-343.

²⁰⁸ 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 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*, 3rd ed., 2011, P. 732; *Hazen, The Law of Securities Regulation*, 6th ed., 2009, P. 305-308; *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol.11, 2011, P. 168-172.

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

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

არალიცენზირებადი²¹¹ სამეწარმეო საქმიანობის სამართლებრივ ფორმას კაპიტალის სავალდებულო არსებობის კრიტერიუმი საფუძველთა კატალოგიდან „გამოაცალა“. შესაბამისად, სს-ის ტიპოლოგიურ კლასიფიცირებას კაპიტალის მოცულობის სტიგმა, საქართველოს მაგალითზე, ვერ დაედება საფუძველად.²¹² 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.²¹³ 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.²¹⁴ აქციონერთა რაოდენობა არა მარტო სს-ის მართვის მოდელის შერჩევის „თავისუფლების“ დიაპაზონს განსაზღვრავს,²¹⁵ არამედ სს-ის ტიპოლოგიაში კონკრეტულ სუბტიპს გამოყოფს, აქცევს რა ასეთ საზოგადოებას „ანგარიშვალდებული საწარმოს“ დოგმატურ ცნებაში. ანგარიშვალდებული საწარმოს ცნებაში პარტნიორთა რაოდენობრივი მაჩვენებლით სს-ის დეტერმინაცია მხოლოდ ერთ პირობაზეა დამოკიდებული – სს-ს აქციათა განთავსება, მინიმუმ, საჯარო შეთავაზების²¹⁶ გზით²¹⁷ უნდა ჰქონდეს განხორციელებული, რომლის შესაძლებლობასაც განამტკიცებს „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ კანონი.²¹⁸ მეწარმეთა და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონების კომბინირებული განმარტება სს-ის ტიპოლოგიური კლასიფიკაციის საფუძველად აქციონერთა რაოდენობრივ მაჩვენებელსაც მოიცავს.²¹⁹ მოკლედ, პარტნიორთა რაოდენობა განსაზღვრავს სს-ის მართვის სისტემურ მოდელს, სისტემური მიდგომა – მართვის სტრუქტურას, მართვის სტრუქტურა (ამ შემთხვევაში) - ტიპოლოგიურ დიფერენცირებას, ტიპოლოგიური კლასიფიკაცია – მის ფუნქციონალურ

²¹¹ ხაზგასმა განაპირობა საქართველოში არსებული ლიცენზირებადი სამეწარმეო საქმიანობის განმახორციელებელ სუბიექტთა, ძირითადად, საბანკო სექტორის წარმომადგენელთათვის მინიმალური საწესდებო კაპიტალის მოთხოვნის არსებობამ.

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

²¹³ მეწარმეთა შესახებ კანონის 55-ე მუხლის პირველი პუნქტი.

²¹⁴ სს-ის ტიპოლოგიური ანალიზი კრიტიკულ ჭრილში, იხ. *ქორია*, საკორპორაციო სამართლის სისტემა საქართველოში, 2011, გვ. 50-51.

²¹⁵ შეად. *O'Neals, Thompson, O'Neals Close Corporations*, 1998, ch. 1, P. 12.

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

²¹⁷ საჯარო შეთავაზების განხორციელების დასაშვებობის საკანონმდებლო რეგულირება მეწარმეთა შესახებ კანონის 52-ე მუხლის 1^ლ და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონის მე-9 მუხლის პირველ პუნქტშია მოცემული.

²¹⁸ „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ კანონის მე-9 მუხლის პირველი პუნქტი.

²¹⁹ შეად. *ქორია*, საკორპორაციო სამართლის სისტემა საქართველოში, 2011, გვ. 43,50,51.

დატვირთვას, რომელიც სს-ის პარტნიორთათვის კაპიტალის მოზიდვის მეთოდებსა და ღირებულებაზე (ფასზე) აისახება.

ზემოაღნიშნული ორი ელემენტი²²⁰ სს-ის ტიპოლოგიური სხვაობის ძირითად საფუძვლად მოიაზრება, რომლის მიხედვით განასხვავებენ „დახურულ“²²¹ და „ღია“ (საჯარო) სააქციო საზოგადოებებს.²²² ტიპოლოგიური ზღვრის დამდგენი 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.²²³ ის შეიძლება დამოკიდებული იყოს საზოგადოების თანხმობაზე (ე.წ. ვინკულირება),²²⁴ თუმცა, შეზღუდვა გონივრული და საფუძვლიანი უნდა იყოს.²²⁵ აქციონერის ლიკვიდური უფლება სს-ის აქციების შესყიდვასა და მის შემდგომ, ასევე, თავისუფალ განკარგვაში, მდგომარეობს, ხოლო გასხვისების შემზღუდველი ნორმების²²⁶ არარსებობა აქციონერის ლიკვიდური უფლების მაქსიმალიზების ინდიკატორია,²²⁷ რაც, თავის მხრივ, საზოგადოების კაპიტალის მოზიდვის სიმარტივეს უწყობს ხელს, რადგან აქცია საწარმოს დაფინანსების ინსტრუმენტალური ფუნქციის მატარებელიცაა.²²⁸ „დახურულ“ სს-ში, კაპიტალის ბაზრის წვდომის შეზღუდვის გამო,²²⁹ აქციონერი ინვესტირებული პორტფოლიოს შეცვლის უნარს, ფაქტობრივად,

²²⁰ 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.

²²¹ აშშ-ში განასხვავებენ “closed” და “closely held” კორპორაციებს. პირველის შინაარსობრივი დეტერმინაცია მოიცავს იმ შესაძლებლობას, რომლის მიხედვითაც, საზოგადოება „დახურულია“ მესამე პირთათვის წილობრივი შექენის 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*, 3rd ed., 2004, ch.1, P. 14.

²²² სს-ის ისტორიული გენეზისის შესახებ, იხ. *ბურდულო*, 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.

²²³ *Armour, Hansmann., Kraakman, What is Corporate Law?* 2009, P. 11.

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

²²⁵ *Shade, Business Assosiations*, 3rd ed., 2010, P. 148.

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

²²⁷ *Palmiter, Corporations*, 2006, P. 345-346.

²²⁸ *ბურდულო*, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 265.

²²⁹ იხ. *Posner, The Economic Analysis of Law*, 2007, P. 423-425.

მოკლებულია.²³⁰ მეორე მხრივ, სენსიტიურია პარტნიორთა რაოდენობა. „დახურული“ სააქციო საზოგადოება აქციონერთა მცირე რიცხოვნობით გამოირჩევა.²³¹ მას გააჩნია აქციონერთა მიერ მენეჯმენტის კონტროლის ძლიერი სტრუქტურა,²³² განსხვავებით ღია სს-ის „ცენტრალიზებული მენეჯმენტისგან“.²³³ აშშ-ის საკანონმდებლო სივრცეში „დახურულ“ სააქციო საზოგადოებას ამხანაგური ტიპის საზოგადოებას უთანაბრებენ პარტნიორთა სიმცირის²³⁴ გამო.²³⁵ თუმცა მისი ძირითადი სახასიათო ნიშანი აქციონერთა სურვილსა (აკონტროლონ საზოგადოების პარტნიორთა იდენტობა საზოგადოებაში შემოსვლა-გასვლის მექანიზმის საშუალებით) და საკუთრების უცხო „ხელისგან“ განცალკევებით „შენახვაში“ მდგომარეობს.²³⁶ ამ დროს სახეზეა *agency problem*, თუმცა მისი გადაჭრის სამართლებრივი სტრატეგია, პარტნიორის *exit right*-ის²³⁷ *ex post*²³⁸ რეგულირებით, შეზღუდულია.²³⁹

„დახურული“ სს-ის სახასიათო ატრიბუტებს შორის,²⁴⁰ აღსანიშნავია კორპორაციული მართვის საკითხები.²⁴¹ აქციონერთა სიმცირესა და წილთა თავისუფალი განკარგვის შემზღვეველ ნორმებთან ერთად, კომპანიის მენეჯმენტის შემადგენლობითი ფორმირება სუბსტანციურ როლს თამაშობს. „დახურულ“ კორპორაციაში მენეჯმენტში მონაწილეობას აქციონერებიც ღებულობენ. ისინი დირექტორატის ძირითად პერსონალს წარმოადგენენ.²⁴² აქციონერთა/მესაკუთრეთა და დირექტორ-მენეჯერთა შორის გამყოფი ზღვარი, ფაქტობრივად არ არსებობს.²⁴³ კორპორაციის მენეჯმენტი და მესაკუთრენი სუბსტანციურად

²³⁰ იხ. *Gilson*, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 354.

²³¹ *Hamilton*, *The Law of Corporations*, 2000, P. 2, 343.

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

²³³ *Moll*, *Ragazzo*, *The Law of Closely Held Corporation*, 2009, P. 1-2.

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

²³⁵ იხ. *Pinto*, *Branson*, *Understanding Corporate Law*, 3rd 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 „კონტსტიტუციაში“ სხვა რამ არ არის განსაზღვრული. მას, ხშირად, „დარეგისტრირებულ ამხანაგობას“ უწოდებენ (*incorporated partnership*). იხ. *Pinto*, *Branson*, *Understanding Corporate Law*, 3rd 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*, 3th ed., 1997 (2007), ch. 14, P. 7. შეად. *Moll*, *Ragazzo*, *The Law of Closely Held Corporation*, 2009, P. 2-4.

²³⁶ *Pinto*, *Branson*, *Understanding Corporate Law*, 3rd edition, 2009, P. 313.

²³⁷ *Hamilton*, *The Law of Corporations*, 2000, P. 343-344.

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

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

²⁴⁰ იხ. *Clark*, *Corporate law*, 1986, P. 24-30.

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

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

²⁴³ *Easterbrook*, *Fischel*, *The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, P. 228.

იდენტურნი არიან.²⁴⁴ აქციონერები ან თავად არიან დირექტორები ან/და კომპანიის მენეჯმენტს ისეთი ხარისხით აკონტროლებენ, რომ ისინი უფრო მეტი უფლებამოსილებითა და დირექტივების მიცემით გამოირჩევიან, ვიდრე აღმასრულებელი მენეჯერები ან დირექტორები.²⁴⁵ ხშირად აქციონერები კონტროლის მაქსიმალური მანევრებლის უტილიზირებას თანამდებობათა კომბინირებული ვარიანტით აღწევენ: ისინი დირექტორად ყოფნის პარალელურად, აღმასრულებელი მენეჯერის თანამდებობასაც ითავსებენ.²⁴⁶

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

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.²⁴⁹ პირველი, კორპორაციის აქციათა რეალური ღირებულება და მისი გადაფასებაა. კაპიტალის ბაზარი აქციის ღირებულების დადგენის საუკეთესო საშუალებაა, რომლის არარსებობა პოტენციური ტრანზაქციის დადების ღირებულებას ზრდის. ინვესტორის დეინვესტირების 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.²⁵⁰

საქართველოს კანონმდებლობა²⁵¹ სს-ის ტიპოლოგიური სხვაობის განმსაზღვრელ ცალკეულ ელემენტებს რამდენიმე ადგილას იძლევა.²⁵² საკანონმდებლო დონეზე მისი პირდაპირი რეგულირება, განსხვავებით აშშ-ის საკანონმდებლო სივრცისა,²⁵³ არ არსებობს. თუმცა მეწარმეთა შესახებ კანონში არსებული სს-ის მომწესრიგებელი ნორმების *default*

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

²⁴⁵ იხ. Cox, Hazen, O'Neals, *Corporations*, 1999, ch. 14, P. 17-23.

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

²⁴⁷ Easterbrook, Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, P. 56.

²⁴⁸ „დახურული“ კორპორაციის პრობლემური საკითხების შესახებ, იხ. *Gevurtz, Corporate Law*, 2010, P. 471-551.

²⁴⁹ *Gevurtz, Corporation Law*, 2010, P. 541.

²⁵⁰ იხ. Easterbrook, Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, P.230-234.

²⁵¹ იგულისხმება მეწარმეთა და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონები.

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

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

მიზნობრივ-ტელეოლოგიური განმარტება სწორედ რომ „დახურული“ ტიპის სს-ს შეესაბამება.²⁵⁴ საკანონმდებლო რეალიზმი თეორიულ ანალიზს ართულებს, რომ აღარაფერი ითქვას მის პრაქტიკულ შედეგებზე. 2008 წლის ცვლილებების²⁵⁵ „ამერიკული სულისკვეთების“ ფონზე, სადაც კაპიტალურ საზოგადოებათა, ძირითადად, ორი გამოვლინება არსებობს,²⁵⁶ ქართველმა კანონმდებელმა შეინარჩუნა გერმანულ საკორპორაციო სივრცეში არსებული შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოება. ამასთან, წინა პლანზე წამოსწია „დახურული“ ტიპის სს-ის სტრუქტურული ელემენტები.²⁵⁷ შეიქმნა ერთი ფუნქციურ-ეკონომიკური სუბსტანციის მატარებელი კაპიტალის ორგანიზებული მართვის ორი არსობრივად განსხვავებული სამართლებრივი ფორმა.²⁵⁸ 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.

პარალელურად, სტრუქტურული ცვლილებების განხორციელებას, ძირითადად, საზოგადოების კაპიტალის ბაზრით დაფინანსება²⁵⁹ განაპირობებს, რომელიც აქციონერთა ინვესტიციის განხორციელების

²⁵⁴ შეად. *Joraa*, საკორპორაციო სამართლის სისტემა საქართველოში, 2011, გვ. 52.

²⁵⁵ მეწარმეთა შესახებ კანონში 2008 წლის 14 მარტის ცვლილებები და დამატებები.

²⁵⁶ “*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*, 3th ed., 2004, ch.1, P. 15-34. დახურული ბიზნეს საქმიანობის არსი „საჯაროდ მოვაჭრე“ ფირმისგან გამიჯვებით 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 გამოიჯვინის კრიტერიუმებზე. დემარკაციულ ხაზს რამდენიმე კრიტერიუმში ქმნიდა. მათ შორის აღსანიშნავია პასუხისმგებლობის შეზღუდვის სახასიათო ელემენტი და კორპორაციული მართვის სპეციფიკა: სამეწარმეო საქმიანობის საჯაროობის ხასიათს საწარმოს შესაკუთრება და მენეჯმენტის განცალკევების ხარისხობრივი მანვენებელი 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.

²⁵⁷ შეად. *Palmiter, Corporations*, 2006, P. 441 et seq.

²⁵⁸ აშშ-ის საკანონმდებლო რეალიზმში 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 აევლება. 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 ხელისუფლების ქმნილების (შინა)არსობრივ დატვირთვას მაინც ვერ შეცვლის). იხ. *ბურდულო*, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 266-268; ასევე, იხ. *O’Neals, Thompson, Close Corporations and LLCs*, 3th ed., 2004, ch.1, P. 35; *Posner, The Economic Analysis of Law*, 2007, P. 423.

²⁵⁹ არ გამოირიცხება კერძო მოლაპარაკების გზით დადებული ტრანზაქციები, როდესაც შემესყიდველი 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.

მარტივი და სწრაფი საშუალებაა. ასეთ შემთხვევაში ხდება აქციონერთა პიროვნული თუ რაოდენობრივი 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“ (ანგარიშვალდებული) სს

სააქციო საზოგადოების მეორე ქვესახეობა, როგორც კაპიტალის მოზიდვის ყველაზე გავრცელებული კლასიკური ტიპი ე.წ. „საჯარო“²⁶⁰ სააქციო საზოგადოებაა. ზოგადი, შესაბამისად, მარტივი განმარტების თანახმად, საჯაროა სს, რომლის აქციებიც, კაპიტალის ბაზარზე

²⁶⁰ აშშ-ში დამკვიდრებული კაპიტალის ბაზრის დოგმატიკა საჯარო კორპორაციას 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*, 5th ed., 2008, P. 480. სს-ის „ღია“ (საჯარო) და „დახურული“ განმარტებას საქართველოს კანონმდებლობა პირდაპირ არ მოიცავს. თუმცა მისი ჯერადი სუბტიპოლოგიური მოცემულობა სამეწარმეო ნორმატიული ბაზის დოგმატური 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*, 3th 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, ანგარიშვალდებულ საზოგადოებასთან ათანაბრებს, ხოლო ანგარიშვალდებული საწარმოს განმარტებას ფასიანი ქაღალდების შესახებ კანონის მე-9 მუხლის პირველ პუნქტზე გადამისამართებით იძლევა. ნაშრომის მიზნებისთვის, ძირითადად, გამოყენებულ იქნება ანგარიშვალდებული 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 თებრელის №21/01 ბრძანების მე-5 და მე-6 მუხლის მე-3 პუნქტების ინტერაქციითა და დელუქციური ანალიზის შედეგებიდან. აგრეთვე, საფონდო ბირჟა მეორადი ბაზრის ერთ 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, ყორანა შვილი*, „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის კომენტარი, 2004, გვ. 115. ე.ი. „საჯარო“ საზოგადოება, ნებისმიერ კომბინაციაში, არის ანგარიშვალდებული, რომლის ფასიანი ქაღალდების ღია (საჯარო) განთავსება ხდება შეუზღუდავი წრის პოტენციურ ინვესტორთა შორის საჯარო განცხადებით, სარეკლამო კამპანიის გაწევით და ემისიის პროსპექტის რეგისტრაციით. იხ. *სვანაძე, სანაძე, ხიზანი შვილი, მძინარი შვილი, ლორთქიფანიძე, ახლობაძე, გოგი შვილი*, საბირჟო საქმე და ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, 1998, გვ. 180-182; *Pinto, Branson., Understanding Corporate Law*, 3rd edition, 2009, P. 92-95; *Palmiter, Corporations*, 2006, P. 346-348; *Ferran, Principles of Corporate Finance Law*, 2008, P. 432-443.

განთავსების²⁶¹ (IPO)²⁶² მეთოდით,²⁶³ პირთა განუსაზღვრელი წრის მიმართ საჯარო ვაჭრობისთვის არის შეთავაზებული,²⁶⁴ რაც ნებისმიერ დაინტერესებულ პირს²⁶⁵ საშუალებას აძლევს აქციების ღია ბაზარზე შექმნის გზით მიაღწიოს ინვესტირებადი კაპიტალის დივერსიფიცირებას და გახდეს საზოგადოების აქციონერი.²⁶⁶ სს-ის „დახურულ“ და „საჯარო“ საზოგადოებად დაყოფის უმნიშვნელოვანეს ელემენტს აქციათა განკარგვის „თავისუფლება“²⁶⁷ და რეგულირებად ბაზარზე ორგანიზებული მიმოქცევა განსაზღვრავს. თუ სს-ს აქციები საფონდო ბირჟაზე საჯარო ვაჭრობისთვის აქვს გატანილი, ან *listed* კომპანიად ან „საჯარო“ კომპანიად იწოდება,²⁶⁸ ხოლო საზოგადოება, რომლის საკუთარი კაპიტალი აქციების სახით საფონდო ბირჟის სავაჭრო სისტემაში სავაჭროდ გატანილ ფასიან ქაღალდთა კატეგორიაშია²⁶⁹ შეტანილი (*listed securities*)^{270,271} – კოტირებულ კომპანიად.²⁷² პირობითად,

²⁶¹ იხ. ჯიბუტი, *გორანაშვილი*, „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის კომენტარი, 2004, გვ. 112.

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

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

²⁶⁴ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონი, მე-3 მუხლის პირველი პუნქტი.

²⁶⁵ როგორც წესი, ეს პირები საფონდო ბირჟაზე რეგისტრირებული ლიცენზირებული საბროკერო კომპანები არიან, რომლებიც გარიგების მონაწილის (ანუ დილერის) ინტერესებისთვის მოქმედებენ. იხ. *Hazen*, *Securities Regulation*, 6th 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.

²⁶⁶ *Pinto*, *Branson*, *Understanding Corporate Law*, 3rd 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*, 26th ed., 2009-2010, P. 195 et seq. იხ. *ბურდული*, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 126-127.

²⁶⁷ „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 34¹ მუხლები.

²⁶⁸ *Armour*, *Hansmann*, *Kraakman*, *What is Corporate Law?* 2009, P. 12.

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

²⁷⁰ 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.

²⁷¹ ამას განაპირობებს პრეამბულა, რომ საფონდო ბირჟის სავაჭრო სისტემაში დაშვებული ფასიანი ქაღალდები არასალისტინგო და სალისტინგო 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.

²⁷² *French*, *Mayson*, *Ryan*, *Company Law*, 26th ed., 2009-2010, P. 201-202. შეად. *სვანაძე*, *ხანაძე*, *ხიზანიშვილი*, *მიხინარიშვილი*, *ლორთქიფანიძე*, *ახობაძე*, *გოგიშვილი*, საბირჟო საქმე და ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, 1998, გვ. 209, 213-214. უფრო კონკრეტულად, *listed* კომპანიის შემთხვევაში თავად ფირმა, როგორც იურიდიული პირი, რეგისტრირებულია

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, როგორც არასაბირჟო ბაზარია (*OTC market*).²⁷³ მას, შეიძლება, „საჯარო“ სს-თან ფუნქციონალური იდენტობის პირობებში, „ღია“ სს ეწოდოს.²⁷⁴ ამიტომ, „ღია“ და „საჯარო“, ფაქტობრივად, ურთიერთთანაცვლებად ტერმინად გამოიყენება. ეს არის თანამედროვე საკორპორაციო²⁷⁵ და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სამართლის²⁷⁶ დოგმატური აქსიომა.²⁷⁷

„ღია“ კორპორაცია აქციონერთა სიმრავლით გამოირჩევა, რის გამოც, დანაწევრებული აქციონერები თავიანთ ხმის უფლებას წარმომადგენლის (ე.წ. *proxy*)²⁷⁸ საშუალებით ახორციელებენ.²⁷⁹ მისი ინვესტიცია ფასიანი ქაღალდებია, რომელიც ინვესტორის ან მესამე პირის საკუთრებაშია.²⁸⁰ მათი საჯარო ვაჭრობა კაპიტალის ორგანიზებული ბაზრის გავლით ხორციელდება.²⁸¹ კორპორაციის „ღიაობა“ ხომ კაპიტალის ბაზარზე დარეგისტრირებული კომპანიის აქციათა ბროკერის/დილერის საშუალებით შექნას ნიშნავს.²⁸² „საჯარო“ კორპორაციის ჰომოგენურობის ხაზგასმაა, რომ ის, ბაზრის სტაბილურობის, მონაწილეთა უსაფრთხოებისა და ეკონომიკური მდგომარეობის სიმყარისთვის, მკაცრ რეგულატორულ მოწესრიგებას ექვემდებარება.²⁸³ განსაკუთრებით ახალი ათასწლეულის დასაწყისში

საფონდო ბირჟაზე, განსხვავებით მეორე, ანუ კოტირების შემთხვევისგან, როდესაც, როგორც წესი, კორპორაციას ფასიანი ქაღალდები (ძირითადად, აქციები) უშამავლის, 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.

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

²⁷⁴ 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*, 3rd edition, 2009, P. 93.

²⁷⁵ იხ. M.B.C.A. §1.40(18A).

²⁷⁶ თუმცა, ფასიანი ქაღალდების სამართალში, საფონდო ბირჟაზე თავისუფლად მიმოქცევადი ფასიანი ქაღალდის „კოტირება“ მისი ღირებულების დადგენას გულისხმობს. კერძოდ, ეს არის საფონდო ბირჟის მიერ ფასიანი ქაღალდის ოფიციალური ფასის ან ფასთა ინტერვალის დადგენა გარკვეული დროისათვის, გაანგარიშებული დადებული გარიგებებისა ან/და გაკეთებული სავაჭრო განცხადების საფუძველზე ბირჟის მიერ დამტკიცებული მეთოდის შესაბამისად. იხ. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონის მე-2 მუხლის 63-ე პუნქტი.

²⁷⁷ *Fletcher*, *Fletcher Cyclopedic of the Law of Corporations*, rev. ed., vol.5, 2011, P. 517-518.

²⁷⁸ იხ. *Cox, Hazen*, *Treatise on The Law of Corporations*, 3th ed., Vol. 2, 2010, P. 530-544.

²⁷⁹ *Hamilton, Freer*, *The Law of Corporations*, 6th ed., 2011, P. 235.

²⁸⁰ *Hamilton, Freer*, *The Law of Corporations*, 6th ed., 2011, P. 236.

²⁸¹ *Booth*, *Financing the Corporation*, 2010, P. 684-707.

²⁸² *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.

²⁸³ *Hazen*, *The Law of Securities Regulation*, 6th ed., 2009, P. 255-271.

ენრონის, ადელფიასა და უორდკომის კოლაფსის²⁸⁴ შემდგომ,²⁸⁵ რომლის გამოდახილი სარბანეს-ოქსლეის აქტია.²⁸⁶ სიმკაცრე ფინანსური ანგარიშგების გაყალბების (შემოსავლების მაჩვენებლის, საბალანსო მონაცემების არასწორი გადანაწილება, პასივების აქტივების ბალანსზე აღრიცხვა და ა.შ.) პრაქტიკული შედეგების ადეკვატური რეაქცია იყო.²⁸⁷

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.²⁸⁸ მსხვილი კორპორაციის უარყოფითი მხარე, უეცარი დესტრუქციის საფრთხესთან ერთად, გამკაცრებული, კაპიტალის ბაზარზე ყველა ქმედების რუდინული, დეტალური გათვლის, გახსნილობის სავალდებულო მოთხოვნისა და მათი დაუცველობა-დარღვევის რეპრესიული რეგულაციებია,²⁸⁹ რასაც ვერ ვიტყვით ქართული ფასიანი ქაღალდების რეგულაციებთან მიმართებით. ეს უკანასკნელი, ლიბერალიზმის კონცეპტუალური პრინციპიდან გამომდინარე, მწირ და „შემწენარებლურ“ სანქციებს აწესებს ფასიანი ქაღალდების კანონმდებლობის დარღვევისთვის.²⁹⁰

ქართულ საკორპორაციო სამართალში „საჯარო“ სს მნიშვნელოვან ადგილს ჯერჯერობით ვერ იკავებს.²⁹¹ 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.²⁹² განვითარება თანამედროვე სამეწარმეო სამართალში საკანონმდებლო რეგულაციებსა თუ რეგულირებად ნორმატივებში პოვებს ასახვას. კაპიტალის ბაზარზე „ქცევის წესების“ რეგულირების ფუნდამენტი „წესების“ შემსრულებელ სუბიექტთა²⁹³ უფლება-მოვალეობათა

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

²⁸⁵ *Hamilton, Freer, The Law of Corporations*, 6th ed., 2011, P. 242-244.

²⁸⁶ *Moeller, Sarbanes-Oxley Internal Controls*, 2008, P. 14-53; *Sheppey, McGill, Sarbanes-Oxley*, 2007, P. 3-19.

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

²⁸⁸ ამის კიდევ ერთი კლასიკური მაგალითი პარმალატის საქმეა, რომელმაც 2003 წლის 27 დეკემბერს მცდარი ფინანსური მონაცემების გამოქვეყნების შემდგომ ვალდებულების შესრულების შეუძლებლობის შედეგად, ბანკროტად 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.

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

²⁹⁰ იხ. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონი, 55-ე და 55¹ მუხლები.

²⁹¹ 2012 წლის 1 დეკემბრის მდგომარეობით, სს-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] [მოპოვების თარიღი: 12.12.2012]. შეადარე აშშ-ში არსებულ ვითარებას. *Pinto, Branson, Understanding Corporate Law*, 3rd ed., 2009, P. 92.

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

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

დეტერმინაციაა. ეს უკანასკნელი საკორპორაციო სამართლისა და კაპიტალის ბაზრის სამართლის კომბინირებული რეგულირების სფეროს განეკუთვნება.

ქართულ სამართლებრივ სივრცეში „ანგარიშვალდებული საწარმოს“ ცნება საკანონმდებლო დონეზეა განმარტებული.²⁹⁴ 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,²⁹⁵ უტოლდება „ღია“, საჯარო“ სს-ს ანგლო-ამერიკული გაგებით.²⁹⁶ საფონდო ბირჟაზე დარეგისტრირებული სს ექცევა ფასიანი ქაღალდების სამართლის რეგულირების ქვეშ.²⁹⁷ ასეთი ტიპის სს-მ უნდა გადალახოს ორგანიზაციული, სამართლებრივი და რეგულირებად ბაზარზე არსებული მოთხოვნადი დაბრკოლება,²⁹⁸ რათა კომპანიამ მოიპოვოს ფასიანი ქაღალდების პოტენციური ინვესტორისთვის შეთავაზების უფლება.²⁹⁹ ის უნდა შეესაბამებოდეს ფასიანი ქაღალდების ბრუნვასთან დაკავშირებულ მარეგულირებელ წესებს. მან უნდა უზრუნველყოს გამჭვირვალობის სათანადო დონე და საჯაროობა ყველა მნიშვნელოვანი მოვლენის შესახებ ინფორმაციის დროული გამჟღავნებით.³⁰⁰ ინფორმაციის გამჟღავნების ვალდებულება

²⁹⁴ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონის მე-9 მუხლის პირველი პუნქტი.

²⁹⁵ *ჭანტურია*, კორპორაციული მართვა, 2006, გვ. 287-293. ასეთ სავალდებულოდ გასაგზავნი შეტყობინების მაგალითად შეიძლება მოყვანილ იქნეს ანგარიშვალდებული საწარმოს ფასიანი ქაღალდების მნიშვნელოვანი შენაძენის განსაჯაროების ვალდებულება. იხ. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონის მე-14 მუხლი. შეად. *ჯიბუტი, ყორანაშვილი*, „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის კომენტარი, 2004, გვ. 115.

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

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

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

²⁹⁹ მოთხოვნათა კატალოგი კლასიფიცირებულია საქართველოს საფონდო ბირჟაზე „საქართველოს საფონდო ბირჟის“ ფასიანი ქაღალდების სავაჭრო სისტემასა და ლისტინგში დაშვების შესახებ“ დებულებაში.

³⁰⁰ ფასიანი ქაღალდების კანონმდებლობის გვერდით, რომელიც 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.

მოიცავს კომპანიის ბიზნესანგარიშს, ფინანსურ ანგარიშგებებს, აუდიტის დასკვნებს და სხვა ინფორმაციას.³⁰¹

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.³⁰² შედეგად, თუ საზოგადოება ანგარიშვალდებულია, ის მართვის ორსაფეხურიანი სისტემის³⁰³ „მიმდევარია“, რაც აქციონერთა დასაცავად შექმნილ კონკრეტულ სტანდარტებს მოიცავს.³⁰⁴ მაგრამ შებრუნებული ვარიანტი არ მოქმედებს. მეწარმეთა შესახებ კანონით სს-ის კორპორაციული მართვის სისტემის შერჩევის შემთხვევაში, მაგალითად, თუ აქციონერთა რაოდენობა 100-ს აღემატება,³⁰⁵ სს-ის მართვა დუალისტური მოდელით

³⁰¹ Sheppey, McGill, Sarbanes-Oxley, 2007, P. 65-93.

³⁰² მეწარმეთა შესახებ კანონის 55-ე მუხლის პირველი პუნქტი.

³⁰³ 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.

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

³⁰⁵ 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 ჰიპოტეტური ზღვარი ვერ განსაზღვრავს სს-ის კლასიფიცირებას „ღია“ 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 განსახორციელებელია 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

უნდა გაგრძელდეს, რაც, თავის მხრივ, არ ნიშნავს მის ანგარიშვალდებულ საწარმოდ გარდაქმნას. ამისთვის, სს-მ გარკვეული წინაპირობები უნდა დააკმაყოფილოს. სახეზეა სს-ის ფუნქციურ-შინაარსობრივი და კვანტიტური განმარტება: ფასიანი ქაღალდების ბაზრისა და მეწარმეთა შესახებ კანონით განმარტებული ანგარიშვალდებულ სს, „საჯარო“ სს-თან მიმართებაში, მათი ფუნქციური დატვირთვიდან გამომდინარე, ურთიერთთანაცვლებად 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 „ანგარიშვალდებულ“ 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.³⁰⁶ ფასიანი ქაღალდების გამოშვებას, ფინანსურ ბაზართან ადვილი წვდომის გარდა, მრავალი მიზეზი აქვს. მათგან აღსანიშნავია

მოდელის შექმნაზე, მაგრამ პირველ შემთხვევაში იქნება ანგარიშვალდებულ საწარმო მართვის ორსაფეხურიანი სისტემით, ხოლო მეორე შემთხვევაში „დახურული“ სს, ასევე, მართვის დუალისტური მოდელით. შეად. *ქრია*, 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, თუ მეწარმეთა შესახებ კანონი მინიმალურ (50 აქციონერი) რაოდენობას ადგენს, ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონს ნაკლები რაოდენობის აქციონერთა არსებობის დროსაც დამოუკიდებელი რეგისტრატორის გამწვანება სავალდებულო მოთხოვნათა კატეგორიაში შეყავს. 50 აქციონერზე ნაკლები აქციონერი კი მხოლოდ მაშინ ხდება დამოუკიდებელ რეგისტრატორთან ხელშეკრულების დადების აუცილებელ წინაპირობად, როდესაც ემიტენტი მიიხნევა ანგარიშვალდებულ საწარმოდ. 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 იქნება 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“ საწარმოდ კლასიფიკატორის ამპლუაში გამოსვლას.

³⁰⁶ 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, ეორანაშვილი*, „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის კომენტარი, 2004, გვ. 111-112.

კორპორაციათა სწრაფი შერწყმა, შექმნა (შთანთქმა) კონტროლის მოპოვების მიზნით და კომპანიის ერთობლივი კაპიტალის მოცულობაში სასესხო წილის შემცირება,³⁰⁷ ინვესტიციების დაბანდება საწარმოო საქმიანობაში, კაპიტალის რისკების დივერსიფიცირება და ა.შ. ეს ყველაფერი კი კორპორაციის სტრუქტურული რესტრუქტურის საფუძველია. ნაშრომის კვლევის სამიზნე ობიექტი სწორედ ანგარიშვალდებული („საჯარო“) 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 სუბტიპებად კლასიფიცირება, ამ კლასიფიკაციის ეკონომიკურ-ფუნქციური დატვირთვა და, მეორე, ასეთი ტიპის საზოგადოებათა შიდაორგანიზაციული საქმიანობის სტრუქტურული ელემენტების დივერსიფიცირება უფლებამოსილებათა ვერტიკალურ თუ ჰორიზონტალურ³⁰⁸ 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 კონცენტრაციის, კაპიტალის ფორმირების წყაროსა და მისი ფორმირების სტრუქტურული ელემენტების შინაარსობრივ სეგმენტში იხენს თავს. ორგანიზაციული გაერთიანების კორპორაციულად მოწყობის სტრატეგიული შინაარსობრივი ელემენტი საკუთრების, მისი მართვისა და კონტროლის განცალკევებაში მოიაზრება, რაც „ღია“ სს-ის უმნიშვნელოვანესი სტიგმაა.

ანგარიშვალდებული სს-ის ორგანიზაციული სტრუქტურული ელემენტების ფორმირების კუთხით, თანამედროვე საკორპორაციო სამართლებრივ სისტემებში, მართვის ორგანიზაციული უზრუნველყოფა სამი დივერგენსული მოდელით ხორციელდება.³⁰⁹ არსებულ სისტემათაგან

³⁰⁷ სვანაძე, სანაძე, ხიზანიშვილი, მძინარიშვილი, ლორთქიფანიძე, ახოზაძე, გოგიშვილი, საბირჟო საქმე და ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, 1998, გვ. 190-195.

³⁰⁸ ორგანიზაციული მართვის კუთხით უფლებამოსილებათა „ჰორიზონტალურ“ და „ვერტიკალურ“ კონტექსტში განხილვა პირობითი ზღვრის დამდგენი განზომილებითი სხვაობაა. ორივე მიმართულება, კონკრეტული სეგმენტებით, მასშტაბურ კონვერგენციაში პოულობს გამოხატულებას. განსაკუთრებით აღსანიშნავია „ვერტიკალურ“ 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, 3rd ed., Vol. 2, 2010, P. 2, 86-94.

³⁰⁹ ანგლო-ამერიკული სამართლის სისტემისთვის დამახასიათებელია ე.წ. უნიტარული ანუ მართვის ერთსაფეხურიანი მოდელი; კონტინენტური ევროპისთვის, ძირითადად,

აქცენტი, ძირითადად, დუალისტურ სისტემაზე გაკეთდება.³¹⁰ დუალისტური სისტემის, ორგანიზაციული კუთხით, სტრუქტურული ელემენტების სამწვეროვანი ორგანული დაყოფა³¹¹ აქციონერთა საერთო კრების, სამეთვალყურეო საბჭოსა და აღმასრულებელი (დირექტორთა) საბჭოს კუთხით დიფერენცირდება.³¹²

4.1.1. „ზემდგომი“ ორგანო

ორგანიზაციული მართვის ვერტიკალურ ჭრილში, შიდა სტრუქტურული ელემენტების პირველ რგოლს, სს-ის კაპიტალით უზრუნველყოფ პირთა³¹³ გაერთიანების შედეგად ჩამოყალიბებული ორგანო წარმოადგენს. კორპორაციული მართვის სტრუქტურაში ამ საფეხურს აქციონერთა საერთო კრება იკავებს. ის კომპანიის მართვის

მიღებულია დუალისტური ანუ მართვის ორსაფეხურიანი მოდელი. არსებობს მართვის მესამე, ე.წ. პიბრიდული 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.

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

³¹¹ 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 ყალბდება. იხ. *Calder*, Corporate Governance, 2008, P. 70,71. სტრუქტურულ ორგანოთა კომპეტენტური ბალანსი, ფაქტობრივად, დუალისტური მოდელის იდენტურია. შესაბამისად, უნიტარული სისტემის მართვის სამწვეროვანი ორგანიზაციული სტრუქტურა, კონტინენტური ევროპის ორსაფეხურიანი მოდელის მოდელური ნიშნების განსხვავებულ პრაქტიკულ ინტერპრეტაციას წარმოადგენს. შეად. *Cox, Hazen*, Treatise on The Law of Corporations, 3rd 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 დიფერენსული ბუნების შედეგია. ამიტომ, მათ შორის პრაგმატულ სხვაობას გვერდი ვერც ამ განმარტებით აველება.

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

³¹³ 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.

„უმაღლესი“ ორგანოა.³¹⁴ მისი კომპეტენცია კანონით ზუსტად არის გაწერილი,³¹⁵ რომლის შევსება ან/და გადანაწილება საწესდებო შეთანხმების თავისუფლების ჩარჩოში ექცევა.

საწარმოს „კონსტიტუციის“ დებულებების ხელმოწერისას³¹⁶ იწყება ინდივიდისთვის აქციონერის სტატუსის მინიჭების პროცესი. მოცემულ ეტაპზე, აქციონერი კორპორაციის „უმაღლესი“ ორგანოს დამაკომპლექტებელი ფუნქციით შემოიფარგლება. საერთო კრება ფორმირდება³¹⁷ აქციონერის (წევრის) სტატუსის მოპოვებისთანავე.³¹⁸ საზოგადოების წევრად გახდომას წილთა საწესდებო გადანაწილება და აქციის მიღება³¹⁹ (შეძენით)³²⁰ განაპირობებს,³²¹ რითიც პირი საზოგადოებასთან განსაზღვრულ სამართლებრივ ურთიერთობაში ექცევა.³²² სამართლებრივი ურთიერთობა წარმოიშობა აქციითა განსაზღვრული წილის მიღებაზე შეთანხმების შედეგად. წილის მიღება საზოგადოებასა და აქციონერს შორის აქციის გაცემის ხელშეკრულების საფუძველზე ხდება,³²³ რომელიც სანაცვლოდ, აქციონერის მხრიდან საზოგადოების წინაშე გარკვეულ შეტანაუნარიანი ობიექტებით კონტრიბუციას³²⁴ მოითხოვს.³²⁵ წილის მესაკუთრე სუბიექტს წარმოეშობა სამი კლასის უფლება, როგორც საზოგადოებასთან კორპორაციულსამართლებრივი კავშირის შედეგი.³²⁶ წევრის სტატუსის

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

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

³¹⁶ *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol.11, 2011, P. 166.

³¹⁷ 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*, 3rd ed., vol. 1, 2010, P. 185-198; *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol.5, 2011, P. 5-8.

³¹⁸ სამართლებრივი (მო)ქმედება, რომლის საშუალებითაც პირი აქციონერის წევრის სრულ სტატუსს მოიპოვებს, შენატანის ხელშეკრულების შესრულება, ანუ დათქმული შესატანის შეტანაა. კაპიტალურ საზოგადოებაში შესატანის შეტანას შეტანის პირისთვის ორი თანმდევი შედეგი მოსდევს: წევრის სტატუსის მოპოვება და შეზღუდული პასუხისმგებლობის შექმნა. იხ. *ბურდული*, შენატანის განუხორციელებლობის სამართლებრივი შედეგი, სამართლის ჟურნალი, №1-2, 2010, გვ. 22 და მომდევნო, 36 და მომდევნო. შეად. *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3rd ed., vol. 2, 2010, P. 311-313.

³¹⁹ 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.

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

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

³²² *ბურდული*, სააქციო სამართლის საფუძველები, 2010, გვ. 355-359.

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

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

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

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

მქონე პირი, აქციონერი³²⁷ უფლებების განხორციელებას³²⁸ მართვის უმაღლესი ორგანოს მეშვეობით ასორციელებს,³²⁹ რომელიც კორპორაციულ მართვაში მნიშვნელოვან ფუნქციურ როლს ასრულებს.³³⁰

განასხვავებენ აქციონერის მმართველობით და ქონებრივ უფლებებს.³³¹ აქციონერის უფლებათა კლასის ტაქსონომია ორ ძირითად კატეგორიაში კლასიფიცირდება: ინდივიდუალური და ერთობლივი ქმედებით უფლებათა პრაქტიკულ რეალიზებად. პირველი ჯგუფის მაგალითად, შესაძლებელია, ინფორმაციის გამოთხოვის უფლება³³² და მისი გამოყენების დასახელება.³³³ აქ სახეზეა აქციონერის ინდივიდუალიზმი. უფლებათა კლასის დემონსტრირების მეორე ჯგუფს აქციონერთა ერთობლივი, კონსესუალური გადაწყვეტილების მიღება განეკუთვნება, რომელიც ხმის უფლების აქტიური გამოყენების³³⁴ შედეგს წარმოადგენს.³³⁵ „უმაღლესი“ ორგანოს არსი აქციონერის უფლებამოსილებათა კოლაბორაციულ გამოყენებასა და კორპორაციის სტრუქტურული ორგანოს (საერთო კრების) სახელით გადაწყვეტილების მიღებაში გამოიხატება.³³⁶

ერთობლივი ქმედებით განსახორციელებელ კომპეტენციათა შორის³³⁷ განსაკუთრებულ უფლებამოსილებას სამეთვალყურეო საბჭოს წევრთა არჩევა/დანიშვნა და დირექტორატის ფორმირება³³⁸ მიეკუთვნება.³³⁹ 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,³⁴⁰ სამეთვალყურეო საბჭოს შექმნა,³⁴¹ მისი წევრების დანიშნვა-გამოწვევა, საზოგადოების წესდებაში ცვლილებების შეტანა და ისეთ მნიშვნელოვან საკითხებზე გადაწყვეტილების მიღება განეკუთვნება, როგორცაა საზოგადოების ლიკვიდაცია, რეორგანიზაცია, შერწყმა და შექენა.³⁴² ყველა საკითხი

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

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

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

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

³³¹ *ბურდუელი*, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 359-369. შეად. *Cox, Hazen*, *Treatise on The Law of Corporations*, 3th ed., vol. 2, 2010, P. 452-454.

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

³³³ *Cox, Hazen*, *Treatise on The Law of Corporations*, 3th ed., vol. 2, 2010, P. 454-456.

³³⁴ *Fairfax*, *Shareholder Democracy*, 2011, P. 17-26.

³³⁵ *Gevurtz*, *Corporation Law*, 2010, P. 200.

³³⁶ *Cox, Hazen*, *Treatise on The Law of Corporations*, 3th ed., vol. 2, 2010, P. 478-482.

³³⁷ იხ. *Calder*, *Corporate Governance*, 2008, P. 126.

³³⁸ *Fairfax*, *Shareholder Democracy*, 2011, P. 12-15.

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

³⁴⁰ *Fletcher*, *Fletcher Cyclopedic of the Law of Corporations*, rev. ed., vol.5, 2011, P. 483.

³⁴¹ *Hamilton*, *The law of Corporations*, 2000, P. 231-232.

³⁴² იხ. *ჭანტურიძე*, *კორპორაციული მართვა*, 2006, გვ. 112; *Fairfax*, *Shareholder Democracy*, 2011, P. 15-17.

აქციიდან გამომდინარე ხმის უფლების³⁴³ რეალიზებას უკავშირდება³⁴⁴ და მიმართულია (ან უნდა იყოს მიმართული) სარგებლის მაქსიმალიზებისკენ.³⁴⁵

მოკლედ, აქციონერთა საერთო კრება, როგორც უნიტარული ისე დუალისტური სისტემისთვის, სახასიათო მართვის უმნიშვნელოვანესი ორგანიზაციული ელემენტია, რომლის ფორმირება, გარკვეულწილად, კაპიტალის სტრუქტურაზე³⁴⁶ დამოკიდებული. კაპიტალის სტრუქტურას კაპიტალიზირების წყარო განსაზღვრავს,³⁴⁷ რომელიც პირდაპირ ასახავს პოვნებს მესაკუთრეთა სტრუქტურაზე. კომპანიასთან დაკავშირებულ პირთა³⁴⁸ დიფერენცირებული პანორამა უფლებრივ კატეგორიათა ცვალებადობას იწვევს, რაც, „ღია“ სს-ში – აქციონერთა და კაპიტალის სტრუქტურის ცვლილებას განაპირობებს.³⁴⁹ უკანასკნელის ერთ-ერთ საფუძველს მესამე პირის (მომავალი აქციონერის) საზოგადოებაში კორპორაციულსამართლებრივი ქმედების – შექენა-შერწყმის გზით შესვლა წარმოადგენს.³⁵⁰ შექენის ტრანზაქციის თითქმის ყველა სტრატეგია აქციონერთა ნების ავტონომიის ფარგლებში რეალიზდება.³⁵¹ შესაბამისად, თითოეულის ცალ-ცალკე და მთლიანად, ყველა აქციონერის ერთობლივი ნება³⁵² და კორპორაციული გადაწყვეტილების მიღება შექენა/შერწყმის სუბსტანციურ ელემენტს და საწარმოში ფუნდამენტური ცვლილების განხორციელების ბაზისურ ქმედებას წარმოადგენს.³⁵³ სტრუქტურული ცვლილება, რომელსაც შექენის ტრანზაქცია იწვევს, აქციონერთა მმართველობითი 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

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

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

³⁴⁵ 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.*

³⁴⁶ *French, Mayson, Ryan, Company Law, 26th ed., 2009-2010, P. 414.*

³⁴⁷ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3th ed., vol. 3, 2010, P. 385-388.*

³⁴⁸ *Fairfax, Shareholder Democracy, 2011, P. 156-158.*

³⁴⁹ შეად. *ბურდული*, ქონებრივი ურთიერთობა სააქციო საზოგადოებაში, 2007, გვ. 186-192.

³⁵⁰ *მახარობლიშვილი*, საკორპორაციო-სამართლებრივ კომბინაციათა თავისებურებანი საწარმოთა შერწყმის პროცესში, წიგნში: საკორპორაციო სამართლის კრებული, (რედ. *ბურდული*), 2011, გვ. 287-319.

³⁵¹ *Gevurtz, Corporation Law, 2010, P. 195.*

³⁵² *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol.5, 2011, P. 483-511.*

³⁵³ *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol.5, 2011, P. 9-11.*

თვალსაწიერის მქონე ინდივიდებით დაკომპლექტებული ორგანო სჭირდება. მისი არჩევა/დანიშნვა „უმაღლესი“ ორგანოს დაუწერელ კომპეტენციას განეკუთვნება.³⁵⁴ „ზემდგომი“ ორგანოს წევრთა ხმის უმრავლესობის მხარდაჭერით, როგორც წესი, ფორმირდება სამეწარმეო საქმიანობის მართვის განმახორციელებელი სავალდებულო ორგანო დირექტორატის სახით.³⁵⁵

დირექტორთა საბჭო კორპორაციული მართვის სისტემაში ცენტრალურ როლს ასრულებს.³⁵⁶ ის არის კორპორაციის მაკონტროლებელი მთავარი ორგანო.³⁵⁷ იქიდან გამომდინარე, რომ დუალისტური მოდელისთვის დამახასიათებელია ზედამხედველობითი და მენეჯმენტის განმახორციელებელი ორგანოების განცალკევებულობა, დირექტორთა საბჭო განსაკუთრებული კომპეტენციით³⁵⁸ არის აღჭურვილი.³⁵⁹ უფლებამოსილებათა სახეობათა დეკლარირება რამდენიმე საშუალებით არის შესაძლებელი. პირველი, დირექტორატის გამოხატული (გაწერილი) კომპეტენციის წყარო საკანონმდებლო რეგულაცია ან საწესდებო ჩანაწერია.³⁶⁰ გაწერილი კომპეტენციის მეორე სახის დეკლარირების წყარო კონკრეტულ დირექტორთან დადებული ხელშეკრულებაა, რომლის კომპეტენცია „ზემდგომ“ ორგანოსთან ერთად, საზედამხედველო ორგანოსაც გააჩნია.³⁶¹ კომპეტენციის მესამე კატეგორიაში ისეთ უფლებამოსილებათა კატალოგი მოიაზრება, რომელიც ავტორიზირებული კომპეტენციის თანხმლებ უფლებათა მთელ რიგ წყებას შეიცავს.³⁶² რაც შეეხება მეოთხე კატეგორიას, მისი ფორმირება შესაძლებელია ისეთი უფლებამოსილებათა კასკადით, რომელიც ხელმძღვანელი პირის საზოგადოებასთან კორპორაციულსამართლებრივი კავშირიდან უცილობლად

³⁵⁴ იხ. *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol.2, 2006, P. 58.*

³⁵⁵ *ჭანტურია, ნობიძე, 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.*

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

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

³⁵⁸ 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.*

³⁵⁹ 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 დისკრეციულ 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.*

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

³⁶¹ მეწარმეთა შესახებ კანონი, 55-ე მუხლის მე-7 პუნქტის ე) ქვეპუნქტი.

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

გამომდინარეობს (*apparent power*).³⁶³ მას შეიძლება ნაგულისხმები/დაუწერელი (*implied*) კომპეტენციაც ეწოდოს.³⁶⁴ ნამდვილი კომპეტენცია (*actual*) პრინციპალის მიერ გაცემული ავტორიზირებული მანდატია. გამოხატული 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.³⁶⁵

ეს უფლებამოსილება, როგორც წესი, სხვა ორგანოთა კომპეტენციათაგან მკვეთრად გამიჯნულია.³⁶⁶ მიუხედავად დირექტორთა საბჭოს უშუალო მმართველობითი ფუნქციური დატვირთვისა, ის მაინც არ არის მართვის სხვა ორგანოთა მითითებების³⁶⁷ შემსრულებელი თუ მათი აღმასრულებელი.^{368, 369} ხელმძღვანელი ორგანო უფლებამოსილებას დამოუკიდებლად და საკუთარი პასუხისმგებლობით ახორციელებს. შესაბამისად, აღმასრულებელი საბჭო არის არა „ნების აღმასრულებელი“ ორგანო, არამედ „ნების აღმსრულებელი“ ორგანო,³⁷⁰ როგორც ეს ქართულ იურიდიულ ლიტერატურაშია გაანალიზებული.^{371, 372} კორპორაციათა შექმნა (შერწყმა) დირექტორს თუ დირექტორთა საბჭოს განსაკუთრებულ მნიშვნელობას სძენს. ისეთი შექმნის ტრანზაქციის დასადავად, რომელიც აქციონერთა ხმის უფლების სუსტი კონცენტრაციების შექმნას არ განაპირობებს, როგორც პოსტ-

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

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

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

³⁶⁶ თუმცა, მეწარმეთა შესახებ კანონის 55-ე მუხლის 7² 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.

³⁶⁷ ჭანტურია, კორპორაციული მართვა, 2006, გვ. 113.

³⁶⁸ 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.

³⁶⁹ 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.

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

³⁷¹ იხ. ბურდულო, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 138; ჭანტურია, კორპორაციული მართვა, 2006, გვ. 170.

³⁷² შეად. Dravis, Independent Director's Guidebook, 2007, P. 8,9.

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.³⁷³ ასეთი ტიპის შექმნა/შერწყმის ტრანზაქციის ფინანსური უზრუნველყოფა დირექტორატის კომპეტენციას განეკუთვნება.³⁷⁴ სხვა შემთხვევაში, აქციონერთა კრების თანხმობის გარეშე კორპორაციის ქონებრივი განსხვავება ან აქციების შესახებ დადებული ტრანზაქცია, უფლებამოსილების გადამეტებით დადებულ გარიგებად ჩაითვლება.³⁷⁵ ასეთი გარიგების რატიფიცირება, თუ ის კომპანიის ინტერესებში ჯდება და კანონიერია, როგორც წესი, აქციონერთა საერთო კრების კომპეტენციაში შედის.³⁷⁶

ნებისმიერ შემთხვევაში, ექსპლიციტურ თუ იმპლიციტურ კომპეტენციათა ერთობლივი მასშტაბი იმდენად დიდია,³⁷⁷ 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.³⁷⁸ ეს მას კომპანიის ფუნდამენტურ სტრუქტურულ ელემენტებში ცვლილების შეტანის ირიბ კომპეტენციას განეკუთვნება.³⁷⁹ შესაბამისად, ის სს-ის ორგანიზაციული მართვის ფუნდამენტურ სუბიექტს წარმოადგენს. ერთი საწარმოს მიერ მეორეს მიერთებამ ან შექმნამ, ალბათობის მაღალი ხარისხით, შესაძლოა, თავად დირექტორთა საბჭოს სტრუქტურული ცვლილება გამოიწვიოს.

დასასრულ, კორპორაციულ კომბინაციაში დირექტორატის ჩართულობა გარდაუვალია. ტრანზაქციაში მონაწილეობა კორპორაციული ქმედებების განხორციელების გარეშე გამორიცხებულია. დაგეგმილ ან განსახორციელებელ ქმედებათა შესახებ მართვის ორგანოთა შორის ასიმეტრული ინფორმაცია დირექტორატის კოგნიტურ გავლენაზე მიუთითებს.³⁸⁰ ქმედებისა და ინფორმაციის დისბალანსის პრევენცირებას პრინციპალ-აგენტის ურთიერთობის კლასობრიობა ახდენს: ეს ურთიერთობა ფიდუციურია. შესაბამისად, სტრუქტურულ ცვლილებათა დაგეგმარება-განხორციელების დროს, წინა პლანზე, დირექტორთა ფიდუციური მოვალეობები³⁸¹ და მათი ქცევის მასშტაბი წამოიწივს.³⁸² ფიდუციური მოვალეობის დარღვევა ინტერესთა

³⁷³ *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol.2, 2006, P. 642.*

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

³⁷⁵ *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 3A, 2011, P.161-166.*

³⁷⁶ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3th ed., vol. 1, 2010, P. 499-501.*

³⁷⁷ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3th ed., vol. 2, 2010, P. 43-48.*

³⁷⁸ *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, 3th ed., vol. 3, 2010, P. 406-408.*

³⁷⁹ შეად. *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol.2, 2006, P. 638-642.*

³⁸⁰ იხ. *Macey, Corporate Governance, 2008, P. 69-89.*

³⁸¹ მაგალითად, საწარმოს, ე.წ. მტრული შექმნის დროს დირექტორთა მიერ თავდაცვითი ღონისძიებების გატარების მოვალეობა. იხ. *ჭანტურია, კორპორაციული მართვა, 2006, გვ. 231-233.*

³⁸² *French, Mayson, Ryan, Company Law, 26th ed., 2009-2010, P. 467 et seq.*

კონფლიქტის წარმოშობის ბაზისია, გარდა იმ შემთხვევისა, როდესაც ე.წ. *arm's length* (მოლაპარაკებადაქვემდებარებული ტრანზაქცია) შეძენას აქვს ადგილი, როდესაც დირექტორი კორპორაციის საუკეთესო ინტერესებიდან გამომდინარე მოქმედებს.³⁸³

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 გამმიჯნავი ზედამხედველობის ორგანოს, ანუ სამეთვალყურეო საბჭოს კომპეტენციას მიეკუთვნება.³⁸⁴

4.1.3. საზედამხედველო ორგანო

თუ აქციონერთა საერთო კრების „უმთავრეს“ ფუნქციას სამეთვალყურეო საბჭოს წევრების ფორმირება შეადგენს, ზედამხედველობის ორგანოს ძირითად მიზანს დირექტორთა საბჭოს წევრთა არჩევა,³⁸⁵ მათთან ხელშეკრულების დადება-შეწყვეტა და საქმიანობის კონტროლი წარმოადგენს.³⁸⁶ სამეთვალყურეო საბჭო სს-ის სტრუქტურაში ერთგვარი დამაკავშირებელი რგოლია ანგარიშვალდებულებისა და ზედამხედველობის ფუნქციიდან გამომდინარე. აღმასრულებელი ორგანოს ანუ ბორდის სტრუქტურა ანგლო-ამერიკული და კონტინენტური ევროპის სამართლის ქვეყნებში განსხვავებულია.³⁸⁷ საქართველოში დაფუძნებული ანგარიშვალდებული საწარმო კონტინენტური ევროპის დუალისტური მართვის დოგმატური ელემენტების მატარებელია.³⁸⁸ სამეთვალყურეო საბჭო პასუხისმგებელია კომპანიის სტრატეგიის, ბიზნესპრიორიტეტების წარმართვისა და დადგენისთვის, წლიური ფინანსური ანგარიშების მომზადებასა და დამოწმებაზე.^{389,390} მაკონტროლებელი ორგანო მოქმედებს კომპანიის ინტერესებიდან გამომდინარე, აკონტროლებს საზოგადოების მართვას,

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

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

³⁸⁵ 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.

³⁸⁶ მეწარმეთა შესახებ კანონის 55-ე მუხლის მე-7 და მე-8 პუნქტები.

³⁸⁷ Davies, Board Structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence?, 2001, P. 1-24.

³⁸⁸ Hopt, The German Two-Tier Board: Experience, Theories, Reforms in: Comparative Corporate Governance (eds. Hopt, Kanda, Roe, Wymeersch and Prigge), 1998, P. 227-258. შეად. Gevurtz, Corporate Law, 2000, P. 178-194.

³⁸⁹ მეწარმეთა შესახებ კანონის 55-ე მუხლის მე-7 პუნქტი.

³⁹⁰ ანალოგიურია, რაც დირექტორატის ფუნქციას აშშ-ში. შეად. Macey, Corporate Governance, 2008, P. 51-68.

ფინანსური კონტროლის სისტემებსა და ე.წ. *Shareholder Value*-ს ზრდის³⁹¹ კონდიციებს. საწარმოს მართვა-გამგეობის კონტროლის ეფექტური ორგანიზაციული მართვა დამოუკიდებელი და პროფესიონალი სამეთვალყურეო საბჭოს³⁹² თანმდევია, რომელიც კორპორაციული მართვის ხარისხობრივ მაჩვენებელზე აისახება.³⁹³ სამეთვალყურეო საბჭო, როგორც სს-ის სტრუქტურული ორგანო,³⁹⁴ დამოკიდებულია აქციონერთა სტრუქტურაზე ე.ი. სს-ის შექმნა და შერწყმა, არაპირდაპირ, სამეთვალყურეო საბჭოს სისტემატიზაციაზეც (შემადგენლობაზე) ახდენს გავლენას. თავის მხრივ, სამეთვალყურეო საბჭოს ფუნქცია საზოგადოების მიერ დასაძებ ტრანზაქციათა დადასტურებაში გამოიხატება. ის, თუ წესდებით სხვა რამ არ არის გათვალისწინებული, აქციონერთა საერთო კრებასთან ერთად, ფუნდამენტურ კორპორაციულ ცვლილებაზე თანხმობის/დადასტურების გამცემი ორგანოა.

სახედამხდველო ორგანოს ჰიბრიდული სახე აქვს. ის ფორმირებულია აქციონერთა და დირექტორთა საბჭოს დამოუკიდებელი წევრებით, რომელიც ერთმანეთს აბალანსებენ.³⁹⁵ მისი ფუნქციური დატვირთვა განსაკუთრებით იზრდება ანგარიშვალდებული სს-ის მიმართ, რადგან ის ასეთი საწარმოს სავალდებულო 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 „ზემდგომი“ 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 შეცვლა³⁹⁶ სამეთვალყურეო საბჭოს სუბიექტთა და, შესაძლებელია, კომპეტენციათა რესტრუქტურისაციას დაედოს საფუძვლად. ის სს-ის ორგანიზაციული სტრუქტურული ერთეულია, რომელიც ქართული ანგარიშვალდებული საწარმოს სავალდებულო ორგანოს წარმოადგენს. ლოგიკურია, კომპანიაში

³⁹¹ იხ. *პოპტი*, კორპორაციული მართვა ევროპაში: რეგულირების ახალი მოდელი და „რბილი სამართალი“, „სამართლის ჟურნალი“ №1, 2009, გვ. 230.

³⁹² ამისათვის არსებობს შეფასება, როგორც სამეთვალყურეო საბჭოს იდეალტიპურ ორგანოდ ჩამოყალიბების განმსაზღვრელი ქმედება. იხ. *ბაკლი*, შეფასება – პირველი ნაბიჯი სამეთვალყურეო საბჭოს დასახეწად, ყოველკვარტალური ბიულეტენი №5, IFC, 2004, გვ. 9-11.

³⁹³ *პოპტი*, კორპორაციული მართვა ევროპაში: რეგულირების ახალი მოდელი და „რბილი სამართალი“, „სამართლის ჟურნალი“ №1, 2009, გვ. 229-232.

³⁹⁴ *ჭანტურია, ნინიძე*, მეწარმეთა შესახებ კანონის კომენტარი, 2002, გვ. 399-403.

³⁹⁵ 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.

³⁹⁶ 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.

განხორციელებული ნებისმიერი ცვლილება, ცვლილების ხარისხობრივი და ტიპოლოგიური მახვენებლის მიხედვით, სათანადო ასახვას პოვებს სახედამხედველო ორგანოზე.

4.14. 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. „ნების აღმსრულებელ“ ორგანოს, კომპლექსური კორპორაციული მართვის მექანიზმის სრულფასოვანი განხორციელების, პერსპექტიული რჩევებისა და სამეწარმეო საქმიანობასთან დაკავშირებული პრობლემური საკითხების გადაწყვეტისთვის, ქვესტრუქტურული ორგანოები ესაჭიროება.³⁹⁷ კორპორაციული მართვის გაუმჯობესების, ფინანსური მონიტორინგისა და რისკების მენეჯმენტის ერთგვარი „ანალიტიკური“ სტრუქტურული ელემენტი, აღმსრულებელი ორგანოს კომიტეტებია.³⁹⁸

სს-ს სტრუქტურის სისტემური ანალიზი საზოგადოების საფინანსო და ეკონომიკური საქმიანობის ზედამხედველობა-კონტროლსაც მოიცავს.³⁹⁹ საფინანსო კონტროლი ტექნიკურად ორი მიმართულებით შეიძლება განხორციელდეს. პირველი, შიდა აუდიტორის⁴⁰⁰ და მეორე, გარე აუდიტორის დანიშვნა-მოწვევით.⁴⁰¹ მათი შესრულება რთულ და ხანგრძლივ პროცედურულ ჯაჭვს მოიცავს.⁴⁰² ამასთან, აუდიტის სახე და სუბიექტები ერთმანეთისგან განსხვავებულია.

შიდა აუდიტი ამოწმებს კორპორაციის მენეჯმენტის ფინანსურ საკითხებს, კონტროლის გადანაწილებას და ბალანსს. მის საპირწონედ, გარე აუდიტორი, ანალიზებს და განიხილავს შიდა აუდიტის მიერ ჩატარებულ შემოწმებას და ადგენს მის შესაბამისობას კორპორაციის მიმდინარე და არსებულ რეალურ მდგომარეობასთან.⁴⁰³ შიდა აუდიტის ჩატარების ხელშეწყობა საზოგადოების აუდიტის კომიტეტის

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

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

³⁹⁹ მიუხედავად იმისა, რომ კორპორაციული მართვის საუკეთესო პრაქტიკა „ლია“ სს-ში საბჭოს კომიტეტებისა და კორპორაციული მდივნის (*corporate secretary*) არსებობას მოიცავს, ის, ძირითადად, საბანკო სექტორში ფუნქციონირებად სს-ს ეხება (მაგრამ არამხოლოდ). საბანკო საქმიანობა კი ნაშრომის შინაარსობრივ კონტექსტთან კონვერგენციას არ განიცდის. შესაბამისად, საბანკო საქმიანობის განმსხორციელებელ მეწარმე 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.

⁴⁰⁰ შიდა კონტროლის სისტემის შესახებ დებულებების მოძიება საბანკო სექტორის მარეგულირებელ კანონქვემდებარე აქტებსა და კორპორაციული მართვის კოდექსშია შესაძლებელია. მაგალითად, კორპორაციული მართვის კოდექსი კომერციული ბანკებისათვის, §6., საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის 2001 წლის 28 დეკემბრის 318 ბრძანება „კომერციულ ბანკებში შიდა აუდიტის მოთხოვნების შესახებ წესის დამტკიცების თაობაზე“.

⁴⁰¹ გარე აუდიტორი, როგორც წესი, ფინანსური ანგარიშგებისა და საბუღალტრო აღრიცხვის აუდიტორული კომპანიებია. იხ. Sheppey, McGill, Sarbanes-Oxley, 2007, P.127.

⁴⁰² Hamilton, Rasmussen, Guide To Internal Controls, 2007, P. 75-87.

⁴⁰³ Sheppey, McGill, Sarbanes-Oxley, 2007, P. 114-145.

კომპეტენციაა.⁴⁰⁴ 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 კომიტეტი.⁴⁰⁵

აუდიტის კომიტეტი, კაპიტალის ბაზრის სტანდარტებით, კორპორაციის სავალდებულო სტრუქტურული ერთეულია.⁴⁰⁶ ის ახორციელებს საზოგადოების შიდა კონტროლს,⁴⁰⁷ მიმოიხილავს ფინანსური და ოპერაციული ინფორმაციის ინტეგრირებულობის მაჩვენებელს, რომელიც რისკის მენეჯმენტის ინსტიტუციონალურ ბერკეტად არის ჩამოყალიბებული.⁴⁰⁸ აუდიტის სავალდებულო შესრულება საკანონმდებლო დონეზე დაწესებული აშშ-ში ფუნქციონირებადი „ღია“ კორპორაციებისთვის.^{409, 410}

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

აუდიტის კომიტეტის ძირითადი ფუნქციები, როგორც საკანონმდებლო დონეზე, ისე კორპორაციული მართვის კოდექსითა და საზოგადოების წესდებით (შინაგანაწესით)⁴¹⁴ არის გაწერილი.⁴¹⁵ აუდიტის კომიტეტი უნდა (ა) უწევდეს სს-ს გარე აუდიტის ჩატარების შესახებ

⁴⁰⁴ „კომერციული ბანკების საქმიანობის შესახებ“ კანონის მე-14 მუხლის მე-3 პუნქტი.

⁴⁰⁵ *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 2A, 2009, P. 12.

⁴⁰⁶ იხ. NYSE Listed Co. Manuals §303.01., SEC Rule 10A-3. ქართულ რეალობაში კაპიტალის ბაზრის მნიშვნელოვან მონაწილე სუბიექტებს კომერციული ბანკები წარმოადგენენ. შესაბამისად, „ღია“ 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.

⁴⁰⁷ *Hamilton, Rasmussen, Guide To Internal Controls*, 2007, P. 15.

⁴⁰⁸ *Sheppey, McGill, Sarbanes-Oxley*, 2007, P. 114.

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

⁴¹⁰ 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.

⁴¹¹ საქართველოს კორპორაციული მართვის კოდექსი კომერციული ბანკებისათვის, §6. *The American Law Institute’s Principles of Corporate Governance (ALI Principles)*, §3.05.

⁴¹² *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 2A, 2009, P. 13.

⁴¹³ მაგ. იხ. *ALI Principles of Corporate Governance*, §3A.02.

⁴¹⁴ 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.

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

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) ასრულებდეს 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 თანხმებ მასალას და (ზ) შიდა და გარე აუდიტორებთან ერთად დეტალურად მიმოიხილავდეს კორპორაციის შიდა კონტროლის ბალანსისა და ადეკვატურობის საკითხებს.^{416, 417}

აშშ-ის მსგავსად და ინგლისისგან განსხვავებით,⁴¹⁸ ქართულ სამართლებრივ სივრცეში, ანგარიშვალდებულ სს-ს აუდიტის განხორციელება, საკანონმდებლო დონეზე, იმპერატიულ მოთხოვნათა სიაშია შეტანილი.⁴¹⁹ სს-ში, რომელსაც 100-ზე მეტი აქციონერი ჰყავს, გარე აუდიტის ჩატარება აუცილებელია.⁴²⁰ 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.⁴²¹

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.⁴²² შექმნილი კოლიზიური სამართლებრივი მდგომარეობა კერძო ნაწილში მოცემული რეგულირების სასარგებლოდ უნდა გადაწყდეს. შედეგად, აუდიტორის დანიშვნის ექსკლუზიური და ე.წ.

⁴¹⁶ ALI Principles of Corporate Governance, §3A.03.

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

⁴¹⁸ Calder, Corporate Governance, 2008, P. 122.

⁴¹⁹ სამწუხაროდ, ეს მხოლოდ გარე აუდიტის ჩატარებას ეხება. სს-ის არც ერთი ტიპოლოგიისთვის (თუ არ ჩავთვლით კომერციულ ბანკებს) მეწარმეთა შესახებ კანონით აუდიტის კომიტეტის სავალდებულოება 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.

⁴²⁰ იხ. მეწარმეთა შესახებ კანონის მე-13 მუხლის მე-2 პუნქტი.

⁴²¹ მეწარმეთა შესახებ კანონის მე-13 მუხლის მე-2 პუნქტის მეორე წინადადება.

⁴²² მეწარმეთა შესახებ კანონის 54-ე მუხლის მე-6 პუნქტის ი) ქვეპუნქტი.

default უფლებამოსილება აქციონერთა კრებას გააჩნია.⁴²³ ეს კი გარე აუდიტორის, როგორც კომპანიის ორგანიზაციულ მართვაში მონაწილე ერთ-ერთ შემადგენელ ორგანოდ⁴²⁴ განხილვის მყარ საფუძველს წარმოადგენს.⁴²⁵ მას ნიშნავს/იწვევს აქციონერთა საერთო კრება.⁴²⁶ ანალიზს სრულყოფს კომერციულ ბანკებში აუდიტის მარეგულირებელი წესების მიმოხილვა.⁴²⁷ 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 შექმნის ან შერწყმის კორპორაციული ქმედების განხორციელებაზე, როგორც შედეგზე, იყოს დამოკიდებული. აუდიტის კომიტეტის, როგორც ორგანოს დანიშნავსავალდებულო და კომპეტენციათა ფუნქციური მხარე, მის ინსტიტუციონალურ ორგანოდ ფორმირებას განპირობებს.

შექმნა-შერწყმის პოსტრანზაქციულ 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 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.

⁴²³ 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.

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

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

⁴²⁶ 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.

⁴²⁷ მასზე გადამისამართებას მეწარმეთა შესახებ კანონის მე-13 მუხლის პირველი პუნქტი ახდენს.

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 რესტრუქტურისაციის დროს განასხვავებენ პორტფოლიოს რესტრუქტურისაციას⁴²⁸ და ფინანსურ რესტრუქტურისაციას,⁴²⁹ 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 ფორმირებული კაპიტალიდან წარმოშობილ სამართლებრივ სტატუსს ქვემდებარე უფლება-მოვალეობათა კატალოგიდან მომდინარეობს. ფინანსურ საშუალებათა კუთხით გამოიყოფა კაპიტალის სტრუქტურის ფორმირების საკუთარი და „უცხო“ (ნასესხები)⁴³⁰ საშუალებები, ხოლო მათგან გამომდინარე უფლება-მოვალეობათა კუთხით – ვალდებულების შესრულების⁴³¹ მოთხოვნის (რიგითობის) „უპირატესი“ და „ჩვეულებრივი“ უფლება.⁴³² გაერთიანებული მატერიალური სიკეთის მართვისა და კონტროლის ფუნქციური გამიჯვნა,

⁴²⁸ პორტფოლიოს რესტრუქტურისაცია ცვლის აქციონერებსა და კრედიტორებს შორის არსებულ სახელშეკრულებო ურთიერთობას ფორმის ძირითადი ფარდობითი და სალიკვიდაციო ღირებულების შეცვლის საშუალებით. იხ. *Renneboog, Szilagyi, Corporate Restructuring and Bondholder Wealth*, 2006, P. 7.

⁴²⁹ განსხვავებით პორტფოლიოს ცვლილებისგან, ფინანსური რესტრუქტურისაცია პირდაპირ აისახება კაპიტალის სტრუქტურაზე. ამ დროს საუბრობენ, კორპორაციის საკონტროლო პაკეტის შექმნის 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.

⁴³⁰ 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 ნასესხო) 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 საფუძვლები, 2010, გვ. 243-244. ნაშრომის მიზნებისთვის, ისინი შეიძლება ურთიერთანაცვლებად ტერმინებად იქნეს გამოყენებული.

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

⁴³² *Hamilton, The Law of Corporations*, 2000, P. 211.

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 დეტერმინაცია⁴³³

სს-ის ფინანსური წარმატების მაგნიტუდა კაპიტალის ბაზრის ხელსაყრელი კონიუნქტურის პირობებში ფირმის რესტროსპექტული⁴³⁴ 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.⁴³⁵ „კაპიტალი“ კორპორაციულად მოწყობილი ორგანიზაციული გაერთიანების მიმართ გამოყენებადი ტერმინია, რომელიც აქციონერთა მხრიდან გაღებული ფულის, ქონებისა და მატერიალური დოვლათის აკუმულირებას გამოხატავს და სამეწარმეო საქმიანობის განხორციელების იმ მიზნობრივ ფონდს წარმოადგენს, რისთვისაც კორპორაცია იქნა ფორმირებული.⁴³⁶ კაპიტალის კონტრიბუციის იმპლიციტური საპასუხო ქმედება საზოგადოების მიერ აქციათა გაცემაა.⁴³⁷

მიუხედავად იმისა, რომ ეკონომისტები კაპიტალს ბიზნესის ქონებას უთანაბრებენ, „კაპიტალის“ სამართლებრივი დედაარსი⁴³⁸ სამეწარმეო საქმიანობის მესაკუთრეთა ერთსულოვანი თანხმობით გაერთიანებული ინვესტიციის მაჩვენებელშია (რაოდენობაშია).⁴³⁹

კაპიტალის შესახებ არსებულ კონცეფციათა რანგირება მყარ და „თვითრეგულირებად“ კონცეფციად შეიძლება განხორციელდეს. პირველი შემთხვევის მოცემულობა საკანონმდებლო დონეზე⁴⁴⁰ განსაზღვრულ მინიმალურ საწესდებო კაპიტალის⁴⁴¹ კონცეფციას ეხება, ხოლო მეორე შემთხვევა – საზოგადოების კაპიტალის განსაზღვრის შემზღუდავი ნორმების⁴⁴² არარსებობას.^{443,444} საწესდებო კაპიტალის არსი, როგორც

⁴³³ 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.

⁴³⁴ განვილილ პერიოდში სამეურნეო საქმიანობის შედეგების ანალიზი.

⁴³⁵ *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 11, 2011, P. 10. შეად. Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3th ed., vol. 3, 2010, P. 354.*

⁴³⁶ *Booth, Financing the Corporation, 2010, P. 6-7.*

⁴³⁷ *ib. United Grocers, Ltd. v. United States, 186 F Supp 724.*

⁴³⁸ კაპიტალი მრავალი სასამართლოს განმარტების საგნად იქცა. *ib. მაგ. Randall v. Bailey, 23 N.Y.S.2d. 173, 179 (Sup. Ct. 1940).*

⁴³⁹ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3th ed., vol. 3, 2010, P. 351.*

⁴⁴⁰ *Booth, Financing the Corporation, 2010, P. 288-294.*

⁴⁴¹ *კანტურია, nobody, მეწარმეთა შესახებ კანონის კომენტარი, 2002, გვ. 59-60.*

⁴⁴² *Pinto, Branson., Understanding Corporate Law, 3rd ed., 2009, P. 74.*

წესი, წილის ნომინალური ღირებულების მქონე აქციებზე დაყოფაში მდგომარეობს. ნომინალის დადგენას ორი ძირითადი ფუნქციური მხარე აქვს. პირველი, ის აუცილებელია აქციონერთა მიერ კორპორაციისთვის გადასახდელი მინიმალური თანხის განსაზღვრისთვის.⁴⁴⁵ გარდა ამისა, აქციის მინიმალური ნომინალური ღირებულების განსაზღვრა, რომლითაც ფორმირებულია საწესდებო კაპიტალი, კორპორაციის დივიდენდის პოლიტიკის ერთგვარი დირექტივის მიმცემია.⁴⁴⁶ დივიდენდის განაწილების⁴⁴⁷ წყაროს კორპორაციის საშემოსავლო ნამატი წარმოადგენს.⁴⁴⁸ ნამატი ეს არის ის ეკონომიკური მაჩვენებელი, რომლითაც ქონების წმინდა ღირებულება აღემატება კაპიტალს.⁴⁴⁹ ქონების წმინდა ღირებულებაა ის, რითიც აქტივი აღემატება ვალდებულებებს.⁴⁵⁰ დივიდენდის გაცემის წინაპირობათა შემოწმება ფინანსურ დოკუმენტთა ანალიზში მდგომარეობს.⁴⁵¹ 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.⁴⁵² კაპიტალის ნამატის, საწესდებო კაპიტალის, ნომინალური ღირებულებისა და დივიდენდის გაცემის შეზღუდვას შორის კავშირი კაპიტალის მნიშვნელობას ნათლად წარმოაჩენს.⁴⁵³

კონცეფციითა ცვალებადობა კაპიტალის სტრუქტურის, აქედან გამომდინარე კი, კაპიტალის სახეობათა ცვლილებაზე აისახება.⁴⁵⁴ კაპიტალის სახეობათა კლასიფიცირებაზე მისი ფორმირების ფინანსურ ინსტრუმენტთა ცვალებადობაც ახდენს გავლენას. თუ საზოგადოების კაპიტალი ყალიბდება შიდა სახსრების აკუმულირების საფუძველზე, იქმნება საკუთარი კაპიტალის მოცემულობა^{455,456} თუ სახეზეა სასესხო საშუალებით კაპიტალის ფორმირება, იქმნება უცხო კაპიტალი,⁴⁵⁷ ხოლო

⁴⁴³ ბურდული, საწესდებო კაპიტალი და მისი ფუნქციები, 2009, გვ. 209 და მომდევნო.
⁴⁴⁴ საქართველოში საწესდებო კაპიტალის ევოლუციის შესახებ, იხ. ბურდული, სააქციო სამართლი საფუძვლები, 2010, გვ. 93 და მომდევნო.
⁴⁴⁵ Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3rd ed., vol. 3, 2010, P. 350-352.
⁴⁴⁶ Booth, Financing the Corporation, 2010, P. 300-302.
⁴⁴⁷ დივიდენდის აქციებით გაცემის ან აქციითა გაყოფისთვის უტილიზირება სპეციფიკურ მოვლენას წარმოადგენს. მისი განხორციელება, საზოგადოების მენეჯმენტს პირდაპირ ნამატი შემოსავლიდან არ შეუძლია. დირექტორმა უნდა განახორციელოს ნამატის, იქნება ეს გამომუშავებული თუ კაპიტალნამატი, კაპიტალიზაცია, ანუ ნამატის საანგარიშო გადაცემა კორპორაციის საკუთარი კაპიტალის ბალანსზე. კომპანიის ბალანსში კაპიტალის მომატება დირექტორატს სამართლებრივ შესაძლებლობას აძლევს აქციების სახით დივიდენდის გაცემაზე. საპირისპირო ქმედებას (არაკაპიტალიზირებული ნამატის აქციების დივიდენდად გაცემას) კაპიტალის ბაზარზე არსებული რეგულაციები კრძალავს. იხ. Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3rd ed., vol. 3, 2010, P. 548-541.
⁴⁴⁸ Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3rd ed., vol. 3, 2010, P. 520-522.
⁴⁴⁹ იხ. Del. Code Ann. tit. 8, §154.
⁴⁵⁰ Booth, Financing the Corporation, 2010, P. 303.
⁴⁵¹ Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3rd ed., vol. 3, 2010, P. 352-353.
⁴⁵² Booth, Financing the Corporation, 2010, P. 303-305.
⁴⁵³ Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3rd ed., vol. 3, 2010, P. 507-561.
⁴⁵⁴ ჯუღელი, კაპიტალის დაცვა სააქციო საზოგადოებაში, 2010, გვ. 151.
⁴⁵⁵ შეად. ნადარაია, როგავა, რუხაძე, ბოლქვაძე, საქართველოს საგადასახადო კოდექსის კომენტარი, 2012, §§1-155, გვ. 117-118.
⁴⁵⁶ Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 11, 2011, P. 11.
⁴⁵⁷ ბურდული, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 237, 243.

თუ ჰიბრიდულ ვარიანტზე გამახვილდება ყურადღება, წარმოდგება საკუთარი კაპიტალის შემცველი სესხის საფუძველზე ფორმირებული კაპიტალი.⁴⁵⁸

უკვე ფორმირებული (განსაზღვრული) კაპიტალის სახელწოდებითი სხვაობა მისი რაოდენობრივი და ფაქტობრივად განხორციელებული ნიშნიდან მომდინარეობს. პარტნიორთა მიერ შეთანხმებით⁴⁵⁹ დადგენილი კაპიტალის რაოდენობა⁴⁶⁰ საწესდებო, წესდებისმიერი კაპიტალია. მას სხვაგვარად თავდაპირველი კაპიტალი,⁴⁶¹ ნაჩვენები კაპიტალიც ეწოდება.⁴⁶² თავის მხრივ, საკუთარი (და არა სააქციო)⁴⁶³ კაპიტალის მთელ დასაშვებ ოდენობას „ნებადართულ კაპიტალს“ უწოდებენ.⁴⁶⁴ თუმცა ეს არ ნიშნავს, რომ მოცემული სიდიდე შევსებულია პარტნიორთა მიერ, ანუ ხელმოწერილი კაპიტალი⁴⁶⁵ არ ნიშნავს მის უპირობოდ შესრულებას.⁴⁶⁶ ხელმოწერილი (გაცხადებული) კაპიტალის აქციებზე აქციონერის უფლების მოპოვებისთვის გადახდილი თანხის შედეგად ფორმირებულ კაპიტალს განადგებული, გადახდილი კაპიტალი (*paid up share capital*) ეწოდება.⁴⁶⁷ გადახდის სანაცვლოდ მიღებულ აქციებს „განთავსებული აქციები“, ხოლო გამოშვებულ, მაგრამ ჯერ სრულად ან ნაწილობრივ დაუფარავი (გადაუხდელი, გაუნაღებელი) აქციების⁴⁶⁸ შემცველ კაპიტალს - „პირობადებული“, *called up share capital* ეწოდება,⁴⁶⁹ რომელიც საწარმოს პოტენციურ კაპიტალს შეადგენს.^{470, 471}

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“,

⁴⁵⁸ *ჯუდელო*, კაპიტალის დაცვა სააქციო საზოგადოებაში, 2010, გვ. 80-82.

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

⁴⁶⁰ შეად. *Gevurtz, Corporation Law*, 2nd ed., 2010, P. 113.

⁴⁶¹ *ბურდული*, საწესდებო კაპიტალი და მისი ფუნქციები, 2009, გვ. 221 და მომდევნო.

⁴⁶² *ბურდული*, სააქციო სამართლის საფუძველები, 2010, გვ. 238. შეად. *ბურდული*, საწესდებო კაპიტალი და მისი ფუნქციები, 2009, გვ. 226-228.

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

⁴⁶⁴ მას სხვაგვარად გაცხადებული კაპიტალიც ეწოდება.

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

⁴⁶⁶ *ბურდული*, სააქციო სამართლის საფუძველები, 2010, გვ. 239.

⁴⁶⁷ *Ferran, Principles of Corporate Finance Law*, 2008, P. 101.

⁴⁶⁸ საუბარია ისეთ აქციებზე, რომელიც გამოშვებულია, ანუ საზოგადოების მიერ მიღებულ იქნა გადაწვეტილება 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 Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 11, 2011, P. 38-40.

⁴⁶⁹ *Ferran, Principles of Corporate Finance Law*, 2008, P. 102.

⁴⁷⁰ *ბურდული*, სააქციო სამართლის საფუძველები, 2010, გვ. 239.

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

როგორც სისტემური ცნების ქვეშ გაერთიანებაა.⁴⁷² ნებისმიერი სახით ინვესტირებული მატერიალური დოვლათი, არამატერიალური და მატერიალური ქონებრივი სიკეთე, რომელიც სს-ის სამეწარმეო საქმიანობის სერიოზულობისა და განხორციელების ეკონომიკური შესაძლებლობის დეტერმინანტია, კაპიტალი ეწოდება.⁴⁷³ კაპიტალის ნიუანსირებული კლასიფიკაცია შესრულების მექანიზმების, შენატანის განხორციელების ეტაპისა და აკუმულირებული თანხების წარმოშობის წყაროს მიხედვით კლასიფიცირდება. მსგავსი დაყოფა კაპიტალის ზოგად დეტერმინაციაზე, ტერმინოლოგიური დიფერენცირების მიუხედავად, არსებით გავლენას არ ახდენს.⁴⁷⁴

4.2.12. კაპიტალის სტრუქტურა

კორპორაციის კაპიტალიზაცია, ფინანსური სტრუქტურა და პერმანენტული დაფინანსება, ფასიანი ქაღალდების გამოშვებაზე დამოკიდებულია.⁴⁷⁵ პერმანენტული დაფინანსება მოიცავს როგორც ჩვეულებრივ აქციებს, ისე პრივილეგირებულ აქციებსა და ობლიგაციებს, რომელიც გრძელვადიანი სესხის კატეგორიას განეკუთვნება.⁴⁷⁶

საზოგადოების სამეწარმეო საქმიანობისთვის საჭირო კაპიტალის მოზიდვის განსხვავებული პროცედურული მექანიზმები კაპიტალის სტრუქტურის ფორმირების მიმართულების მიმცემია. კორპორაციის საქმიანობის შექმნის პირობები დამოკიდებულია კაპიტალის სტრუქტურაზე.⁴⁷⁷ კაპიტალის სტრუქტურა, როგორც ეკონომიკური, ისე სამართლებრივი გაგებით, არის კორპორაციის მიერ ბიზნესის წარმართვისთვის მოზიდული სახსრების ერთობლიობა, რომელიც დამოკიდებულია ფორმირების საშუალებებზე და წყაროებზე.⁴⁷⁸ კორპორაციის მიერ გამოყენებული კაპიტალის სტრუქტურა განსაზღვრავს მისი საქმიანობის არა მხოლოდ ფინანსურ, არამედ ოპერატიულ, ინვესტიციურ ასპექტს და გავლენას მისი საქმიანობის

⁴⁷² შეად. *Booth*, *Financing the Corporation*, 2010, P. 7.

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

⁴⁷⁴ *Booth*, *Financing the Corporation*, 2010, P. 6-7.

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

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

⁴⁷⁷ 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, 10th ed., P. 352. შეად. *Gervutz*, *Corporation Law*, 2000, P. 112-116.

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

შედგებზე ახდენს.⁴⁷⁹ იგი, ასევე, განსაზღვრავს ფინანსური მდგრადობისა და გადახდისუნარიანობის დონეს, რაც, საბოლოო ჯამში, აყალიბებს მომგებიანობისა და რისკების სასურველ თანაფარდობას კორპორაციის განვითარების პროცესში.⁴⁸⁰ ამისათვის, აუცილებელია, ოპტიმალური კაპიტალის სტრუქტურის უზრუნველყოფა. უკანასკნელის შექმნის საფუძველი კი მატერიალური დოვლათის მოზიდვის განსხვავებულ მექანიზმებში⁴⁸¹ მდგომარეობს.⁴⁸²

კაპიტალის სტრუქტურა, კორპორაციის მიკუთვნების ფორმის მიხედვით, წარმოადგენს საკუთარი და ნასესხები ფინანსური ინსტრუმენტების თანაფარდობას,⁴⁸³ რომელიც სამეწარმეო საქმიანობის პროცესში გამოიყენება.⁴⁸⁴ 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.⁴⁸⁵ დივიდენდის განაწილებაზე უფლების დამდგენი ინვესტორის საკუთრების სტრუქტურაა.⁴⁸⁶ თუმცა, კაპიტალის სტრუქტურა განსაზღვრავს რა კორპორაციის სტრატეგიასა და მასთან დაკავშირებულ პირებთან ურთიერთობას,⁴⁸⁷ არაპირდაპირ ზეგავლენას მეწილეს საკუთრების სტრუქტურაზეც ახდენს.⁴⁸⁸ კაპიტალის სტრუქტურის კორპორაციული სტრატეგია⁴⁸⁹ საზოგადოების სიცოცხლისუნარიანობის ანუ საქმიანობის ხანგრძლივობის ინდიკატორია.⁴⁹⁰

კაპიტალის სტრუქტურასა და კორპორაციათა დაუფლებას შორის პირდაპირი კავშირი არსებობს, რომელიც კორპორაციული კონტროლის თეორიიდან (*“Corporate Control Theory”*) გამომდინარეობს. კორპორაციული

⁴⁷⁹ Moradoglu, Sivaprazad, Capital Structure and Returns, 2011, P. 75-90.

⁴⁸⁰ კაკულია, ბახტაძე, თუთბერიძე, კორპორაციის ფინანსები, 2006, გვ. 274.

⁴⁸¹ ბურდული, სააქციო სამართლის საფუძველები, 2010, გვ. 234.

⁴⁸² Bessler, Drobotz, Kazemieh, Factors Affecting Capital Structure Decision, 2011, P. 17-37.

⁴⁸³ Booth, Financing the Corporation, 2010, P. 7.

⁴⁸⁴ შეად. ჯუღელი, კაპიტალის დაცვა სააქციო საზოგადოებაში, 2010, გვ. 233.

⁴⁸⁵ Gevurtz, Corporate Law, 2000, P. 112. გასაცემი დივიდენდი კომბინირებულ დამოკიდებულებას იხენს 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 პირდაპირკორპორაციულადაა დამოკიდებული კაპიტალის სტრუქტურაზე. იხ. Frank, Goyal, Profits and Capital Structure, 2009, P. 1-16.

⁴⁸⁶ Armour, Hansmann., Kraakman, What is Corporate Law? 2009, P. 14-15.

⁴⁸⁷ Parsons, Titman, Capital Structure and Corporate Strategy, 2007, P. 3.

⁴⁸⁸ 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 რესტრუქტურირაცია. შეად. La Rocca, Capital Structure and Corporate Strategy, 2011, P. 44-49.

⁴⁸⁹ La Rocca, Capital Structure and Corporate Strategy, 2011, P. 41-56. ამ დროს საუბარი შესაძლებელია კორპორაციის მხრიდან კაპიტალის დაცვისკენ მიმართულ ან მისი დაცვისთვის შესრულებულ სტრატეგიულ საკანონმდებლო თუ თვითრეგულირებად ქმედებათა ერთობლიობაზე. იხ. ჯუღელი, კაპიტალის დაცვა სააქციო საზოგადოებაში, 2010, გვ. 21 და მომდევნონი, 118 და მომდევნონი.

⁴⁹⁰ Parsons, Titman, Capital Structure and Corporate Strategy, 2007, P. 2-10.

კონტროლის თეორიის მიხედვით, კორპორაციული დაუფლების ეტაპზე, კაპიტალის სტრუქტურა პოსტრანზაქციულ შედეგებზე არსებით გავლენას ახდენს. მას პირდაპირი ეფექტი აქვს მენეჯმენტსა და გარე ინვესტორთა შორის ხმის უფლებათა გადანაწილებაზე.⁴⁹¹

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 თეორიამდე⁴⁹² კონკრეტდება.

4.2.12.1. 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.⁴⁹³ 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.⁴⁹⁴ წესდებით გათვალისწინებული კაპიტალის ფორმირების ძირითადი საზრისი მისი ექვივალენტური საკუთრების სტრუქტურის შექმნაა.⁴⁹⁵ კაპიტალის ფორმირების პროცესში მონაწილე პირი წილის შექმნით ხდება საზოგადოების პარტნიორი.⁴⁹⁶ პარტნიორთა საწესდებო შეთანხმების ეტაპზე ხდება (ა) სს-ის დაფინანსების საშუალებებსა და (ბ) მოზიდული კაპიტალის სათანადო ღირებულებისა და უფლებების მქონე სხვადასხვა კლასის აქციაზე (ფასიან ქაღალდზე) შეჯერება.⁴⁹⁷

პირველ შემთხვევაში, კორპორაცია სტატიკურად განსაზღვრავს ორი სახის „ფასიანი ქაღალდის“⁴⁹⁸ მეშვეობით საზოგადოების დაწესებით, თავდაპირველი⁴⁹⁹ კაპიტალის მოზიდვას. ამ უკანასკნელიდან პირველი, სს-ის შიდაორგანული, 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

⁴⁹¹ Moradoglu, Sivaprazad, Capital Structure and Returns, 2011, P. 82.

⁴⁹² ე.წ. *The Pecking Order Theory* და *The Static Trade off Theory*.

⁴⁹³ Gevurtz, Corporate Law, 2000, P. 113.

⁴⁹⁴ ბურდუელი, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 180 და მომდევნონი.

⁴⁹⁵ Gevurtz, Corporate Law, 2000, P.114.

⁴⁹⁶ ბურდუელი, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 235.

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

⁴⁹⁸ ე.წ. *equity securities* და *“debt” securities*.

⁴⁹⁹ შეად. ბურდუელი, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 151.

კაპიტალს – საკუთარ კაპიტალს.⁵⁰⁰ წესდების მიხედვით,⁵⁰¹ საკუთარი კაპიტალი⁵⁰² ხარისხდება ორ ძირითად ფასიან ქაღალდად: ჩვეულებრივ და პრივილეგირებულ აქციად.⁵⁰³ 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 კორპორაციულსამართლებრივ ურთიერთობას და მისგან (წევრობიდან) გამომდინარე უფლება-მოვალეობებს,⁵⁰⁴ რომელიც იწყება წევრის სტატუსის შექმნით და მთავრდება მისი შეწყვეტისთანავე.⁵⁰⁵ კაპიტალის სტრუქტურული ფორმირების აღნიშნული მეთოდური სტრატეგია ქონებრივი სიკეთის რისკიან ინვესტიციას წარმოადგენს.⁵⁰⁶

საზოგადოებისა და მისი წევრის კავშირის კორპორაციულ-სამართლებრივ ურთიერთობად შერაცხვა ან არშერაცხვა სს-ის კაპიტალის სტრუქტურის ფორმირების მექანიზმთა კლასიფიკატორის როლსაც თამაშობს. ყველა ანგარიშვალდებული სს-ის მდგრადი კაპიტალის სტრუქტურის შემადგენელი ნაწილია სესხი.⁵⁰⁷ 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.⁵⁰⁸ მხედველობაშია სასესხო ვალდებულებითი ურთიერთობა საზოგადოებასა და მესამე პირს შორის უცხო კაპიტალის მოზიდვის თაობაზე.⁵⁰⁹

მესამე პირებთან ვალდებულებით მბოჭავ სამართლებრივ ურთიერთობაში შესვლით კაპიტალის მოზიდვას, ზოგადად, აქციონერთა კრების გადაწყვეტილება არ სჭირდება.⁵¹⁰ მოცემულ შემთხვევას კაპიტალის სტრუქტურის „სესხის“ საშუალებით ფორმირება ეწოდება.⁵¹¹ *Debt financing*-ის დროს,⁵¹² კორპორაციასა და კაპიტალის მიმწოდებელ მესამე პირებს (ძირითადად საბანკო და სადაზღვევო სექტორს) შორის⁵¹³

⁵⁰⁰ *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.

⁵⁰¹ *Gevurtz*, *Corporate Law*, 2000, P. 117.

⁵⁰² იხ. *ბურდუელი*, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 237-243.

⁵⁰³ *Hamilton*, *The Law of Corporations*, 2000, P. 211.

⁵⁰⁴ *Gevurtz*, *Corporate Law*, 2000, P. 118-120.

⁵⁰⁵ *ბურდუელი*, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 357-359.

⁵⁰⁶ *Lind, Schwarz, Lathrope, Rosenberg*, *Fundamentals of Corporate Taxation*, 8th ed., 2012, P. 121.

⁵⁰⁷ *Booth*, *Financing the Corporation*, 2010, P. 589.

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

⁵⁰⁹ *ბურდუელი*, სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 243-244.

⁵¹⁰ *Cox, Hazen*, *Treatise on The Law of Corporations*, 3th ed., vol. 3, 2010, P. 386.

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

⁵¹² *Cox, Hazen*, *Treatise on The Law of Corporations*, 3th ed., vol. 3, 2010, P. 388-391.

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

ყალიბდება ვალდებულებებით⁵¹⁴ და არა კორპორაციულსამართლებრივი ურთიერთობა.⁵¹⁵ თუ კორპორაციის კაპიტალის შიდა სახსრებით დაფინანსებას პარტნიორისთვის შეზღუდული პასუხისმგებლობის მოპოვების დადებითი თავისებურება ახასიათებს,⁵¹⁶ სასესხო დაფინანსება ობლიგაციის⁵¹⁷ მფლობელისთვის, პრივილეგირებული აქციის მფლობელის მსგავსად, კორპორაციის ლიკვიდაციის ან ვალდებულების შესრულების ეტაპზე,⁵¹⁸ უპირატესი უფლებადმჭურველი ფინანსური ინსტრუმენტია.⁵¹⁹ შედეგად, მეორე ეტაპზე⁵²⁰ 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,⁵²¹ რომელიც, უპირატესად, კორპორაციასა და მესამე პირს შორის არსებობს.⁵²²

ინვესტორის კაპიტალის ფორმირების ფინანსურ ინსტრუმენტთა ხელმისაწვდომი სპექტრი პროფილირებულია. კორპორაციას შეუძლია შესთავაზოს ინვესტორს ნებისმიერი წყობის, უფლებრივი სტრუქტურისა და პირობის მატარებელი ფასიანი ქაღალდი.⁵²³ ფინანსურ ინსტრუმენტს შინაარსობრივი დეტერმინაციის ავტონომიური განსაზღვრის შესაძლებლობა ფინანსების მოზიდვის საშუალებებს ელასტიურ სახეს ანიჭებს. მისი კლასიკური გამოვლინება ჰიბრიდული დაფინანსების

⁵¹⁴ საქმე ეხება სასესხო დაფინანსების ისეთ სახეობას, როგორც არის ობლიგაცია, რომელიც შესაძლოა სესხის ხელშეკრულებით აქციებში კონვერტირებადი ფასიანი 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.

⁵¹⁵ *Ferran, Principles of Corporate Finance Law*, 2008, P. 54-56.

⁵¹⁶ *Pinto, Branson., Understanding Corporate Law*, 3rd ed., 2009, P. 73.

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

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

⁵¹⁹ იხ. *Renneboog, Szilagyi, Corporate Restructuring and Bondholder Wealth*, TILEC Discussion Paper, DP 2006-007, 2006, P. 6; *Gevurtz, Corporate Law*, 2000, P. 139-142.

⁵²⁰ 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 დაფინანსო 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 საფუძველები, 2010, გვ. 235-236; 244-245. შეად. *ჯუღელი*, კაპიტალის დაცვა სააქციო საზოგადოებაში, 2010, გვ. 80-83.

⁵²¹ 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.

⁵²² სამართლის კომენტატურულ 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, გამოიყენის ბუნდოვანი სტანდარტების გამოყენების შედეგს წარმოადგენს. იხ. *Lind, Schwarz, Lathrope, Rosenberg, Fundamentals of Business Enterprise Taxation*, 3th ed., 2005, P. 474.

⁵²³ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3th ed., vol. 3, 2010, P. 387.

ინსტრუმენტის პრაქტიკული რეალიზებაა, რომელსაც ორი კომბინირებული სახასიათო დებულება განაპირობებს. პირველი, სასესხო კაპიტალის მოზიდვა საგადასახადო მიზნებისთვის, რომელსაც ორმაგი დაბეგვრის თავიდან არიდების მოტივი აქვს,⁵²⁴ ხოლო მეორე, საკუთარი კაპიტალის მოზიდვით სამეწარმეო საქმიანობის განხორციელების ეკონომიკური ბერკეტის შექმნა, რომელიც რეგულატორული, ფინანსური რეიტინგებისა და საფინანსო ანგარიშგების მიზნებისთვის ოპტიმალურ სტრატეგიულ საშუალებას წარმოადგენს.⁵²⁵ ჰიბრიდული დაფინანსების ინსტრუმენტის პრაქტიკული გამოყენება, როგორც წესი, მსხვილი კორპორაციის საფინანსო არსენალშია. აღსანიშნავია, რომ პრივილეგირებული აქცია, ხშირად, სასესხო და საკუთარი კაპიტალის ჰიბრიდულ⁵²⁶ ვარიანტად განიხილება.⁵²⁷

საკორპორაციო სამართლებრივ ჭრილში, კაპიტალის სტრუქტურა საზოგადოების ფინანსური სტრუქტურის ექვივალენტია,⁵²⁸ რომელიც სამართლებრივ პერსპექტივაში, კაპიტალის მოზიდვის საშუალებებში დიფერენცირდება, რაც, თავის მხრივ, კაპიტალის სახეობათა მრავალფეროვნებას განაპირობებს.⁵²⁹ სს-ის კაპიტალის სტრუქტურის სამართლებრივი ასპექტები ფასიან ქალაქთა კლასობრივ და მათი სხვაობის საფუძველზე გამოიწვევს აქციათა სახეობამდე დაიყვანება.⁵³⁰

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. კაპიტალის სტრუქტურისა და მისი ფორმირების ეკონომიკური ასპექტები

კაპიტალის სტრუქტურის შინაარსობრივი ელემენტების განსაზღვრა, ეკონომიკური კუთხით,⁵³¹ საკვანძო საკითხია. კაპიტალის ოპტიმალური სტრუქტურა⁵³² წარმოადგენს კორპორაციის საკუთარი და უცხო ფინანსური ინსტრუმენტების ისეთ თანაფარდობას, რომლის დროსაც უზრუნველყოფილია კორპორაციის საბაზრო ღირებულების მაქსიმალიზაცია.⁵³³ ამის საპირწონედ,⁵³⁴ არსებობს აზრი, რომ

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

⁵²⁵ Lind, Schwarz, Lathrope, Rosenberg, Fundamentals of Corporate Taxation, 8th ed., 2012, P. 135.

⁵²⁶ Haas, Corporate Finance, 2011, P. 416-419.

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

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

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

⁵³⁰ ჯუღელი, კაპიტალის დაცვა სააქციო საზოგადოებაში, 2010, გვ. 233-235.

⁵³¹ 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.

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

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

გამართულად ფუნქციონირებადი ბაზრის მონაწილე ფირმა და მისი ღირებულების ზრდა კაპიტალის სტრუქტურაზე არ არის დამოკიდებული, ე.წ. *Modigliani-Miller* თეორია.⁵³⁵ მათ განსაზღვრეს რამდენიმე შინაარსობრივი ელემენტი კაპიტალის სტრუქტურის არარელევანტური ბუნების შესახებ⁵³⁶ მისი ღირებულების ზრდის ეტაპზე.⁵³⁷ მაგრამ, თუ კაპიტალის სტრუქტურა არარელევანტურია მოდილიანი-მილერის თეორიის მიხედვით,⁵³⁸ მაშინ რეალურ საბაზრო ურთიერთობებში უნდა არსებობდეს მისი რელევანტურობის⁵³⁹ დადგენის კრიტერიუმებიც.⁵⁴⁰ ამ კრიტერიუმების შემაჯამებელ მეთოდად, ეკონომისტების მიერ, გამოყენებულ იქნა კაპიტალის სტრუქტურის განსაზღვრის *The Pecking Order* თეორია⁵⁴¹ და *The Static Trade off* თეორია⁵⁴², რომელიც, შინაარსობრივად,⁵⁴³ *მოდილიანი-მილერის* თეორემიდან მომდინარეობს.⁵⁴⁴ *Trade off* თეორიის ამოსავალი დებულება⁵⁴⁵ მდგომარეობს იმაში, რომ კორპორაცია წყვეტს საზოგადოების კაპიტალის რა ნაწილი უნდა იქნეს სასესხო ფინანსური ინსტრუმენტებით მოზიდული და რა ნაწილი – საკუთარი (შიდა) კაპიტალის გზით მომატებული. აღნიშნული თეორიის მიხედვით, ფირმის ოპტიმალური კაპიტალის სტრუქტურის შექმნა აუცილებლად მოიცავს სასესხო დაფინანსებას.⁵⁴⁶ განსხვავებით *Trade off Theory*-გან,⁵⁴⁷ *Pecking Order Theory*⁵⁴⁸ კორპორაციის კაპიტალის მოზიდვის უპირატეს საშუალებად შიდა რესურსებსა და ფინანსებს მოიაზრებს.⁵⁴⁹ „უარყოფითი თანაფარდობის“ თეორიის მიდევნებისას, საზოგადოება ამჯობინებს შიდა დაფინანსებას გარე სახსრების მოზიდვას, თუ ის ფასიანი ქაღალდების ემისიას აწარმოებს.⁵⁵⁰

კაპიტალის სტრუქტურის ფორმირების ეკონომიკური დეტერმინანტი, ისევე როგორც სამართლებრივის დროს, კაპიტალის მოზიდვის საშუალებები⁵⁵¹ და ამ საშუალებათა განმსაზღვრელ კრიტერიუმებზე

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

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

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

⁵³⁷ Frydenberg, Theory of Capital Structure – A Review, 2004, P. 3.

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

⁵³⁹ Frydenberg, Theory of Capital Structure – A Review, 2004, P. 3.

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

⁵⁴¹ ე.წ. უარყოფითი თანაფარდობის თეორია.

⁵⁴² ე.წ. სტატიკური კომპრომისის თეორია.

⁵⁴³ შეად. *Timmer, Undersrtanding The Fed Model, Capital Structure, and Then Some*, 2012, P. 1, 4-10.

⁵⁴⁴ Frydenberg, Theory of Capital Structure – A Review, 2004, P. 9-25.

⁵⁴⁵ *Moradoglu, Sivaprazad, Capital Structure and Returns*, 2011, P. 78-79.

⁵⁴⁶ Frydenberg, Theory of Capital Structure – A Review, 2004, P. 7.

⁵⁴⁷ *Frank, Goyal, Profits and Capital Structure*, 2009, P. 3-5.

⁵⁴⁸ *Moradoglu, Sivaprazad, Capital Structure and Returns*, 2011, P. 79-80.

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

⁵⁵⁰ Frydenberg, Theory of Capital Structure – A Review, 2004, P. 23-24.

⁵⁵¹ როგორც წესი, დამკვიდრებულია სხვადასხვა კომპანიაში კაპიტალის სტრუქტურის განსხვავების განმპირობებელი 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, 10th ed., P. 380-382.

დაფუძნებული თეორიებია.⁵⁵² ამასთან, მყარად არგუმენტირებულ პოზიციას წარმოადგენს, რომ კაპიტალის სტრუქტურის ფორმირების მძლავრი განმარტებელი ფაქტორი კორპორაციის ფინანსური გასაჭირი და არამყარი საბაზრო მდგომარეობაა,⁵⁵³ რომელიც პირდაპირ კავშირშია ფირმის მასშტაბებთან.⁵⁵⁴ ფინანსური სირთულე გადაჭრას მოითხოვს.⁵⁵⁵ ეს კი საზოგადოებას გარე კაპიტალის მოზიდვისკენ უბიძგებს სასესხო დაფინანსების (მაგ., *Leveraged Buy Out*-ის დროს) საშუალებების⁵⁵⁶ და *ceteris paribus*⁵⁵⁷ მეთოდის გამოყენების გზით,⁵⁵⁸ რაც, თავის მხრივ, კორპორაციის დასაქმებულთა დონეზე, სახელფასო განაკვეთებზე, გაყიდვების დონესა და, რაც მთავარია, ფირმის საქონლის საბაზრო ღირებულებაზე, კორპორაციის ეკონომიკურ მიზნებზე⁵⁵⁹ აისახება.⁵⁶⁰

კაპიტალის სტრუქტურების 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.⁵⁶¹ რაც შეეხება უცხო, ნასესხები კაპიტალის თავისებურებებს, გირაოს ან თავდებობის არსებობისას ის გამოირჩევა მოზიდვის საკმაოდ ფართო შესაძლებლობებით და კორპორაციის ფინანსური პოტენციალის ზრდის უზრუნველყოფით ხასიათით. დაბოლოს, ნასესხები კაპიტალი გამოირჩევა ფინანსური რენტაბელობის მატყების უნარით, რომელიც მიიღწევა „საგადასახადო ეფექტის“⁵⁶² გამოყენების ხარჯზე.⁵⁶³

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

⁵⁵² 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.

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

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

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

⁵⁵⁶ *Parsons, Titman, Capital Structure and Corporate Strategy*, 2007, P. 3.

⁵⁵⁷ *Renneboog, Szilagyi, Corporate Restructuring and Bondholder Wealth*, 2006, P. 11.

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

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

⁵⁶⁰ *Parsons, Titman, Capital Structure and Corporate Strategy*, 2007, P. 4.

⁵⁶¹ საკუთარი კაპიტალი ხომ კრედიტორთა წინაშე პასუხისმგებლობის მოცულობის მასშტაბია.

⁵⁶² რაც სრულდება მოგებაზე გადასახადის გადახდისას დასაბეგრი ბაზიდან მის მომსახურებაზე გაწეული დანახარჯების ამოღებით.

⁵⁶³ *კაკულია, ბახტაძე, თუთბერიძე, კორპორაციის ფინანსები*, 2006, გვ. 274-277.

⁵⁶⁴ *Chiriniko, Anuja R. Singha*, 2000, მითითებულია: *Frydenberg, Theory of Capital Structure – A Review*, 2004.

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 გამიჯვნა⁵⁶⁵ ანუ საკუთრებისა და კონტროლის კორპორაციულ ურთიერთობაში მონაწილე სხვადასხვა სუბიექტის ხელში მოქცევაა.⁵⁶⁶ ის დამახასიათებელია „ღია“ კორპორაციებისთვის, სადაც საკუთრება (აქციონერთა) და კონტროლი (მენეჯმენტი) ერთმანეთისგან განცალკევებულია.⁵⁶⁷ საკუთრებისა და კონტროლის⁵⁶⁸ გამიჯვნას⁵⁶⁹ ადოლფ ბერლისა და გარდიან მინსის ფუნდამენტური ნაშრომი⁵⁷⁰ უდევს საფუძვლად,⁵⁷¹ რომელიც *ლოდისა* და *ბერლის* დებატების ბაზისზე შეიქმნა.⁵⁷² კორპორაციისთვის დამახასიათებელი საკუთრებისა და კონტროლის კაპიტალისტური ფუნდამენტი ორ სუბტიპად იყოფა: საკუთრებისა და კონტროლის ფუნქციონალური⁵⁷³ და ინტრინსიკული გამიჯვნა.⁵⁷⁴

კონტროლის უფლებას კორპორაციის მესაკუთრეთა სტრუქტურა წარმოშობს.⁵⁷⁵ პარალელურად, კორპორაციული კონტროლის ურთიერთობა არის მენეჯმენტს, აქციონერსა და კორპორაციას შორის

⁵⁶⁵ *Tirole*, *The Theory of Corporate Finance*, 2006, P. 15-20.

⁵⁶⁶ *Fletcher*, *Fletcher Cyclopedic of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 5, 2011, P. 481.

⁵⁶⁷ იხ. *Posner*, *The Economic Analysis of Law*, 2007, P. 409.

⁵⁶⁸ კონტროლის დეფინიცია მოცემულია აშშ-ს ფასიანი ქაღალდების ფედერალურ კანონში: “*The term control (including icontrolling, 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.

⁵⁶⁹ *Pinto*, *Branson*, *Understanding Corporate Law*, 3rd ed., 2009, P. 97-98.

⁵⁷⁰ *Berle*, *Means*, *The Modern Corporation and Private Property*, 1932.

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

⁵⁷² *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.

⁵⁷³ საკუთრებისა და კონტროლის ფუნქციონალურ დიფერენცირება 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.

⁵⁷⁴ *Eugenio S. de Nardis*, *Financial Derivatives and the Intrinsic Separation of Ownership and Control*, *Studi e Note di Economia*, 2009, P. 3-11, 15.

⁵⁷⁵ *Armour*, *Hansmann*, *Kraakman*, *What is Corporate Law?* 2009, P. 14.

ფიდუციური კავშირი.⁵⁷⁶ კორპორაციის საკუთრების სტრუქტურა შეიძლება იყოს კონცენტრირებული⁵⁷⁷ ან დანაწილებული,⁵⁷⁸ მიმოფანტული,⁵⁷⁹ რომელიც რამდენიმე ურთიერთგანსხვავებული მონაწილის ინტერესს აერთიანებს.⁵⁸⁰ 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,⁵⁸¹ რომელსაც, კრედიტორის მსგავსად, კომპანიის მიმართ აქვს ფინანსური ინტერესი და არა მენეჯერული ინტერესი.⁵⁸² ეს არის აქციონერთა აქტივიზმის საპირისპირო – მენეჯერიალისტური აპათია.⁵⁸³ შესაბამისად, აქციონერი „ქირაობს“ წარმომადგენელს აღმასრულებელი ორგანოს სახით, რომელიც მის მიერ დაბანდებულ კაპიტალს ყოველდღიურ ოპერაციულ ორგანიზებასა და კონტროლს გაუწევს.⁵⁸⁴ 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.⁵⁸⁵ ამ ეტაპზე პასიურ ინვესტორს საფრთხე ორ განზომილებაში ემუქრება. პირველი, არასწორი მენეჯმენტის შედეგად სარგებლის მიუღებლობა და ინვესტიციისთვის საფრთხის შექმნაა. 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.⁵⁸⁶ ამ დროს დგება პრინციპალ-აგენტს შორის წარმოშობილი ფიდუციურ ურთიერთობათა⁵⁸⁷ დარღვევის საფრთხე.⁵⁸⁸ ფართო კომპეტენციით აღჭურვილი „ნების აღმსრულებელი“ ორგანო,⁵⁸⁹

⁵⁷⁶ Bayne, *The Philosophy of Corporate Control*, 1986, P. 99.

⁵⁷⁷ მაკონტროლებელი აქციონერ(ებ)ის (Blockholder ან Controlling shareholders) არსებობის შემთხვევაში. იხ. *Armour, Gordon, The Berle-Means Corporation in 21st Century*, 2008, P. 8-13.

⁵⁷⁸ 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.

⁵⁷⁹ *Bebchuk, Roe, A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, 1999, P. 1.

⁵⁸⁰ *Easterbrook, Fischel, The Corporate Contract*, in: *Corporate Law and Economic analysis*, Edit. *Lucian Arye Bebchuk*, 1991, P. 188.

⁵⁸¹ *Parkinson, Corporate Power and Responsibility*, 1993, P. 54.

⁵⁸² *Posner, The Economic Analysis of Law*, 2007, P. 410.

⁵⁸³ *Fairfax, Shareholder Democracy*, 2011, P. 148.

⁵⁸⁴ *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 5, 2011, P. 482.

⁵⁸⁵ შეად. *Parkinson, Corporate Power and Responsibility*, 1993, P. 56.

⁵⁸⁶ *Posner, The Economic Analysis of Law*, 2007, P. 410-411.

⁵⁸⁷ შეად. *Bayne, The Philosophy of Corporate Control*, 1986, P. 109, 125-154.

⁵⁸⁸ *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 5, 2011, P. 481-483.

⁵⁸⁹ *Bayne, The Philosophy of Corporate Control*, 1986, P. 110.

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.⁵⁹⁰

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 ერთმანეთისგან სუბსტანციურად გამიჯნულია.⁵⁹¹ ნებისმიერ შემთხვევაში, ფირმის საკუთრება ორი ძირითადი სეგმენტისგან შედგება: კონტროლის (მენეჯმენტის საშუალებით) რეალიზებისა და დარჩენილი (საღირებულებით) მოგების მიღებისგან.⁵⁹²

4.2.2.2. „კონტროლის კონტროლი“: აქციონერთა აქტივიზმის⁵⁹³ სტრატეგიული პოსტულატები

საზოგადოების სტრუქტურა არის *path dependence*⁵⁹⁴, რასაც სხვადასხვა ქვეყანაში ფუნქციონირებად საზოგადოებათა ინდუსტრიალურ-ტექნოლოგიური ლანდშაფტი და საკორპორაციო სამართლებრივი რეგულაციები⁵⁹⁵ განსაზღვრავენ.⁵⁹⁶ საკორპორაციო სამართალი ინვესტორის საკუთრებაში არსებული საზოგადოების ორგანიზებული მართვისა და მისი (ინვესტორის) აქტივიზმის⁵⁹⁷ ფასილიტატორია.⁵⁹⁸

საკუთრებითი ურთიერთობის დედაარსი მესაკუთრის მიერ ქონების კონტროლსა და მფლობელობაში მდგომარეობს.⁵⁹⁹ მესაკუთრეთა საკუთრების უფლების პრაქტიციკირება, კორპორაციის სამართლებრივი ფორმით ეკონომიკური საქმიანობის განხორციელების მიზნისთვის, უცხო ორგანოსთვის ინვესტირებული ქონების მართვისა და განკარგვის

⁵⁹⁰ Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 5, 2011, P. 485-513.

⁵⁹¹ Booth, Financing the Corporation, 2010, P. 592.

⁵⁹² Hasnmann, Ownership of Enterprise, 1996, P. 35.

⁵⁹³ 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.

⁵⁹⁴ “Path Dependence” ქართულად შეიძლება განიმარტოს როგორც „თავისებური გზა“.

⁵⁹⁵ Bebchuk, Roe, A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance, 1999, P. 3 et seq.

⁵⁹⁶ Armour, Gordon, The Berle-Means Corporation in 21st Century, 2008, P. 8-10.

⁵⁹⁷ Tirole, The Theory of Corporate Finance, Princeton University Press, 2006, P. 36-38.

⁵⁹⁸ Armour, Hansmann., Kraakman, What is Corporate Law? 2009, P. 14.

⁵⁹⁹ იხ. Bayne, The Philosophy of Corporate Control, 1986, P. 103.

უფლებამოსილების გადაცემას ნიშნავს.⁶⁰⁰ სხვა სიტყვებით, ხდება საკუთრებაზე კონტროლის, რომელიც მის განკარგვასაც მოიცავს, მესამე პირისთვის გადაცემა.⁶⁰¹ საზოგადოების კონტროლის კომპეტენცია ფიდუციურია და მისი პირადი ინტერესებისთვის გამოყენებისა და მენეჯმენტის ოპორტუნისტული ქმედების შანსებს ზრდის.⁶⁰² ლოგიკურია, რომ აქციონერთა საკუთრების მაკონტროლებელ ორგანოს კონტროლის კორპორაციული ბერკეტები და უფლებამოსილება უნდა გააჩნდეს. სურათის განზოგადებით, სახეზეა „კონტროლის კონტროლი“.

მართვის ორგანიზებულობა კაპიტალდამბანდებლის კონტროლის უფლების⁶⁰³ მექანიზმთა სიმრავლეს განაპირობებს.⁶⁰⁴ კონტროლის საკუთრებისგან განცალკევება „პრინციპალ⁶⁰⁵-აგენტის“⁶⁰⁶ ინტერესტთა პოტენციურ კონფლიქტს წარმოშობს, რომელიც, თავის მხრივ, მესაკუთრეთა (აქციონერთა) კაპიტალის უშუალო მაკონტროლებელზე (მენეჯტმენტზე)⁶⁰⁷ ზედამხედველობის ღირებულებაზე⁶⁰⁸ ახდენს გავლენას.⁶⁰⁹ არსებობს მენეჯმენტის დისკრეციის კონტროლის სახელშეკრულებო და საკანონმდებლო მექანიზმები.⁶¹⁰

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 დირექტორთა 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 დირექტორმა. კონტროლის აღნიშნული მექანიზმი დირექტორატისთვის შინაგანაწესის სავალდებულო ხასიათის არსებობიდან გამომდინარეობს.⁶¹¹

⁶⁰⁰ Posner, *The Economic Analysis of Law*, 2007, P. 409.

⁶⁰¹ Parkinson, *Corporate Power and Responsibility*, 1993, P. 56.

⁶⁰² Hansmann, *Ownership of Enterprise*, 1996, P. 37-38.

⁶⁰³ 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.

⁶⁰⁴ მაგალითად, იხ. Fairfax, *Shareholder Democracy*, 2011, P. 29-114.

⁶⁰⁵ Hansmann, Kraakman, *The Essential Role of Organizational Law*, 2000, P. 21-24.

⁶⁰⁶ *Principal-Agent Problem*.

⁶⁰⁷ Posner, *The Economic Analysis of Law*, 2007, P. 409.

⁶⁰⁸ 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.

⁶⁰⁹ Jensen, Meckling, *The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, 3 J. Fin. Econ., 1976, P. 305 et seq.

⁶¹⁰ Parkinson, *Corporate Power and Responsibility*, 1993, P. 73-96.

⁶¹¹ Cox, Hazen, *Treatise on The Law of Corporations*, 3th ed., Volume 2, 2010, P. 581-583.

თეორიაში კონტროლის უფლების⁶¹² რეალიზება ნარჩენი შემოსავლების მაქსიმალიზაციისკენ არის მიმართული.⁶¹³ სტრატეგიულად, მისი პრაქტიკული ტრანსპლანტაცია კორპორაციული მართვის ტიპოლოგიური სტრატეგიის გამოყენებით მიიღწევა.⁶¹⁴ კაპიტალის ორგანიზებული მართვის პროცესის კონტროლის ყველა ასპექტის პარტნიორთა შეთანხმებით *ex ante* გათვალისწინება კონტროლის მიზნობრივი შედეგების დადგომას ხელს არ შეუშლის.⁶¹⁵ მენეჯმენტის კონტროლის ეფექტური რეალიზაციის სამართლებრივი ასპექტები კი რამდენიმე სეგმენტში გამოიხატება.⁶¹⁶

პირველი, ეს არის მესაკუთრეთა მიერ მონიტორინგის განხორციელება ინფორმირებულობის საფუძველზე, რომელიც კონკრეტულ დანახარჯებთან არის დაკავშირებული.⁶¹⁷ ცენტრალიზებული მენეჯმენტიდან გამომდინარე, აქციონერი ამჯობინებს მისი საკუთრების (კაპიტალის) კვალიფიციური მენეჯერისგან მართვას, ხოლო მართვის პროცესზე ზედამხედველობა ფირმის, უფრო სწორედ, მენეჯმენტის საქმიანობის შესახებ ინფორმაციის გამოთხოვაში⁶¹⁸ მდგომარეობს.⁶¹⁹ საკუთრების ოპერაციული მართვის, ბიზნესგეგმებისა და სტრატეგიების შესახებ ინფორმაციის მიღების უფლება აქციონერთა უმნიშვნელოვანეს საკონტროლო ბერკეტს წარმოადგენს.

კონტროლის მეორე სეგმენტი არის მართვის სტრატეგია,⁶²⁰ რომელიც აქციონერისთვის იძლევა მენეჯმენტის საქმიანობის კონტროლის ბაზისს და ცენტრალიზებული მენეჯმენტის ფორმირების კორპორაციულ უფლებას წარმოადგენს. ფორმირების უფლების გამოყენება სამეთვალყურეო საბჭოს ან/და დირექტორატის წევრთა არჩევა-დანიშვნისა და მათი გათავისუფლების მექანიზმის საშუალებით

⁶¹² 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 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*, 3rd 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*, 3rd 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. Feldmann* 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).

⁶¹³ *Hansmann, Ownership of the Firm*, 1991, P. 284.

⁶¹⁴ *Davies, Introduction to company law*, 2010, P. 112-115.

⁶¹⁵ *Hansmann, Ownership of the Firm*, 1991, P. 284 et seq. შეად. *Armour, Hansmann, Kraakman, Agency Problems and Legal Strategies*, 2009, P. 44-45.

⁶¹⁶ *Parkinson, Corporate Power and Responsibility*, 1993, P. 58-63.

⁶¹⁷ *Hansmann, Ownership of the Firm*, 1991, P. 290.

⁶¹⁸ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3rd ed., Volume 2, 2010, P. 454-462.

⁶¹⁹ *Davies, Introduction to company law*, 2010, P. 271-273.

⁶²⁰ *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 5, 2011, P. 378-392.

ხორციელდება.⁶²¹ ეს არის ძალაუფლებითი ურთიერთქმედება, რომელსაც ორმხრივი ხასიათი აქვს: ერთ მონაწილე პირს მეორე მონაწილის ქცევაზე ზეგავლენის მოხდენა მხოლოდ არაპირდაპირ შეუძლია.⁶²² სწორედ კონტროლის არაპირდაპირი მექანიზმის ამოქმედებაა რელევანტური „აქციონერთა დემოკრატიისთვის“.

კონტროლთან დაკავშირებული მესამე სტრატეგიული მიდგომა მისი პრაქტიკული განხორციელების პირდაპირ მექანიზმში მდგომარეობს. საკითხი ეხება პარტნიორობა კრების მიერ გადაწყვეტილების მიღების,⁶²³ ინიცირებისა და „ვეტოს“ უფლებას.⁶²⁴ აქციონერთა მხრიდან გადაწყვეტილების მიღებაში პირდაპირი მონაწილეობის უფლება ან გადასაწყვეტი საკითხის დაბლოკვა კორპორაციის ფუნდამენტური სტრუქტურული ცვლილებების განხორციელების შემზღვეველი და, შესაბამისად, კონტროლირებადი ფაქტორია.⁶²⁵ ფუნდამენტური კორპორაციული ცვლილება შეიძლება იყოს ისეთი შიდა ცვლილება, როგორცაა წესდებაში ცვლილებების შეტანა და ლიკვიდაცია-რეორგანიზაცია და „გარე“ ცვლილება, როგორც არის ერთი სს-ის მიერ მეორეს შექმნა ან მათი შერწყმა.⁶²⁶ ინტერესის სფეროს, კორპორაციის სტრუქტურულ ცვლილებათა კატეგორიიდან, განეკუთვნება კორპორაციათა შერწყმა და შექმნა, რამდენადაც აქციონერთა სტრუქტურა განაპირობებს კონტროლის უფლებრივ რეალიზაციას, ხოლო აქციონერთა სტრუქტურის მოდიფიკაცია პირდაპირაა დამოკიდებული კორპორაციულ კომბინაციებზე.⁶²⁷ ეს უკანასკნელი კი კაპიტალურ საზოგადოებათა სტრუქტურული ცვლილებების დაწყების საფუძველია.

კონტროლის მესამე სტრატეგიასთან მიმართებით, განცალკევებით აღსანიშნავია, ხმის მიცემის საშუალებით მანიპულირება კონტროლის პრაქტიკული რეალიზებისთვის.⁶²⁸ ის უკავშირდება პრინციპალის კონტროლის საშუალებებს, რომელიც ხმის უფლებათა სხვადასხვა კომბინაციით მიიღწევა. მათგან გამოსაყოფია, ე.წ. სინდიკატური შეთანხმება აქციონერებს შორის მათი საკონტროლო ხმის უფლების უზრუნველსაყოფად;⁶²⁹ ხმის მიცემის პირამიდული სტრატეგია, როდესაც ხდება ერთი ან რამდენიმე ჰოლდინგური კომპანიის⁶³⁰ გამოყენება

⁶²¹ *Armour, Gordon, The Berle-Means Corporation in 21st Century*, 2008, P. 10-11.

⁶²² *Bratton, Wachter, Shareholder Primacy's Corporatist Origins: Adolf Berle and The Modern Corporation*, 2008, P. 119.

⁶²³ კონტროლის ეს სეგმენტი იურიდიულ დოქტრინაში საგნებით 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.

⁶²⁴ *Armour, Hansmann, Kraakman, Agency Problems and Legal Strategies*, 2009, P. 38 et seq.

⁶²⁵ *Hansmann, Ownership of the Firm*, 1991, P. 290.

⁶²⁶ *Palmiter, Corporations*, 2006, P. 595-614.

⁶²⁷ აქციონერთა სტრუქტურა დამოკიდებულია მათ საკუთრებაში არსებულ აქციათა სახეობასა და ამ აქციებიდან გამომდინარე უფლებებზე, რომელთაგან, უპირატესად, ხმის უფლების არსებობაა მნიშვნელოვანი – კონტროლის უფლება ხომ სს-ში ხმის უფლების მქონე აქციათა წილობრივი საკუთრების პროცენტულობაში გამოიხატება. მაგალითისთვის, შეად. *Pinto, Branson., Understanding Corporate Law*, 3rd ed., 2009, P. 279-283.

⁶²⁸ *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 5, 2011, P. 438-440.

⁶²⁹ *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 5, 2011, P. 378-381.

⁶³⁰ ჰოლდინგურ კომპანიად, როგორც წესი, მიხნეულია ისეთი კორპორაცია, რომელიც შექმნილია სპეციალურად იმისთვის, რომ შეიძინოს და ფლობდეს წილებს (აქციებს)

შიდობილი 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 აფილირებულ⁶³¹ კორპორაციასთან; დაბოლოს, დირექტორთა კლასიფიცირება ყოველწლიური არამდგრადი (საეჭვო) არჩევნების საშუალებით.⁶³²

5. სააქციო საზოგადოების სტრუქტურული ელემენტების მნიშვნელობა რესტრუქტურისაციის 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 შექმნის ინსტიტუტები,⁶³³ როგორც კომპანიის შიდა სტრუქტურული ელემენტების ცვლილების განმაპირობებელი. კონვერსიას 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.⁶³⁴ აღნიშნული საფუძვლების პრაქტიკული განხორციელება სს-ის აქტივებისა და პასივების სტრუქტურული ცვლილებების საბაზისო ქმედებაა. მის საპირწონედ, გასათვალისწინებელია სს-ის სტრუქტურული ელემენტების ცვლილების განსხვავება სს-ის რესტრუქტურისაციისგან, უფრო სწორედ,

სხვა კორპორაციაში საინვესტიციო მიზნებისთვის ამ წილთა რეალური განკარგვის, კონტროლის უფლებით თუ მის გარეშე. იხ. *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3rd ed., vol. 1, 2010, P. 413.

⁶³¹ 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*, 3rd 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).

⁶³² *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3rd ed., Volume 2, 2010, P. 570-580.

⁶³³ შერწყმისა და შექმნის გარე სამართლებრივ ურთიერთობად შერაცხვას მასში მონაწილე პირთა სიმრავლე უდევს საფუძვლად. შერწყმის თუ შექმნის დროს სამართლებრივ შემხებლობას ორი ან მეტი საზოგადოება იჩენს, რომელიც შიდა მენეჯერული გადაწყვეტილების საფუძველზე გარე სამართლებრივ კავშირად ყალიბდება.

⁶³⁴ 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.

მისი ვიწრო გაგებისგან.⁶³⁵ ეს უკანასკნელი საზოგადოების დაშლის ან გაკოტრების წინარე პერიოდს უკავშირდება, როდესაც ხდება სს-ის ფინანსური ან/და ოპერაციული რეაბილიტირება. ორივე შემთხვევის კომბინირებული ვარიანტი კორპორაციის რესტრუქტურისაციის კონკრეტულ სეგმენტს ქმნის. კორპორაციული რესტრუქტურისაციის პროცესი სხვადასხვა მიმართულებისგან შედგება. როგორც ეკონომიკურ, ისე სამართლებრივ დოქტრინალურ სივრცეში, კორპორაციის რესტრუქტურისაციის განვითარების ორი ძირითადი მიმართულება არსებობს: ოპერაციული⁶³⁶ და ფინანსური რესტრუქტურისაცია. თითოეული მათგანის ცვლილება კორპორაციის სტრუქტურულ ელემენტთა მოცემულობას ცვლის. ოპერაციული რესტრუქტურისაცია, 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 რესტრუქტურისაცია მესამე პირთა მონაწილეობას, თითქმის ყოველთვის, სავალდებულო პრეკონდიციად შეიცავს. განსხვავებით ოპერაციულიდან, ფინანსური რესტრუქტურისაცია კომპანიის მიერ განხორციელებულ იმ ქმედებათა ნუსხას აღწერს, რომელიც კაპიტალის სტრუქტურის მაფორმირებელ ელემენტთა, სასესხო და შიდა დაფინანსების ურთიერთმიმართებათა დადგენას ემსახურება.⁶³⁷ ქვემოთ მოცემული სქემატური დიაგრამა კორპორაციის რესტრუქტურისაციის საფუძველთა შესახებ ნათელ სურათს ქმნის.⁶³⁸

ზემოაღნიშნულის გარდა, არსებობს კორპორაციის რესტრუქტურისაციის საფუძველთა და მოტივთა სხვაგვარი დეტერმინაცია.⁶³⁹ კორპორაციის რესტრუქტურისაციის განხორციელება ორი - ფინანსური რესტრუქტურისაციისა და ოპერაციული რესტრუქტურისაციის საშუალებით,⁶⁴⁰ ეკონომიკურ-სამართლებრივ საფუძველთა დივერგენსული ბუნებიდან გამომდინარეობს. პირველი მათგანი არსებული გაუფასურებული აქციების გამოთხოვითა და ახალი აქციების შექმნით 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*).⁶⁴¹ თავის მხრივ, კორპორაციის რესტრუქტურისაციის დაწყებას სხვადასხვა საფუძველები

⁶³⁵ იხ. *Claessens*, Policy Approaches to Corporate Restructuring around the World, in: Corporate Restructuring, (edit. *Pomerleano, Shaw*), 2005, P. 12.

⁶³⁶ შინაარსობრივად ის კორპორაციული მართვის სტრატეგიებისა და კორპორაციის სტრუქტურული ელემენტების ცვლილებათა საფუძველებს აერთიანებს.

⁶³⁷ *Depamphilis*, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities, 5th ed., 2010, P. 18.

⁶³⁸ იხ. დიაგრამა I.

⁶³⁹ *Renneboog, Szilagyi*, Corporate Restructuring and Bondholder Wealth, TILEC Discussion Paper, DP 2006-007, 2006, P. 3.

⁶⁴⁰ ორივე სახეობა კორპორაციაში სინერგიზმის ზრდას უკავშირდება მაშინ, როდესაც სახეზეა კორპორაციული კომბინაციებიდან ერთ-ერთი: შერწყმა ან შექმნა. იხ. V, 6.

⁶⁴¹ *Pomerleano*, Introduction: Toward Better Practices in Systemic Corporate Restructuring, in: Corporate Restructuring, Lessons from Experience, (edit. *Pomerleano, Shaw*), USA, 2005, P. Xliii. ზოგადად, იხ. *Fragen*, Financial Restructuring: Techniques and Negotiating Dynamics, in: Corporate Restructuring, Lessons from Experience, (edit. *Pomerleano, Shaw*), USA, 2005, P. 331-382.

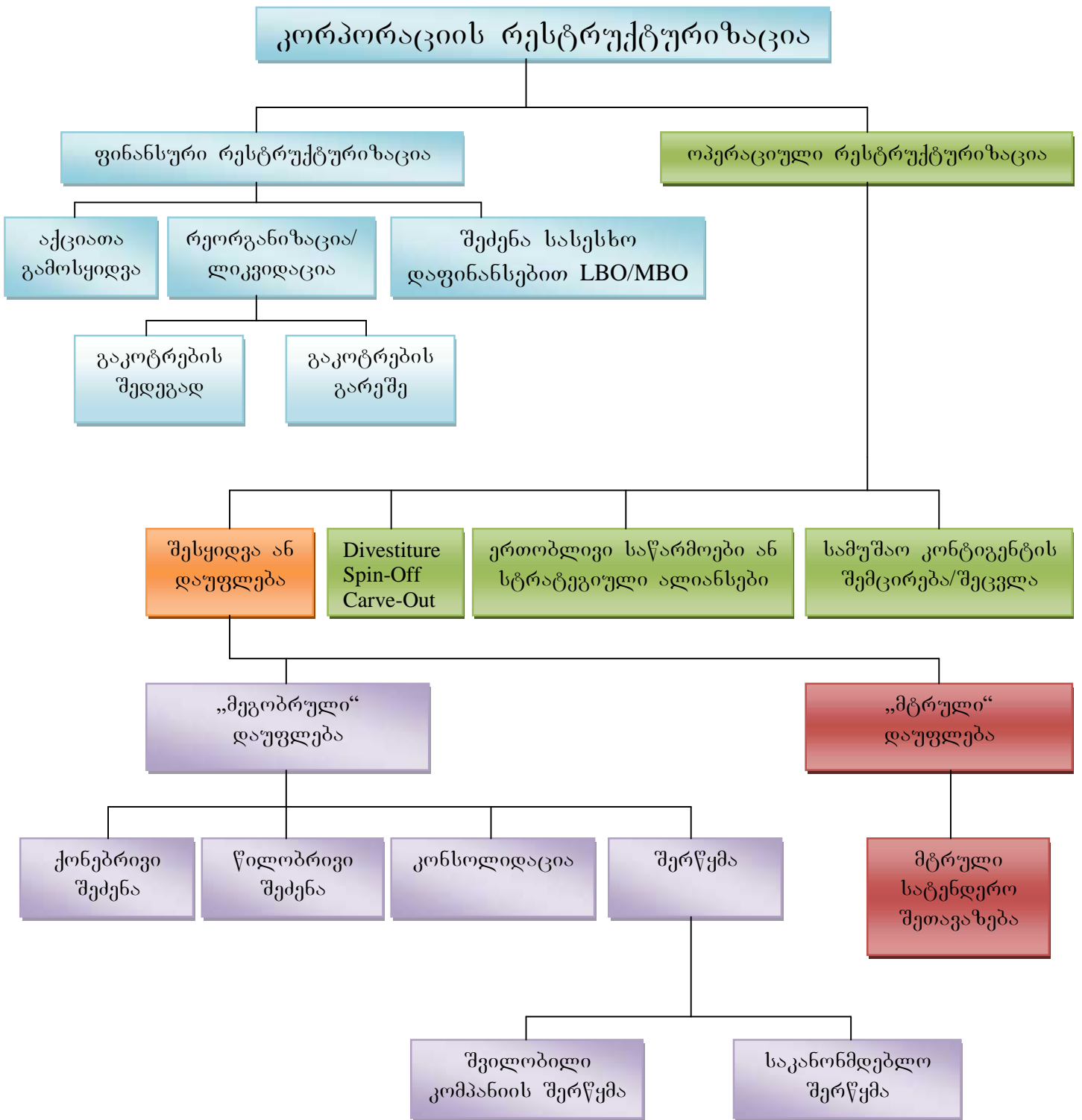
განაპირობებს,⁶⁴² რომელთა შორის შერწყმა და შექმნაც მოიაზრება. თუმცა, მოცემულ შემთხვევაში რესტრუქტურისაცია განმარტებულ უნდა იქნეს არა კომპანიის რეაბილიტაციად გაკოტრების დაწყების საფუძვლების არსებობისას, არამედ კორპორაციულ კომბინაციათა შედეგად ჩამოყალიბებულ საზოგადოებათა სტრუქტურული ელემენტების შიდა ორგანულ ცვლილებად. ამდენად, სს-ის რესტრუქტურისაცია არის განსხვავებული სამართლებრივი მოცემულობის და ის უტოლდება საზოგადოების რეკონსტრუქციას ფინანსური თუ სხვა სახის პრობლემების გადასაჭრელად.⁶⁴³

მოკლედ, შერწყმის და შექმნის შედეგები თვისებრივად განსხვავებულია კორპორაციის რესტრუქტურისაციის და მისი შესრულების ისეთი საშუალებებისგან, როგორც არის *equity carve-out*, *divestiture*, *spin-off* და *split-off*, რომელიც, ძირითადად, გამოიყენება წარუმატებელი M&A-ის შედეგების ანუღირების ან მეტნაკლებად გამოსწორებისთვის.⁶⁴⁴ 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.

⁶⁴² მაგალითად, აქციონერთა აქტივიზმი, როდესაც კომპანიის მენეჯმენტი ძირითად აქცენტს *shareholders wealth*-ის ზრდისკენ მიმართავს; შიდა კონტროლის სისტემის ჩამოშლა, როგორც შერწყმის ან შექმნის 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 გამდიდრებას; 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.

⁶⁴³ 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.

⁶⁴⁴ *Gaughan, Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, 5th ed. 2011, P. 389-391.



დიაგრამა I. კორპორაციის რესტრუქტურის მეთოდური გამოვლინებები

5.2. სს, როგორც კაპიტალურ საზოგადოებათა შორის კორპორაციულ კომბინაციათა სუბიექტი და 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, განსახორციელებელი 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 შექმნა, როგორც ცვლილებების საფუძვლები).

თანამედროვე ეკონომიკურ ურთიერთობაში კორპორაციათა გამართულად ფუნქციონირების განმაპირობებელი ფაქტორი საწარმოთა შორის უკვე განხორციელებული, მიმდინარე და სამომავლო ურთიერთობა და მათი სამართლებრივი რეგულირებაა.⁶⁴⁵ ეს ურთიერთობა მოიცავს კორპორაციის გარე ურთიერთობას სხვა კორპორაციასთან და არა კორპორაციის შიგნით მიმდინარე ისეთ ურთიერთობებს, როგორცაა 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.⁶⁴⁶ მაგრამ კორპორაცია⁶⁴⁷ განხილულ უნდა იქნეს როგორც ამა თუ იმ კომბინაციის განხორციელების არსებითი შემადგენელი ნაწილი, რომლის (ტრანზაქციის, კომბინაციის) სამართლებრივი და ეკონომიკური შედეგი მის ორგანიზაციულ ფორმასა⁶⁴⁸ და სტრუქტურაზე აისახება. შესაბამისად, კორპორაცია წარმოადგენს დადებულ თუ დასადებ გარიგებათა სუბიექტს, ხოლო შესრულების მთავარი ობიექტი შეიძლება

⁶⁴⁵ 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*, 3rd ed., 2008, P. 493-540.

⁶⁴⁶ შერწყმის და შექმნის ხელშეკრულება სახელშეკრულებო თავისუფლების ნაყოფია ერთი განსხვავებით: მას შემდეგ, რაც ორი ან მეტი კორპორაცია გადაწყვეტს შერწყმას ან ერთი მეორის შექმნას 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*, 3rd ed., 2011, P. 622-623.

⁶⁴⁷ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3rd ed., Vol. 1, 2010, P. 1-13.

⁶⁴⁸ მოიაზრება კანონში *numeraus clauses*-ის პრინციპით დადგენილი სამართლებრივი ფორმის ცვლილება.

იყოს როგორც თავად საწარმო,⁶⁴⁹ 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,⁶⁵⁰ 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 სამიზნე ობიექტი

ფორმა, როგორც ორგანიზაციული მოწყობის ერთეული, ერთგვარი მუდმივია, რომელიც ყოველთვის მოძრაობაშია. ის ქმნის ახალ გეგმებს, ითვისებს ახალ სფეროებს, იკავებს ახალ და ტოვებს ძველ ბაზარს. ის, ასევე, ცვლის საკუთარ სტრუქტურას, აყალიბებს დამატებით ორგანოებს,⁶⁵¹ იერთებს ან უერთდება სხვა საწარმოს, ზრდის ან ამცირებს სასესხო დაფინანსებას, ხდება ანგარიშვალდებული (*going public*)⁶⁵² ან გარდაიქმნება დახურულ საწარმოდ (*going private*)⁶⁵³, ყიდის ან ყიდულობს აქციებს ინვესტორისგან.⁶⁵⁴ კორპორაციის მიერ ნებისმიერი სახის ქმედება, რომელიც ვენტილურ შედეგებს სტრუქტურულ ერთეულებზე განავრცობს, ფუნდამენტური ცვლილებების საფუძველია. ეს იწვევს კორპორაციის მაფორმირებელ შიდა სტრუქტურული ორგანოების რეკონსტრუქციას, რაც საკონტროლო პაკეტის შეცვლის გარდაუვალი შედეგია.⁶⁵⁵ ზემოაღნიშნული ყველა შესაძლო ქმედება კონტროლირებადი ტრანზაქციების შინაარსობრივი სეგმენტის შემცველია⁶⁵⁶ მათ შორის მარგინალური ზღვრის არარსებობის

⁶⁴⁹ კაპიტალის სტრუქტურა, ორგანიზაციული ფორმა.

⁶⁵⁰ კორპორაციის სამართალსუბიექტურობა მის კომბინაციის ობიექტად ყოფნასთან მიმართებით გამოიკვეთება სამეწარმეო საქმიანობის განმანხორციელებელი 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.

⁶⁵¹ მათში შეიძლება მოაზრებულ იქნეს კომიტეტები, კორპორაციული მდივანი, მოწვეულ დირექტორთა ინსტიტუტი და სხვა.

⁶⁵² *Booth*, *Financing the Corporation*, 2010, P. 684-830.

⁶⁵³ კორპორაციის დელისტინგი ურთულესი საკითხია, რომელიც საფონდო ბირჟაზე დარეგისტრირების პროცედურულ მხარეებთან ბევრ საერთო ფრაგმენტს აკლენს, თუმცა მას განსაკუთრებული თავისებურებები ახასიათებს. ვრცლად, იხ. *Borden, Arthur*, *Going Private*, *Law Journals Seminars-Press*, 1982.

⁶⁵⁴ *Easterbrook, Fischel*, *The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, P. 109.

⁶⁵⁵ კორპორაციული კონტროლის გაყიდვასთან მიმართებით, იხ. *Cox, Hazen*, *Business Organizations Law*, 2011, P. 288-295; *Pinto, Branson*, *Understanding Corporate Law*, 3rd ed., 2009, P. 302-310.

⁶⁵⁶ *Easterbrook, Fischel*, *The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, P. 109.

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 რესტრუქტურის საფუძველი. თავად ეს „მცდელობა“ კი კორპორაციულ ქმედებათა (ანუ ის, რაც საკანონმდებლო რეგულირებას სამეწარმეო კანონმდებლობით განიცდის), მოცემულ შემთხვევაში, შერწყმის და შექმნის პრაქტიკულ უტილიზაციაზე დამყარებული.⁶⁵⁷ M&A-ის გამოყენება შემქმნის ან მიმართებელი (ეკვაიერი) კორპორაციისთვის სუბსტანციური მოგების მომტანია. მაგალითად, საკონტროლო პაკეტის შექმნა, მყიდველს საშუალებას აძლევს შეცვალოს სს-ის მენეჯმენტი და დააგეგმოს შიდა სტრუქტურა მაქსიმალური მოგების მისაღებად.⁶⁵⁸ მყიდველს სწამს, რომ ის უკეთ მართავს ფირმის აქტივებს და მზად არის კონტროლის მოსაპოვებლად გადაიხადოს პრემიუმირებულება საბაზრო ღირებულებასთან მიმართებით.⁶⁵⁹ ნებისმიერ შემთხვევაში, საკონტროლო პაკეტის (კონტროლის) შექმნა, იქნება ეს სატენდერო შეთავაზებით თუ შერწყმის საფუძველზე მიღწეული, კონვერგენსულად აისახება აქციონერთა სტრუქტურაზე.⁶⁶⁰ რამეთუ იცვლება ფირმის ძირითადი პაკეტის მესაკუთრე პირი;⁶⁶¹ მათ უფლება-მოვალეობებზე, კაპიტალის სტრუქტურაზე, გამომდინარე შემქმნის/მიმართებლის მიზნებიდან თუ რა სახის ფინანსური სტრუქტურა უნდა შექმნას, როგორ მოიხიდავს კაპიტალს –სასესხო დაფინანსებით თუ კორპორაციული თანხებით;⁶⁶² რა სახის კორპორაციული მართვის ორგანოთა⁶⁶³ 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

⁶⁵⁷ ცალსახად იმის თქმა, რომ აღნიშნული კორპორაციული ქმედება უპირობოდ იწვევს შიდა სტრუქტურულ, მათ შორის, საკუთრების ცვლილებას, დაუშვებელია. ყველა ქმედება „კონტროლირებადი“ მინიმუმ მასში მონაწილე პირთა მიერ სახელშეკრულებო დონეზე. შედეგად, რამდენად დადგება ცვლილებათა ეტაპი ამა თუ იმ კომპანიაში, ეს მხოლოდ ფიდუციური სტანდარტის საკითხია. იხ. *Easterbrook, Fischel, The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, P. 109-111.

⁶⁵⁸ *Easterbrook, Fischel, The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, P. 112.

⁶⁵⁹ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3th 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 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.

⁶⁶⁰ 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. „მიმღვანტულ“) აქციონერებად, თუ, მეორე მხრივ, მაკონტრელებელ და მცირე აქციონერთა ერთობლიობად. ფირმის დიფერენცირებულ მესაკუთრეთა შესახებ, იხ. *Hasnmann, Ownership of Enterprise*, 1996, P.53-227.

⁶⁶¹ *Booth, Financing the Corporation*, 2010, P. 116.

⁶⁶² *Booth, Financing the Corporation*, 2010, P. 79-80.

⁶⁶³ *Easterbrook, Fischel, The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, P.162.

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 ძალაუფლების მიზნობრივი რეალიზაციის თანმდევაა.

6. I შუალედური დასკვნა

სააქციო საზოგადოების სტრუქტურული ელემენტები გადამწყვეტი მნიშვნელობის ფუნქციური დატვირთვის მატარებელი კომპონენტებია რესტრუქტურის პროცესის შედეგების სრულფასოვნად წარმოჩენის, კომპეტენტური ანალიზისა და ობიექტური შეფასებისთვის. მისი შინაარსობრივი მხარის მაფორმირებელ სტრატეგიულ ელემენტთა ძირითადი არეალი მოიცავს სამეწარმეო ეკონომიკური საქმიანობის დაწყებადაუცილებელ კაპიტალს⁶⁶⁴ 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 ერთმანეთისგან იმიჯნება ორგანიზაციული მართვისა და შინაარსობრივად სტრატეგიულ ასპექტთა ორ სხვადასხვა მიმართულებაში. პირველი, ეს არის სს-ის ორგანიზებული მართვის ორგანული მოცემულობა, რომელიც წარმოდგენილია 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 რესტრუქტურის განხორციელების მეთოდურ შექენა-შერწყმის⁶⁶⁵ სარეალიზაციო ეფექტის სამიზნე ობიექტზე გადის. სხვა სიტყვებით, აღნიშნული კვლევის მიზანი კორპორაციათა შექენა-შერწყმის სამართლებრივ-ეკონომიკური შედეგების ასახვის სამიზნე ელემენტების მონიშვნაში მდგომარეობდა. სს-ის ძირითადი სტრუქტურული ელემენტების დესკრიფციული ანალიზის შემდგომ, მიზნის მიღწევისთვის აუცილებელია შექენა/შერწყმის სტრატეგიული შესრულების, მისი გამოვლენის ტაქტიკური ასპექტებისა და არასასურველი ეფექტის თავიდან აცილების მეთოდთა პორტალური ურთიერთშეპირისპირება და შედარებითსამართლებრივ კონტექსტში წარმოჩენილი დოგმატურ-თეორიული გააზრება.

⁶⁶⁴ Booth, Financing the Corporation, 2010, P. 17-19.

⁶⁶⁵ ამ შემთხვევაში არა მხოლოდ კორპორაციის, როგორც საწარმოს შექენაზე შეიძლება ყურადღების გამახვილება, არამედ საზოგადოებაში კონტროლის, იგივე საკონტროლო მონაწილეობის შექენაზეც. იხ. Dyck, Zingales, Private Benefits of Control: An International Comparison, 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 რესტრუქტურის სტრატეგიული საფუძველი, მისი სახეები და შესრულების მეთოდები

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*) ოპორტუნისტული ქმედება⁶⁶⁶ აქციონერებსა და მენეჯერებს შორის ინტერესთა კონფლიქტს წარმოშობს.⁶⁶⁷ ინტერესთა კონფლიქტი შეუთანხმებელი სტრუქტურული ცვლილებისა თუ ქმედების⁶⁶⁸ შედეგია,⁶⁶⁹ რის გამოც მცირდება კორპორაციის მართვის სინერგიული ეფექტის მიღწევის შანსები.

კორპორაციული კომბინაცია, როგორც ფუნდამენტური ცვლილების მეთოდი, კაპიტალის ბაზრის საშუალებით სამიზნე საზოგადოების სტრუქტურაში შეღწევას უზრუნველყოფს.⁶⁷⁰ კომბინაციათა შორის შექმნის წინა პლანზე წამოწევას მისი ფართო ცნებითი კატეგორია განსაზღვრავს,⁶⁷¹ რამდენადაც, როგორც წესი, არსებობს ერთი საზოგადოების მიერ მეორე საზოგადოების შექმნა ან დაუფლება (ფართო გაგებით), ხოლო მისი საბოლოო ლიკვიდური შედეგების მიღწევის უამრავი მექანიზმი - დაწყებული კორპორაციის სახელშეკრულებო შექმნით, გაგრძელებული კონტროლის სატენდერო შეთავაზებით მოპოვებით და

⁶⁶⁶ *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 Funcional Approach, 2th ed., 2009.*

⁶⁶⁷ *Armour, Hansmann, Kraakman, Agency Problems and Legal Strategies, in: The Anatomy of Corporate Law, 2nd edition, 2009, P. 21.*

⁶⁶⁸ მაგალითად, არახელსაყრელი ტრანზაქციის დადება ან ინტერესთა კონფლიქტის არსებობის განუცხადებლობა (უმოქმედობა).

⁶⁶⁹ *Clark, Corporate Law, 1986, P. 401.*

⁶⁷⁰ 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.

⁶⁷¹ რამაც განაპირობა სს-ის სტრუქტურაში ცვლილების საფუძველად შექმნის დომინირებულ დეტერმინატად წამოწევა.

დამთავრებული სამიზნე საზოგადოების შერწყმით ან ლიკვიდაციით.⁶⁷² აღნიშნული მექანიზმები შექმნის დეტალური ანალიზის ინსტრუმენტალური ბერკეტებია და მათი ანალიტიკური მომხილვა ქვემოთ იქნება წარმოდგენილი.

ერთი საზოგადოების მიერ მეორეზე კონტროლის მოპოვების შემდგომ ეტაპს შექმნის თავდაპირველი „ჩანაფიქრის“ გაცხადება მოსდევს. მას შესაძლებელია განზრახული ჰქონდეს მეორე საწარმოს შექმნით კონკრეტული საბაზრო სეგმენტის უკეთ ათვისება და სინერგიული ეფექტის მიღწევა.⁶⁷³ თუ შექმნი 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. შექმნის მიერ პერსპექტიული სრუქტურული ცვლილება ორი მნიშვნელოვანი ფაქტორით იზომება: სამიზნე საზოგადოების არსებული მენეჯმენტი უმწეო აღმოჩნდა და გაუშვა კომპანიის ღირებულების გაზრდის შესაძლებლობა ან შექმნის მიაჩნია, რომ მან იცის ის მეთოდები და საშუალებები, როგორ გააუმჯობესოს საკუთარი ბიზნესი სამიზნე საზოგადოების ხარჯზე.⁶⁷⁴ ამას დინამიკური საბაზრო პირობები განაპირობებს, რამდენადაც აქცია, თავისი ბრუნვაუნარიანი ხასიათით, სამეწარმეო საქმიანობაში თითოეული ფირმის შიდა ბიზნესსტრატეგიებისა და წარმოდგენების შეცვლას ემსახურება.⁶⁷⁵ კორპორაციულ კომბინაციათა თუ რომელ მეთოდს აირჩევს შექმნი საზოგადოება, კომბინირებულად არის დამოკიდებული ბიზნესსაქმიანობის ნორმატიულ რეგულაციებსა და ფინანსურ რეალობაზე.⁶⁷⁶

გასათვალისწინებელია ყოველი კომბინაციური მექანიზმისთვის დამახასიათებელი დადებითი და უარყოფითი მხარეების ანალიზი, იქნება ეს ტრანზაქციის ფინანსური უზრუნველყოფა თუ საგადასახადო საკითხები,⁶⁷⁷ რაც ნათელ სურათს შექმნის იმ გამოსაყენებელ მეთოდთა

⁶⁷² Clark, *Corporate Law*, 1986, P. 418 et seq.

⁶⁷³ სინერგიის მიღების კლასიკურ მაგალითად არის მიჩნეული ორი კომპანიის კოოპერაცია, როდესაც დამატებითი ღირებულების შექმნის მექანიზმი კორპორაციის გაუმჯობესებელი პერფორმანსია, რომელსაც „2X2=5“ ინდუქციური მაგალითი უღვეს საფუძვლად. იხ. *Sankaran, Vishwanath, Diversification via Acquisition in: Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring*, (edit. *Chandrashekar Krishnamurti, Vishwanath S.R.*), 2008, P. 6.

⁶⁷⁴ აღნიშნულ ფაქტორთა ანალიზი შექმნის მიერ შექმნაზე შეთავაზების გაკეთებამდე ხორციელდება. იხ. *Easterbrook, Fischel, The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, P. 163.

⁶⁷⁵ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3th ed., Vol. 4, 2010, P. 9.

⁶⁷⁶ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3th ed., Vol. 4, 2010, P. 8.

⁶⁷⁷ საგადასახადო კუთხით მნიშვნელოვანია დასაბევრი და საგადასახადო გადასახადისგან თავისუფალი ტრანზაქციისა თუ კომბინაციის ერთმანეთისგან გამოიჯენა. 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 შექმნა 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

შესახებ, რომლითაც ორ ან მეტ კორპორაციას შორის ყველაზე წარმატებული ტრანზაქციული ტრანსფერი შედგება. შედეგების წარმატებულობა სტრუქტურულ ცვლილებათა დივერსიფიცირებული ანალიზის ობიექტს წარმოადგენს. მათ (შეძენასა და სტრუქტურულ ცვლილებას) შორის დამაკავშირებელი კორიზონტალური ველი ამ მექანიზმთა დოკუმენტური და პრაქტიკული პრიზმის დესკრიფციულ-რეტროსპექტრულ კვლევას მოიცავს. ლოგიკური ჯაჭვის მომდევნო რგოლი შეძენისა და მისი გამოყენების საშუალებათა სამართლებრივ კვლევაში მდგომარეობს.

2. კორპორაციათა 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 ბაზრის გავლით მოიცვა სუპრანაციონალურ კორპორაციათა შორის ურთიერთობები, რომლებიც თანამედროვე გლობალურ ეკონომიკურ ამინდს ქმნიან.⁶⁷⁸

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 მძიმე წარმოების განვითარებამ ჩამოაყალიბა.⁶⁷⁹ ამერიკული კომპანიები ცდილობენ შერწყმის ან შეძენის გზით მონოპოლიური მდგომარეობა დაიკავონ ბაზარზე.⁶⁸⁰ მანუფაქტურული

რეალობაში თითქმის იდენტური დანაწესის შემოტანის მცდელობაა 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 ვალდებულებებისგან ათავისუფლებს. გადასახადისგან გათავისუფლების საფუძვლად რეორგანიზაციის ფაქტის არსებობაა აღებული. სხვა სიტყვებით, რეორგანიზაციის პროცესში წარმოსობილი ნებისმიერი სახის დაბეგვრის ობიექტს, რომელიც საგადასახადო კოდექსის ზოგადი წესებით დაბეგვრადია, რეორგანიზაციის პროცესის სპეციალური მუხლი (152მ) გადასახადისგან ათავისუფლებს ნამეტის დაუფიქსირებლობის ბაზისზე. შეად. *ნადარია, 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.

⁶⁷⁸ 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.

⁶⁷⁹ *Halibozeck, Kovacich, Mergers and Acquisition Security*, 2005, P. 22.

⁶⁸⁰ საბაზრო დაფარვის არეალის გაფართოების დროს, გაერთიანებული კომპანიები აწარმოებენ ერთნაირ საქონელს, თუმცა ისინი მის რეალიზაციას გეოგრაფიულად

მრეწველობა გამოირჩეოდა ვერტიკალური⁶⁸¹ და პროდუქტიული კავშირების გაფართოების⁶⁸² მცდელობით, ასევე, ჰორიზონტალური აქტივობებით,⁶⁸³ რომელსაც ეკონომიკური გარემო მონოპოლიურ ან დიპოლიურ მდგომარეობამდე მიჰყავდა.⁶⁸⁴ თუმცა ისინი, ძირითადად, კრახს განიცდიდნენ, რადგან ვერ აღწევდნენ ეფექტურობასა და ოპერაციული (საექსპლოატაციო) ხარჯების შემცირებას ანუ სინერგიული ეფექტის ზრდას. კორპორაციულ კომბინაციათა წარმატებლობას 1903 წელს აშშ-ის ეკონომიკურმა რეცესიამაც შეუწყო ხელი, რამაც 1904 წლის კაპიტალის ბაზრის ნგრევა გამოიწვია.⁶⁸⁵ პარალელურად, აშშ-ის უზენაესმა სასამართლომ კონგრესის მიერ 1890 წელს მიღებული შერმანის აქტის (*Sherman Act*)⁶⁸⁶ ანტიმონოპოლიური მერჯერების წინააღმდეგ საბრძოლველად გამოყენება დაიწყო,⁶⁸⁷ რამაც 1911 წელს ისეთი დიდი კორპორაციის დესტრუქციული კოლაპსი გამოიწვია, როგორც, მაგალითად, *Standard Oil Company* იყო.⁶⁸⁸ მომდევნო წლებში მერჯერისა და შექენის ახალ-ახალი ტალღა პარაბოლის პრინციპით ვითარდებოდა – 1929 წლის აშშ-ის ეკონომიკური კრიზისიდან ვიდრე 1999 წლამდე⁶⁸⁹ რამდენიმე აღმასვლა და შემდეგ მნიშვნელოვანი შენელება⁶⁹⁰ შეინიშნება.⁶⁹¹ განსხვავებით მე-19 საუკუნის დასაწყისში არსებული

განსხვავებულ ადგილას მდებარე ბაზარზე ახდენენ. *Ravenscraft, Scheler, Mergers, Sell-offs, & Economic Efficiency*, 1987, P. 23.

⁶⁸¹ 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.

⁶⁸² პროდუქტიული გაფართოების დროს შემქენი და შექენილი კომპანიები ფუნქციონალურად დაკავშირებულ პროდუქციას ან სადისტრიბუციო საკმიანობას ეწევიან, მაგრამ ისინი პირდაპირ შემსებლობაში არ არიან ერთმანეთთან. *Ravenscraft, Scheler, Mergers, Sell-offs, & Economic Efficiency*, 1987, P. 23.

⁶⁸³ 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.

⁶⁸⁴ „ლიპოლია“ მეწარმე სუბიექტთა შორის ჰომოგენური 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.

⁶⁸⁵ *Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials*, 2000, P. 2-4.

⁶⁸⁶ „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.

⁶⁸⁷ შეად. *ქობია, ქერაშვილი, Mergers & Acquisitions – საწარმოთა შერწყმა და შექენა* (სამართლებრივი საფუძვლები), „სამართლის ჟურნალი, №1, 2012, გვ. 163-164.

⁶⁸⁸ *Halibozek, Kovacich, Mergers and Acquisition Security*, 2005, P. 23.

⁶⁸⁹ 1990-დან 1999 წლამდე აშშ-ში შესრულებულ მერჯერთა სტატისტიკა, იხ. *Halibozek, Kovacich, Mergers and Acquisition Security*, 2005, P. 29.

⁶⁹⁰ აშშ-ში M&A-ის მიმდინარეობის მეოცე საუკუნის პანორამისთვის, იხ. *Halibozek, Kovacich, Mergers and Acquisition Security*, 2005, P. 22-30.

⁶⁹¹ 1990-იან წლებში აშშ-ში შექენითი ტრანზაქციების ღირებულებამ 1.3 მილიარდ დოლარს გადააჭარბა, ხოლო 1999 წლისთვის საერთაშორისო შერწყმის და შექენის საერთო ღირებულებამ 720.1 მილიარდს. იხ. *Sankaran, Vishwanath, Diversification via Acquisition*, 2008, P. 1.

მონოპოლიური გაერთიანებებისა, 20-იან წლებში შეინიშნებოდა ოლიგოპოლიური⁶⁹² მერჯერები.⁶⁹³ მომდევნო ეტაპი ამერიკულ ეკონომიკურ-სამართლებრივ რეალობაში აისახა 1968 წელს, რომელმაც შებრუნებული სახე მიიღო წინა წლებთან მიმართებით. აღნიშნულ პერიოდში⁶⁹⁴ იწყება კონგლომერირებული გაერთიანებების ერა.⁶⁹⁵ ეს უკანასკნელი განსაკუთრებული ზეგავლენით გამოირჩევა ეკონომიკაზე, პოლიტიკასა და სოციალურ ურთიერთობებზე.

არსებობს მრავალი ჰიპოთეზა კონგლომერატის ფუნდამენტურ ეკონომიკურ მახასიათებლებზე, რომელთაგან ბაზრის კონცენტრაცია,⁶⁹⁶ მისი მოცულობა და გეოგრაფიული დისპერსია⁶⁹⁷ არსებით გავლენას ახდენს სოციალურ გარემოზე.⁶⁹⁸ მსგავსმა ფაქტორებმა განაპირობა ამერიკულ ეკონომიკურ-იურიდიულ ლიტერატურასა და გარემოში მასზე ყურადღების გადატანა.⁶⁹⁹ ნებისმიერ შემთხვევაში, მერჯერის ისტორიულ გამოვლინებათა⁷⁰⁰ შორის არსებობს რამდენიმე საერთო ნიშანი, რამაც მისი აქტიური გამოყენება განაპირობა. პირველი, ეს ეკონომიკური უწყვეტად მზარდი, დაბალი ან „ხანდაზმული“ კოეფიციენტია, 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.⁷⁰¹

„მერჯერული ტალღის“ ისტორიულ-ანალიტიკური კვლევა მას აგრეგატულ ეკონომიკურ ფენომენტთა კატეგორიაში მოიაზრებს, რომელიც გავლენას ახდენს, ფართო გაგებით, მთლიან ეკონომიკაზე, ქვეყნებსა და ინდუსტრიულ სტრუქტურაზე. მისი, შედარებით ვიწრო დეფინიცია, კორპორაციის მესაკუთრეთა და კორპორაციული სტრუქტურის

⁶⁹² 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.

⁶⁹³ *Ravenscraft, Scheler, Mergers, Sell-offs, & Economic Efficiency*, 1987, P. 22.

⁶⁹⁴ *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.

⁶⁹⁵ 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.

⁶⁹⁶ *Siegfried, Sweeney, The Social and Political Consequences of Conglomerate Mergers*, in: *Mergers and Acquisitions*, (edit. *Keenan, White*), 1982, P. 70-72.

⁶⁹⁷ *Siegfried, Sweeney, The Social and Political Consequences of Conglomerate Mergers*, in: *Mergers and Acquisitions*, (edit. *Keenan, White*), 1982, P. 73-74.

⁶⁹⁸ *Siegfried, Sweeney, The Social and Political Consequences of Conglomerate Mergers*, in: *Mergers and Acquisitions*, (edit. *Keenan, White*), 1982, P. 67-97.

⁶⁹⁹ *Mergers and Acquisitions*, (edit. *Alan Auerbach*), 1988; *Mergers and Acquisitions*, (edit. *Keenan, White*), 1982; *Ravenscraft, Scheler, Mergers, Sell-offs, & Economic Efficiency*, 1987; *Halibozek, Kovacich, Mergers and Acquisition Security*, 2005.

⁷⁰⁰ 1897 წლიდან 2008 წლამდე M&A-ის გამოვლენათა სტატისტიკისთვის, იხ. *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5th ed., 2010, P. 13-17.

⁷⁰¹ *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5th ed., 2010, P. 16.

ცვლილებაში პოულობს შინაარსობრივ განვრცობას.⁷⁰² ნაშრომის არსებითი დატვირთვა უკანასკნელ, კორპორაციულ სტრუქტურაში, შერწყმის და შექმნის პანორამულ ფონზე, ფუნდამენტური ცვლილების სუბსტანციურად მნიშვნელოვან სეგმენტთა კვლევაში მდგომარეობს.⁷⁰³

3. სააქციო საზოგადოების შექმნის ტრანზაქციის ძირითადი სტრუქტურული მექანიზმები

3.1. ზოგადი პარადიგმა

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 საბაღანსო ღირებულებათა ჯამი ტრანზაქციის დახურვის შემდეგ, როგორც წესი, იზრდება.⁷⁰⁴ კორპორაციის შექმნა ან მასთან კოალიციური კორპორაციული გაერთიანების შექმნა საინვესტიციო პორტფოლიოს დივერსიფიცირების საშუალებად იქცა.⁷⁰⁵ 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, როგორცაა კომპანიის საბაზრო და საბაღანსო ღირებულება, ტრანზაქციის ღირებულება, დასაქმებულთა და საწარმოთა (ეკონომიკური გაგებით) რაოდენობა და მათი თანაფარდობა.⁷⁰⁶ დღესდღეობით, ნაციონალური და გლობალური სამეწარმეო საქმიანობის განვითარების შედეგად, M&A-ის სამიზნე ობიექტად, ძირითადად, ორი კონკურენტი კომპანია გამოდის.⁷⁰⁷ 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

⁷⁰² Frensch, *The Social Side of Mergers and Acquisitions*, 2007, P. 16.

⁷⁰³ 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, შექმნა ან დაუფლება, საქართველოში კორპორაციული კულტურის განვითარებლობის გამო, ფაქტობრივად, ხელმიუწვდომელია მსგავსი კომბინაციების შესახებ, თუნდაც სამეცნიერო მიზნებისთვის, ინფორმაციის მოპოვება. აქედან გამომდინარე, საწარმოთა შექმნისა და გაერთიანების გენეზისი მხოლოდ აშშ-ის მაგალითზეა წარმოდგენილი.

⁷⁰⁴ Cox, Hazen, *Treatise on The Law of Corporations*, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 65-71.

⁷⁰⁵ Ravenscraft, Scheler, *Mergers, Sell-offs, & Economic Efficiency*, 1987, P. 33.

⁷⁰⁶ იხ. Flom, *Mergers & Acquisitions: The Decade in Review*, 54 U. Miami L.Rev., 2000, P. 753-772.

⁷⁰⁷ Halibozeck, Kovacich, *Mergers and Acquisition Security*, 2005, P. 4.

მთლიანი ქონების შესყიდვას ეხება, მაშინ მათ შორის სამოქალაქოსამართლებრივ ურთიერთობას კორპორაციულ-სამართლებრივი სახე მიეცემა და სტრუქტურდება ქონებრივი შექენა.⁷⁰⁸

ტრანზაქციათა სტრუქტურულ მოდელთა შორის მეორე ადგილზე აქციათა შექენაა. სახეუა კომპანიის წილობრივი შექენა, როდესაც აქციონერთა ან აქციონერთა ჯგუფის მიერ ხდება აქციათა შემქენისათვის მიყიდვა.⁷⁰⁹ მესამე პოზიციაზე შეიძლება წარმოდგენილ იქნეს შერწყმა, როგორც შექენის სახე.⁷¹⁰ 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 ჰომოგენური საფუძვლები

კორპორაციათა შორის ტრანზაქციათა დადებისა და შესრულების სპეციფიკური ეკონომიკურ-სამართლებრივი საფუძვლები არსებობს. ეკონომიკური კუთხით M&A-ის უპირველესი მიზანი ღირებულების ზრდაა.⁷¹¹ 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.⁷¹² საზოგადოება საბაზრო მაჩვენებლების კუთხით უნდა შეფასდეს. კომპანიის შეფასება, თავის მხრივ, ემსახურება აქციონერებისთვის *მომავალი სარგებლის დღევანდელი ღირებულების მაგნიტუდის მიახლოებულ გამოანგარიშებას* ტრანზაქციის ღირებულებასთან თანაფარდობით.⁷¹³ ამიტომ, შერწყმის დაწყების საფუძველთა შორის პირველ ადგილს იკავებს იმის განსაზღვრა, თუ რა ეკონომიკური სარგებელია მოსალოდნელი ტრანზაქციიდან. ეკონომიკური სარგებლის მისაღებად შექენის პედანტური ფინანსური⁷¹⁴ და სტრატეგიული დაგეგმარებაა⁷¹⁵ საჭირო.⁷¹⁶ წინააღმდეგ შემთხვევაში, განხორციელებულ კომბინაციათა კვალიფიციური ნაწილი კრახით

⁷⁰⁸ Swartz, Lee, The Corporate, Securities, and M&A Lawyer's Job, 2007, P.7.

⁷⁰⁹ Oesterle, Mergers and Acquisitions, 2006, P. 16.

⁷¹⁰ Swartz, Lee, The Corporate, Securities, and M&A Lawyer's Job, 2007, P.8.

⁷¹¹ Halibozek, Kovacich, Mergers and Acquisition Security, 2005, P. 1.

⁷¹² Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials, 2000, P. 58-61.

⁷¹³ Vishwanath, Krishnamurti, Value Drivers and Target Valuation, in: Mergers, Acquisitions, and other Corporate Restructuring, 2008, P. 63.

⁷¹⁴ Frensch, The Social Side of Mergers and Acquisitions, 2007, P.48-50.

⁷¹⁵ სტრატეგიულ დაგეგმარებას ესაჭიროება ფინანსები, ხოლო კორპორაციის არსებული რეალური ღირებულება სტრატეგიული დაგეგმარების შემოწმების მექანიზმად გამოიყენება (ასევე მოქმედია შერწყმის ვარიანტიც). იხ. Vishwanath, Krishnamurti, Real Options Analysis in Mergers and Acquisitions, in: Mergers, Acquisitions, and other Corporate Restructuring, 2008, P. 116.

⁷¹⁶ ფინანსურ და სტრატეგიულ დაგეგმარებას შორის სხვაობისთვის, იხ. Frensch, The Social Side of Mergers and Acquisitions, 2007, P. 48-49.

სრულდება. ემპირიული კვლევები ცხადყოფს, რომ შექმნილ საზოგადოებათა 74% ხელახლა იყიდება.⁷¹⁷

მომგებიანი ტრანზაქციის ეკონომიკური მხარე მარტივი ფორმულით გამოითვლება: საზოგადოებათა კომბინირებული ღირებულება⁷¹⁸ უნდა აღემატებოდეს გაერთიანებულ კომპანიათა (თითოეულის გამიჯნულად) ღირებულებათა ჯამს.⁷¹⁹ თუ ეს ანალიზი სიმეტრიული ინფორმაციის ბაზისზეა შესრულებული, ტრანზაქციის ინტეგრირებული შედეგები წარმატებულობის დადებითი კოეფიციენტის მაჩვენებელია. შექმნის წარუმატებლობა ანუ ჩავარდნა რეალური ეკონომიკური სარგებლის არარსებობაში მდგომარეობს.⁷²⁰

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*).⁷²¹

ეკონომიკურად მრავალგანზომილებიანი საფუძვლის გარდა, არსებობს სამართლებრივი საფუძვლები, რაც M&A-ის კონსტრუქტირებას უწყობს ხელს. მისი უპირველესი სახასიათო ელემენტია ის, რომ M&A სამართლის ქმნილებას⁷²² წარმოადგენს.⁷²³ 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.⁷²⁴ შედეგები, თავის მხრივ, აისახება ორი დიფერენცირებული კუთხით: კორპორაციული კონტროლის მოპოვებით კორპორაციის შიდა სტრუქტურული ელემენტების შეცვლის შესაძლებლობასა და შეცვლილ კორპორაციულ მართვაზე, როგორც

⁷¹⁷ Frensch, *The Social Side of Mergers and Acquisitions*, 2007, P. 19.

⁷¹⁸ კომბინირებული ღირებულება მეტი უნდა იყოს შექმნილი კომპანიის ღირებულებისა და სამიზნე საზოგადოების განცალკევებულ ღირებულებათა ჯამზე.

⁷¹⁹ Vishwanath, Krishnamurti, *Value Drivers and Target Valuation*, in: *Mergers, Acquisitions, and other Corporate Restructuring*, 2008, P. 63.

⁷²⁰ იხ. Frensch, *The Social Side of Mergers and Acquisitions*, 2007, P.15-17.

⁷²¹ Gilson, *Corporate Governance and Economic Efficiency*, in: *Aspects of Corporate Governance*, (edit. Isaksson, Skog), 1993, P. 131.

⁷²² Swartz, Lee, *The Corporate, Securities, and M&A Lawyer's Job*, 2007, P.8.

⁷²³ ამ შემთხვევაში მცირე დაკონკრეტებაა საჭირო: იგულისხმება შერწყმა, როგორც სამართლის ქმნილება, რადგან შექმნის მარტივი ფორმები ვალდებულებითი სამართლის პირმოა და ის უძველესი დროიდან გამოიყენება.

⁷²⁴ მეცნიერთა ნაწილი თვლის, რომ შერწყმისა და შექმნის საფუძვლებსა და მოტივებს 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.

საზოგადოების გარე სამართლებრივ-ეკონომიკურ ურთიერთობებში წარმოდგენის (გამოსვლის) შიდა კონტროლის ფასილიტატორზე.⁷²⁵ რაც შეეხება მესამეს, ის ეკვაიერი კომპანიის ინვესტორთა საინვესტიციო პორტფოლიოსა და სამეწარმეო საქმიანობის რისკების დივერსიფიცირებას უკავშირდება, განსაკუთრებით მაშინ, როდესაც საქმე კონგლომერირებულ გაერთიანებას ეხება⁷²⁶ და მიმართულია კომპანიის ლიკვიდურობის ზრდისკენ.⁷²⁷

საგადასახადო რეგულირების სამართლებრივ საფუძველად არსებობას რამდენიმე ნიუანსი აკვალიფიცირებს. *M&A* შეიძლება იყოს დაბეგვრადი ან ასეთი გადასახადისგან თავისუფალი.⁷²⁸ აშშ-ის სამართლებრივ სივრცეში,⁷²⁹ ამისათვის აუცილებელია, რომ კორპორაციათა შორის განხორციელებული კომბინაცია, სქემატურად, რეორგანიზაციას გაუტოლდეს.⁷³⁰ შესაბამისად, კონტროლირებად ტრანზაქციათა⁷³¹ შორის მათი კლასიფიცირება აადვილებს იმ მრავალ სამართლებრივ მექანიზმს შორის არჩევანის გაკეთებას, რომელიც შეიძენ ან სამიზნე საზოგადოებას შეიძლება უფრო მეტ სარგებელს უსახავდეს.⁷³² ამიტომ, საგადასახადო დაბეგვრისგან გათავისუფლების ან რაციონალიზების⁷³³ პერსპექტივა ერთ-ერთ მნიშვნელოვან მოტივატორს წარმოადგენს ტრანზაქციის, მაგალითად, შერწყმის ფორმით დასრულებისთვის.⁷³⁴

რაც შეეხება ტრანზაქციის შედეგად მენეჯმენტის შეცვლის შესაძლებლობას, როგორც *M&A*-ის ბაზისურ სტიგმას, ის მეორე საფუძველია, რომელიც, როგორც წესი, კომპანიაზე კონტროლის მოპოვების აპრიორი თანმდევი შედეგია.⁷³⁵ ამიტომ კორპორაციული სტრუქტურის შეცვლა, როგორც შექმნის მოტივატორი, განსაკუთრებული ხარისხით არ გამოირჩევა.⁷³⁶ ის, ძირითადად, გამოიყენება ეკონომიკური ღირებულების ზრდის ბერკეტად: შეიძენი საზოგადოების მენეჯმენტი სამიზნე საზოგადოების სუსტ მენეჯმენტს ათავისუფლებს და თვითონ წარმართავს კორპორაციულ მართვას იმგვარად, რომ სამიზნე საზოგადოების საბაზრო თუ საბაღანსო ღირებულება იზრდება.⁷³⁷ როგორც წესი, საფუძველთა შორის ზემოთ განხილული ეკონომიკური

⁷²⁵ *Gilson, Corporate Governance and Economic Efficiency*, 1993, P. 133.

⁷²⁶ *Frensch, The Social Side of Mergers and Acquisitions*, 2007, P. 48.

⁷²⁷ *Ravenscraft, Scheler, Mergers, Sell-offs, & Economic Efficiency*, 1987, P. 3.

⁷²⁸ *Auerbach, Reishus, The Impact of Taxation on Mergers and Acquisitions*, in: *Mergers and Acquisitions*, (edit. *Alan Auerbach*), 1988, P.71-74.

⁷²⁹ იხ. *Mehrotra, Mergers, Taxes, and Historical Materialism*, 83 *Ind. L.L.*, 2008, P. 881-916.

⁷³⁰ *Ginsburg, Levin, Mergers, Acquisitions, and Buyouts, A Transactional Analysis of the Governing Tax, Legal and Accounting Considerations*, Vol. 2, 2003, chap. 6, P.7.

⁷³¹ *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.

⁷³² შეად. *Burke, Federal Income Taxation of Corporations and Stockholders*, 6th ed., 2007, P. 425-428.

⁷³³ 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.

⁷³⁴ *Frensch, The Social Side of Mergers and Acquisitions*, 2007, P.48.

⁷³⁵ შესაძლებელია მენეჯმენტი არ შეიცვალოს, თუმცა ეს იშვიათ შემთხვევაშია მოსალოდნელი და, როგორც წესი, არ ხდება.

⁷³⁶ იმ შემთხვევის გარდა, თუ მტრულ დაუფლებას არ ეხება საკითხი.

⁷³⁷ *Raghvendra Rau, The Empirical Evidence on Mergers*, in: *Mergers, Acquisitions, and other Corporate Restructuring*, 2008, P. 229.

და სამართლებრივი საფუძვლები დომინირებენ. ისინი შექმნისა და შერწყმის საკვანძო 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 შექმნა. სისტემურად და გასაგებად განმარტებული ტერმინები საჭიროა ისეთი კომპლექსური ფენომენის ანალიზისთვის, როგორცაა M&A. მისი არსის სტიგმატიზირებული კონცეფციის თანახმად, ის არის ერთი კომპანიის მიერ მეორე კომპანიის სრული ან ნაწილობრივი შექმნა,⁷³⁸ ან მთლიანის ან ნაწილის⁷³⁹ შესყიდვა.⁷⁴⁰ ერთი კომპანიის მიერ მეორის შექმნა, ეტიმოლოგიურად, შეიძლება განიმარტოს როგორც დაუფლება (*Take-over*). კლასიკურად, დაუფლებით შექმნას ადგილი აქვს მაშინ, როდესაც სამიზნე საზოგადოება კოტირებულია საფონდო ბირჟაზე და მის აქციონერებთან წვდომა შემთავაზებელს შექმნის შესახებ საჯარო შეთავაზების მექანიზმით აქვს, როდესაც სამიზნე საზოგადოების აქციონერების ერთგვარ წაქეზებას აკეთებს, რათა მათ (მეწილეებმა) შემთავაზებელს მიყიდონ თავიანთი აქციები.⁷⁴¹ თითოეული ტრანზაქცია გამოირჩევა სიდიდითა და კომპლექსურობით. გარდა ამისა, არსებობს უამრავი განმარტება. მაგალითად, ორი ფირმის გაერთიანება არის ნებაყოფლობითი გაერთიანება ეკონომიკურად მსხვილი კომპანიის ჩამოსაყალიბებლად მათი დაფარვის ზონაში არსებულ⁷⁴² სამეწარმეო საქმიანობის მთლიან სექტორსა თუ მის რომელიმე ნაწილში.⁷⁴³ სხვა განმარტების თანახმად, ორ საზოგადოებას შორის კომბინაცია არის შექმნის მიერ საკუთრების უფლების სრული ან ნაწილობრივი შექმნა სამიზნე საზოგადოებაში სამიზნე საზოგადოების ქონების გადაცემით (*asset deal*) თუ აქციათა გადაცემის მექანიზმის გამოყენებით (*share deal*).^{744,745}

⁷³⁸ შეად. Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3th ed., Vol. 4, 2010, P. 18.

⁷³⁹ Halibozeck, Kovacich, Mergers and Acquisition Security, 2005, P. 4.

⁷⁴⁰ აშშ-ში SEC ოფიციალურად განმარტავს ნასყიდობას, რომელიც მოიცავს ნებისმიერ ნასყიდობის ხელშეკრულებას ან ფასიანი ქაღალდის ან ფასიან ქაღალდში წილის განაწილებას, რომელსაც გააჩნია ეკონომიკური ღირებულება. იხ. Hazen, The Law of Securities Regulation, 6th ed., 2009, P. 241.

⁷⁴¹ Horn, Cross-Border Mergers and Acquisitions and the Law: An Introduction, in: Cross-Border Mergers and Acquisitions and the Law, (edit. Horn), 2001, P. 4.

⁷⁴² საუბარია თითოეული კომპანიის მოქმედების დაფარვის გეოგრაფიულ არეალზე.

⁷⁴³ Frensch, The Social Side of Mergers and Acquisitions, 2007, P. 23.

⁷⁴⁴ Frensch, The Social Side of Mergers and Acquisitions, 2007, P. 23-24.

⁷⁴⁵ აქვე აღსანიშნავია, რომ *share deal* წილობრივ ანუ აქციიდან გამომდინარე უფლება-მოვალეობათა გადასვლას მოიცავს, ხოლო *asset deal* ქონებრივ შექმნათა 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

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.⁷⁴⁶ საერთო კონტროლი მიმავრთებელი კომპანიის აქციონერთა ხელშია. ის შეიძლება მიღწეულ იქნეს შექმნით ან დაუფლებით, როგორც ზემოთ აღინიშნა. ტრანზაქციის შესახებ გადაწყვეტილების მიმღები (მენეჯმენტი, აქციონერები) ორგანო/პირები აქციონერებზე დაყრდნობით კონტროლირებად საზოგადოებაში ყოფნით კმაყოფილნი არიან და სურთ შექმნილ საზოგადოებაში დარჩენა. ტრანზაქციის შედეგად, იქმნება კომპანიათა გაფართოებული ჯგუფი.⁷⁴⁷ 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 მიმავრთებელ საზოგადოებას შეერწყმება.⁷⁴⁸

არსებობს „შერწყმა თანასწორთა შორის“.⁷⁴⁹ მისი არსი ტექნიკურ მხარეში მდგომარეობს: ტრანზაქციაში მონაწილე ორივე კორპორაცია, თეორიულად, განიხილება თანასწორუფლებიან მხარედ და ორივე მხარის აქციონერების მიმართ თანაბრად კეთდება ახალი კომპანიის ან პოლდინგური კომპანიის აქციების შეთავაზება.⁷⁵⁰ 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.⁷⁵¹ 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.⁷⁵² მოკლედ, ტერმინთა თეზისური განმარტება მის შინაარსობრივად განმახორციელებელ მექანიზმთა სქემატურ განხილვაზე

გააჩნია. იხ. Swartz, Lee, *The Corporate, Securities, and M&A Lawyer's Job*, 2007, P.7; Haas, *Corporate Finance*, 2011, P. 39-40. შეად. ქორია, ქერაშვილი, *Mergers & Acquisitions – საწარმოთა შერწყმა და შექმნა (სამართლებრივი საფუძვლები)*, „სამართლის ჟურნალი, №1, 2012, გვ. 166-167.

⁷⁴⁶ 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.

⁷⁴⁷ Horn, *Cross-Border Mergers and Acquisitions and the Law: An Introduction*, 2001, P. 4.

⁷⁴⁸ Horn, *Cross-Border Mergers and Acquisitions and the Law: An Introduction*, 2001, P.5.

⁷⁴⁹ „merger between equals”.

⁷⁵⁰ Frensch, *The Social Side of Mergers and Acquisitions*, 2007, P. 25.

⁷⁵¹ „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.

⁷⁵² 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.

გადასვლის და ამ მექანიზმთა ანალიზის სრულფასოვან საშუალებას იძლევა.

დაბოლოს, ხაზგასმით უნდა აღინიშნოს, რომ ნაშრომის მიზანი შერწყმის და შექმნის პროცესუალური და ნიუანსირებული ანალიზი არ არის, ანუ მისი პრაქტიკული შესრულების ისეთი მექანიზმები, როგორც წინასწარი შეთანხმება, უზრუნველყოფის საშუალებაზე დათქმა, კონფიდენციალობის მემორანდუმი, აუდიტორული შემოწმების განხორციელების დეტალური მექანიზმი და ეტაპები, ხელშეკრულების შედგენა, სახელშეკრულებო კონდიციათა განსაზღვრა და ხელმოწერა. შერწყმა და შექმნა სს-ის სტრუქტურული ცვლილების საფუძვლად არის აღებული, რომელთა პროცესუალური განხორციელების დეტალები კვლევის არსს ცდება. შექმნა-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 პოსტრანზაქციული მდგომარეობა – შედეგების რეალიზება. თუმცა, M&A-ის დაწყების, განვითარებისა და იმპლემენტირების პროცედურული ჯაჭვის სქემატურ-დიაგრამული გაშლა მისი არსის სრულფასოვან სურათს შექმნის.⁷⁵³

⁷⁵³ 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	მოტივირება
ძირითადი მოქმედებები	<ul style="list-style-type: none"> • ბიზნეს სტრატეგიების წარმოდგენა • განვითარების სტრატეგიის ჩამოყალიბება • შექმნის კრიტერიუმების განსაზღვრა • დადგენილი სტრატეგიების იმპლემენტაციის დაწყება 	<ul style="list-style-type: none"> • სამიზნე კომპანიებისა და ბაზრების იდენტიფიცირება • სამიზნე საწარმოს შერჩევა • წინარე შეთანხმების საკითხები • M&A-ის გეგმის განვითარება • ინფორმაციის გასაიდუმლოება 	<ul style="list-style-type: none"> • DD ანალიზის მართვა: <ul style="list-style-type: none"> • ფინანსური • კულტურული • სამართლებრივი • გარემოს დაცვასთან დაკავშირებული • საექსპლოატაციო • ინტელექტუალური კაპიტალის • კვლევის შედეგების შეუამება • ინტეგრირების წინასწარი გეგმის ჩამოყალიბება • მოლაპარაკების პარამეტრების განსაზღვრა 	<ul style="list-style-type: none"> • ხელშეკრულების ასპექტების პუნქტობრივი ჩამოყალიბება: <ul style="list-style-type: none"> • სამართლებრივი • სტრუქტურული • ფინანსური • ინტეგრაციის გუნდის გარანტირება • ტრანზაქციის დახურვა 	<ul style="list-style-type: none"> • ინტეგრაციის გეგმის დასრულება და სისრულეში მოყვანა <ul style="list-style-type: none"> • სტრუქტურა • პროცესი • ადამიანები • სისტემები 	<ul style="list-style-type: none"> • ორგანიზაციული ბერკეტების ბიზნეს სტრატეგიებით გრძელვადიანი დაგეგმარება • სამომავლო ორგანიზაციული წარმატებების ხელშეწყობისთვის <ul style="list-style-type: none"> • წესები და პოლიტიკა • მიზნები და ღონისძიებები • ჯილდოები და მოწონება • პრაქტიკული სწავლება • კომუნიკაციები • ბაჟი და ნორმები • ორგანიზაციული სტრუქტურა • ცერემონიები და ღონისძიებები • მენეჯმენტის მოქმედებები • მატერიალური გარემო ვითარება
სადავო საკითხები და რისკები	<ul style="list-style-type: none"> • შეფასებები • ინფორმაციის/საბაზრო წყაროები • შინაარსი • კომპეტენციები • მომხმარებლები • ქვეყნები • კაპიტალი • სიმძლავრე 	<ul style="list-style-type: none"> • ღირებულება/ინვესტირების უკუშეგება • სტრატეგიული თავსებადობა • კულტურული თავსებადობა • სინქრონულობა • ხელმძღვანელების თავსებადობა • პოტენციური სინერგიზმი • ფუნქციონირების ხანგრძლივობა 	<ul style="list-style-type: none"> • ვალდებულებები • ადამიანური კაპიტალის შენარჩუნება • ადამიანური კაპიტალის შემცირება • ფინანსური ასპექტების შენარჩუნების ხანგრძლივობა • ინტეგრირების ძირითადი საკითხები • სინერგიზმი და მასშტაბის ეკონომია • ინვესტირების უკუშეგება 	<ul style="list-style-type: none"> • ფასი • შესრულება • ადამიანები • დაცულობა • მმართველობა 	<ul style="list-style-type: none"> • სისწარაფე • უთანხმოება • ღირებულება • წლიური შემოსავლები • შედეგები • აღქმა/წარმოდგენები: <ul style="list-style-type: none"> • აქციონერების • საზოგადოების • მომხმარებლების • თანამშრომლების 	<ul style="list-style-type: none"> • ორგანიზაციული სრულყოფა, ცვლილებები • ინდუსტრიული ევოლუცია • კონკურენციის წნეხი • სამუშაო ძალის მუდმივი ცვლა, რასაც დემოგრაფიული და მერყევი პრეფერენციები განაპირობებს

3.4. კორპორაციის შექმნა, მასში მონაწილე სუბიექტები და შესრულების ფორმები

3.4.1. კორპორაციათა შექმნა

კორპორაციათა შორის შექმნის⁷⁵⁴ ტრანზაქციის განხორციელების მრავალი ინსტრუმენტი არსებობს მასში მონაწილე სუბიექტთა სიმრავლესთან ერთად. საერთო ჯამში, კორპორაციათა შორის მატერიალური თუ არამატერიალური ქონებრივი სიკეთის შესახებ დადებული ყველა ტრანზაქცია, ფაქტობრივად სიკეთეთა გადასვლის მექანიზმია. მათ, ზოგადად, შექმნა შეიძლება ეწოდოს. შესყიდვა ან ქონების გაყიდვა შესაძლებელია გამოყენებულ იქნეს არა მარტო სამეწარმეო საქმიანობის გაფართოების ან სხვა კომპანიის შესაძენად, არამედ ნებაყოფლობითი რეორგანიზაციის ან რეკაპიტალიზაციის⁷⁵⁵ მეთოდად.⁷⁵⁶ ქონების ან აქციების შესყიდვა კორპორაციულ კომბინაციათა შორის განსხვავებული დიქტომიით გამოირჩევა. მისი შინაარსობრივი დატვირთვა კორპორაციათა შორის ტრანზაქციის სტრუქტურირების იმგვარ მეთოდში მდგომარეობს, როდესაც ორი გასაერთიანებელი⁷⁵⁷ საზოგადოება შეთანხმების საფუძველზე ფუნდამენტურ სტრუქტურულ ცვლილებას ახორციელებს ისე, რომ თითოეული მათგანი სამართალსუბიექტობას ინარჩუნებს.⁷⁵⁸ მეორე მიმართულება გამოიხატება შექმნის მიერ სამიზნე საზოგადოებაში შესასყიდი ქონებისა და, შესაბამისად, ვალდებულებათა კონტროლის საშუალებაში, რაც განსხვავებულია სხვა ტიპის ტრანზაქციათა სტრატეგიებისგან.⁷⁵⁹

მოკლედ, თავად შერწყმა შესყიდვასთან ერთად მიერთების სახეობაა. თუმცა, მათ შორის რადიკალური სხვაობაც არსებობს როგორც სამართლებრივი, ისე ტექნიკური თვალსაზრისით.⁷⁶⁰ ისინი და მათი თანმდევი შედეგები ფორმათა განხილვის პარალელურად უნდა იქნეს განხილული. თავად შექმნის სახეებიდან გამოსაყოფია ქონებრივი შექმნა ფულით,⁷⁶¹ ქონებრივი შექმნა აქციებით,⁷⁶² წილობრივი (აქციური) შექმნა ფულით⁷⁶³ და წილობრივი შექმნა აქციათა საშუალებით⁷⁶⁴.⁷⁶⁵ შექმნისა

⁷⁵⁴ Mergerstat-ის განმარტებით, კორპორაციული შექმნა არის კომპანიის მინიმუმ 10%-ის საჯაროდ გაცხადებული ტრანსფერი, 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.

⁷⁵⁵ *Gevurtz, Corporation Law*, 2th ed., 2010, P. 779-782. რეკაპიტალიზაციის მეთოდად გამოიყენება პრივილეგირებული აქციების რეფინანსება, რომელიც მიიღწევა მხოლოდ შექმნისთვის შექმნილი კომპანიისთვის სამიზნე საზოგადოების ქონების მიყიდვით შექმნი საზოგადოების აქციათა 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).

⁷⁵⁶ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3th ed., Vol. 4, 2010, P.9.

⁷⁵⁷ იქნება ეს სამეწარმეო საქმიანობის, წარმოებისა თუ აქციათა გაერთიანება.

⁷⁵⁸ *Clark, Corporate Law*, 1986, P. 405.

⁷⁵⁹ *Haas, Corporate Finance*, 2011, P. 571-572.

⁷⁶⁰ *Clark, Corporate Law*, 1986, P. 402-406.

⁷⁶¹ *cash-for-asset-acquisition*.

⁷⁶² *stock-for-asset-acquisition*.

⁷⁶³ *cash-for-stock-acquisition*.

⁷⁶⁴ *stock-for-stock-acquisition*.

⁷⁶⁵ *Oesterle, Mergers and Acquisitions*, 2006, P. 10-20. შეად. *Clark, Corporate Law*, 1986, P. 418-420.

და შერწყმის ტრანზაქციის სახეთა სტრუქტურისა და მისი შედეგების განხილვამდე, აუცილებელია კორპორაციულ კომბინაციათა პროცესში მონაწილე სუბიექტთა დიამეტრული გამიჯვნა.

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“ ინაწილებს⁷⁶⁶ 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.⁷⁶⁷

3.4.2.1. საინვესტიციო ბანკები

საქართველოში ნებადართულია რეგულირებადი და არარეგულირებადი საინვესტიციო ფონდების⁷⁶⁸ დაფუძნება და საქმიანობა.⁷⁶⁹ 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 გამუდმებულ დაკვირებასა და კვლევას აწარმოებენ საფონდო ბირჟის შესაფერისი *M&A*-ის „წყვილთა“⁷⁷⁰ გამოსავლენად.⁷⁷¹ შემდეგ ისინი კავშირს ამყარებენ

⁷⁶⁶ *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5th ed., 2010, P. 24-30.

⁷⁶⁷ აღნიშნულ მონაწილე სუბიექტთა კლასიფიცირება კაპიტალის ბაზარზე ფუნქციონირებად საზოგადოებათა მიმართ რანგირებულ შკალას წარმოადგენს.

⁷⁶⁸ 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.

⁷⁶⁹ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონი, 43¹ მუხლის პირველი პუნქტი.

⁷⁷⁰ კომპანიათა შორის არჩევანის გაკეთება ერთ-ერთი ურთულესი საქმეა. მაგალითად, 1974 წლის მონაცემთა რეკორდული, როდესაც *Airwick*-ის ინდუსტრიის შექმნამდე *Ciba-Geigy*-მ 18 000-მდე კომპანია განიხილა, როგორც პოტენციური სამიზნე ობიექტი. იხ. *Vishwahath, Krishnamurti, Searching for Acquisitions*, 2008, P. 26.

შერწყმის ან შექმნის პოტენციურ კანდიდატთა შორის და წარუდგენენ მათ ტრანზაქციის ღირებულებას.⁷⁷² ისინი უზრუნველყოფენ სტრატეგიულ და ტაქტიკურ რჩევებს შექმნის განხორციელების შესაძლებლობებზე; ამოწმებენ პოტენციურ მყიდველს (*screening*) *due diligence*-ის პროცედურის მხარდაჭერით, სთავაზობენ მათ ხელშეკრულებას და პოტენციურ მხარეებს ტრანზაქციის სტრუქტურებაში ეხმარებიან.⁷⁷³ საბოლოოდ, ისინი შუამავლებისა და, ზოგჯერ, ბროკერ-დილერის ფუნქციებსაც ითავსებენ.⁷⁷⁴ ამასთან, აღნიშნული ფუნქციების განხორციელებისთვის საინვესტიციო ბანკები იღებენ ჰონორარს,⁷⁷⁵ რომელიც დამოკიდებულია ტრანზაქციის ღირებულებაზე, თუმცა ის, როგორც წესი, დასადები ხელშეკრულების 1-2%-ს უდრის ხოლმე.⁷⁷⁶

პარალელურად, რაც უფრო მსხვილია მოსალოდნელი ტრანზაქცია, მით უფრო დიდი საინვესტიციო კომპანიაა საჭირო.⁷⁷⁷ ასეთ დროს, ხშირად, გამოიყენება სინდიკატური საინვესტიციო ბანკები, რომლებიც კონკრეტული პირობებით თანხმდებიან შემქმნი კორპორაციისგან ახლად გამოშვებული ფასიანი ქაღალდების შესყიდვაზე,⁷⁷⁸ რომელიც, თავის მხრივ, შემქმნის 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 წყაროს⁷⁷⁹ წარმოადგენს.⁷⁸⁰ აუდიტორული კომპანია, როგორც წესი, იურიდიული პირია, რომელიც ოპერირებს კაპიტალის ბაზარზე, ახორციელებს სახელშეკრულებო ნებაყოფლობით

⁷⁷¹ Horn, Cross-Border Mergers and Acquisitions and the Law: An Introduction, 2001, P.6.

⁷⁷² ე.წ. *Fairness Opinion Letter*. ეს არის მესამე პირის მიერ წერილობით ჩამოყალიბებული და ხელმოწერილი დოკუმენტი, რომელიც შეთავაზებული ხელშეკრულების ღირებულების შესაბამისობას ადასტურებს ისეთი ტრანზაქციებისთვის, როგორც არის შერწყმა, ქონების შექმნა, სატენდერო შეთავაზება და *LBO*. იხ. *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5th ed., 2010, P.25.

⁷⁷³ *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5th ed., 2010, P. 25.

⁷⁷⁴ *Vishwahath, Krishnamurti, Searching for Acquisitions*, 2008, P. 26-28.

⁷⁷⁵ 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.

⁷⁷⁶ *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5th ed., 2010, P. 25.

⁷⁷⁷ 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.

⁷⁷⁸ *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5th ed., 2010, P. 26.

⁷⁷⁹ 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.

⁷⁸⁰ *Horn, Cross-Border Mergers and Acquisitions and the Law: An Introduction*, 2001, P. 7.

თუ სავალდებულო აუდიტს⁷⁸¹ და წარმოადგენს ფინანსური ანგარიშგებისა და ბუღალტრული აღიჯვის აუდიტს.⁷⁸² ნებისმიერი შექენა იწყება *due diligence*-ის პროცედურებით, რომელსაც, როგორც წესი, გამყიდველი კორპორაცია აწარმოებს იმისთვის, რომ გასაყიდი ფასი დაფიქსირდეს.⁷⁸³ მათ ფუნქციაში შედის მრავალწახნაგიანი ტრანზაქციის დადების შესაძლო ვარიანტიდან ოპტიმალური საგადასახადო და ფინანსური სტრუქტურის შეთავაზება და უზრუნველყოფა.⁷⁸⁴ ფინანსური თუ სამართლებრივი აუდიტის 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 შემქენი/მიმართებელი კომპანიის მენეჯმენტისა და აქციონერების როლი, ინსტიტუციონალური ინვესტორებისა და *Hedge* ფონდების ფუნქციონალური მხარე.⁷⁸⁵

3.4.2.3. ინსტიტუციონალური ინვესტორები, *Hedge* ფონდები და კერძო ფონდები⁷⁸⁶

გამორჩეულია ინსტიტუციონალური ინვესტორების ფუნქციონალური დატვირთვა *M&A*-ის პროცესში.⁷⁸⁷ ისინი, კაპიტალის ბაზრის საშუალებით, ტრანზაქციათა დაფინანსებასა და მომხმარებელთა პროფილის შექმნას უზრუნველყოფენ,⁷⁸⁸ რომლებიც ორიენტირებული არიან საშუალო და მსხვილი კომპანიების სასესხო თუ საკუთარი კაპიტალით დაფინანსებაზე.⁷⁸⁹ მსხვილი ტრანზაქცია ინსტიტუციონალური ინვესტორისგან მსხვილ კაპიტალს მოითხოვს, რასაც ისინი ერთგვარი ანაზღაურების კუთხითაც უკეთებენ უტილიზაციას.⁷⁹⁰ თუ აქციათა საკონტროლო პაკეტის შექენა დგას დღის

⁷⁸¹ 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.

⁷⁸² აუდიტორულ ფირმათა საქმიანობას 2012 წლის 31 დეკემბრამდე არეგულირებდა „აუდიტორული საქმიანობის შესახებ“ საქართველოს კანონი. 2013 წლის 1 იანვრიდან ამოქმედდა საქართველოს კანონი „ბუღალტრული აღრიჯვისა და ფინანსური ანგარიშგების აუდიტის შესახებ“.

⁷⁸³ 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.

⁷⁸⁴ გამონაკლისია „მტრული დაუფლების“ შესახებ შეთავაზების ეტაპი, როდესაც, ფაქტობრივად, გამორიცხებულია *due diligence*-ის განხორციელება. იხ. *Horn, Cross-Border Mergers and Acquisitions and the Law: An Introduction*, 2001, P. 8.

⁷⁸⁵ *Horn, Cross-Border Mergers and Acquisitions and the Law: An Introduction*, 2001, P.6-7.

⁷⁸⁶ private equity funds.

⁷⁸⁷ მაგალითად, აშშ-ის ფასიანი ქაღალდების კომისიის მიერ გასულ საუკუნეში ჩატარებული ემპირიული კვლევები ინსტიტუციონალურ ინვესტორთა მსხვილ კაპიტალურ საკუთრებაზე მიუთითებს, რომელიც მტრული შექენის დროს სამიზნე საზოგადოების წინააღმდეგ გამოიყენებოდა. იხ. *The Office of Economic Analysis, SEC, Institutional Ownership, Tender Offers and Long-Term Investments*, 1985, P. 1-23.

⁷⁸⁸ *Vishwahath, Krishnamurti, Cross-Border acquisitions*, 2008, P. 187.

⁷⁸⁹ *Pomerleano, Introduction*, 2005, P. XLVII.

⁷⁹⁰ ე.წ. *offsetting effect*.

წესრიგში, მაშინ ინსტიტუციონალური ინვესტორი ცდილობს გამყიდველისგან ერთგვარი ფასდაკლების მიღებას გასაყიდ აქციათა პაკეტზე.⁷⁹¹ ინსტიტუციონალურ ინვესტორთა კატალოგი შედგება საჯარო და კერძო საპენსიო ფონდების, სადაზღვევო კომპანიების, ბანკის სატრასტო დეპარტამენტებისა და ე.წ. *mutual* ფონდებისგან.⁷⁹² იმ შემთხვევაში, როდესაც ინსტიტუციონალური ინვესტორები ხდებიან ამა თუ 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*.^{793 794}

რაც შეეხება *Hedge* ფონდებსა⁷⁹⁵ 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* ფონდებსა⁷⁹⁶ და კერძო სექტორს⁷⁹⁷ ინვესტიცია აქვთ განხორციელებული, პორტფოლიო კომპანიებს უწოდებენ.⁷⁹⁸ თავის მხრივ, საპენსიო ფონდები და სადაზღვევო კომპანიები ინვესტიციებს იმ კორპორაციებში ანიჭებენ უპირატესობას, სადაც *hedge* ფონდებს აქვთ კაპიტალი დაბანდებული.⁷⁹⁹ მოკლედ, ზემოაღნიშნული სუბიექტები

⁷⁹¹ *Gaughan, Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, 5th ed., 2011, P. 566.

⁷⁹² *Fairfax, Shareholder Democracy*, 2011, P. 53; *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5th ed., 2010, P. 27.

⁷⁹³ *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5th ed., 2010, P. 98.

⁷⁹⁴ 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, 43¹ მუხლი). მათი დაფუძნება მეწარმეთა შესახებ კანონის მიხედვით ხდება.

⁷⁹⁵ *Cooper, Ramsey, A Hedge Fund Perspective*, in: *Swaps & Other Derivatives in 2003*, (chair *Rosen*), 2003, P. 215-221.

⁷⁹⁶ *Fairfax, Shareholder Democracy*, 2011, P. 53-58.

⁷⁹⁷ *Macey, Corporate Governance*, 2008, P. 241-251.

⁷⁹⁸ *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5th ed., 2010, P.27-28.

⁷⁹⁹ *Hedge fund*-ის პარალელურად უნდა განიხილოს *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, როგორც სასესხო ფასიანი ქაღალდი, აქცია, ოპციონები და ფიუჩერსებია. *Hedge* ფონდის მაღალი რისკის შემცველი სტრატეგია მოიცავს კორპორაციის რესტრუქტურისა (მაგალითად, რესტრუქტურის სასესხო დაფინანსებას (*LBO*)) და საკრედიტო დერივატივებს. *Hedge* ფონდის ინვესტორებს გაცილებით ხშირი შემხებლობა 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.

აქტიურ როლს ასრულებენ შერწყმის და შექმნის ტრანზაქციათა ფორმირებაში. ისინი სპეციფიკური (*sue generis*) გაერთიანებებია, თუმცა, ფუნქციური თვალსაზრისით, ჰომოგენურობით გამოირჩევიან.

3.4.3. კორპორაციათა შექმნის სამართლებრივი ფორმები, მექანიზმები და ფინანსური ასპექტები

ტრანზაქციის სტრუქტურის ჰეტეროგენული ხასიათი მის სამართლებრივ ფორმას განაპირობებს. ტრანზაქციის შექმნით ფორმირებას რამდენიმე გასხვავებული წინაპირობა აქვს. წინაპირობები განსხვავდებიან შემქმნი საზოგადოებისა და სამიზნე საზოგადოების პერსპექტივიდან. შემქმნი საზოგადოების მენეჯმენტს თუ სურს კონკურენტი საწარმოს შესყიდვა⁸⁰⁰ ან წარმოების ან ეკონომიკური სპექტრის გაფართოება და არ სურს საკანონმდებლო რეგულაციების⁸⁰¹ ქვეშ მოხვედრა,⁸⁰² ის ახორციელებს სამიზნე საზოგადოების შესყიდვას.⁸⁰³ თავის მხრივ, სამიზნე საზოგადოებას შესაძლოა არ სურდეს გადახდისუუნარობის საქმის წარმოების და იძულებითი ლიკვიდაციის დაწყება და იწყებს შემქმნი კომპანიის მოძიებას ქონების

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 არაკოტირებულ, დახურულ კომპანიათა ფასიან ქაღალდებში. ინვესტიციის თავდაპირველ პერიოდად განისაზღვრება ორი-სამი წელი, ხოლო 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 რესტრუქტურისაციას. 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*, 5th ed., 2010, P. 28-29.

⁸⁰⁰ 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 შექმნას, რომელიც ბაზარზე მონოპოლიური მდგომარეობის მოპოვებისკენ არის მიმართული ან ამცირებს კონკურენტუნარიან გარემოს. იხ. *ABA Section of Antitrust Law, Mergers and Acquisitions*, 3th ed., 2008, P.2-8.

⁸⁰¹ არსებობს ერთი გამონაკლისი: თუ შემქმნი საზოგადოება სამიზნე საზოგადოების აქციებს ნაღდი ფულით ყიდულობს, მაშინ ის არ ჯდება გადასახადისგან თავისუფალ ტრანზაქციათა კატეგორიებში (*IRC, SEC.368 (a)*), რადგან საგადასახადო ვალდებულებებისგან გათავისუფლებული რეორგანიზაცია მოიცავს მხოლოდ აქციების შექმნას ხმის მიცემის უფლების მქონე აქციების სანაცვლოდ და არა ნაღდი ფულით შექმნას. შესაბამისად, ასეთი ტრანზაქცია იბეგრება აშშ-ის საგადასახადო კანონმდებლობის თანახმად. იხ. *Klein, Coffee, Business Organization and Finance*, 10th ed., 2007, P. 223; *Burke, Federal Income Taxation of Corporations and Stockholders*, 6th ed., 2007, P. 242-244.

⁸⁰² იგულისხმება ტრანზაქციის ნორმატიული რეგულირება, რადგან შექმნის 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*, 3th ed., Vol. 4, 2010, P. 7.

⁸⁰³ *Gevurtz, Corporation Law*, 2th ed., 2010, P. 692.

გაყიდვის ხელშეკრულების დასადგებად.⁸⁰⁴ შესყიდვის დროს ხდება სამიზნე საზოგადოების მთლიანი ან თითქმის მთლიანი ქონების შექმნა⁸⁰⁵ ისე, რომ კომბინაციაში მონაწილე ორივე კორპორაცია ინარჩუნებს სამართალსუბიექტობას.⁸⁰⁶ ხელშეკრულების საგანი სამიზნე საზოგადოების ინდივიდუალიზირებული ქონებაა მისი მატერიალური თუ არამატერიალური ქონებრივი სიკეთით.⁸⁰⁷ შესაბამისად, შექმნის ხელშეკრულება კომპლექსური ხასიათის შეთანხმებას წარმოადგენს.⁸⁰⁸ მის კომპლექსურობას განაპირობებს კომბინაციაში მონაწილე საზოგადოებათა მიერ სავალდებულო მოთხოვნათა დაცვა. კერძოდ, ორივე საზოგადოების ბორდი მონაწილეობს შეთანხმების მიღწევაში: ფასის განსაზღვრა, ანაზღაურების სახეობაზე შეჯერება,⁸⁰⁹ გარანტიებსა და სხვა გარემოებებზე შეთანხმება.⁸¹⁰

შექმნის ტრანზაქციის დამტკიცება ცალკე დილემას წარმოადგენს. პრობლემის ორ სხვადასხვა პოლუსს ხმის მიცემის პროცედურა და შეთანხმების ოფციური ხასიათი განაპირობებს. შექმნის დროს, ეკვაიერი საზოგადოება მოქმედებს დირექტორთა საბჭოს მეშვეობით და მას, როგორც წესი, აქციონერთა თანხმობა არ სჭირდება სამიზნე საზოგადოების ქონების შესაძენად.⁸¹¹ შემქმნისგან განსხვავებით, სამიზნე საზოგადოების ბორდი განსაზღვრავს (და ამტკიცებს აქციონერთა საერთო კრებაზე წარდგენამდე) ქონების გაყიდვის შესახებ ტრანზაქციის დებულებებს,⁸¹² ხოლო აქციონერთა საერთო კრება იწონებს (კენჭს უყრის) მას⁸¹³ იმ შემთხვევაში,⁸¹⁴ თუ ქონების გაყიდვა კორპორაციის

⁸⁰⁴ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3th ed., Vol. 4, 2010, P. 10.

⁸⁰⁵ *Cox, Hazen, Business Organizations Law*, 3th ed., 2011, P. 611-612. M.B.C.A. §12.01, Official Comment, 2009.

⁸⁰⁶ *Fletcher Cyclopedic of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2009, §7044, P. 25.

⁸⁰⁷ *Swartz, Lee, The Corporate, Securities, and M&A Lawyer's Job*, 2007, P.7.

⁸⁰⁸ *Gevurtz, Corporation Law*, 2th ed., 2010, P. 693.

⁸⁰⁹ შექმნის საშუალების განსაზღვრა – ნაღდი ფულის თუ აქციების სანაცვლოდ – რამდენიმე მნიშვნელოვან ფაქტორზეა დამოკიდებული: უნდა შეფასდეს შემქმნი 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 შექმნა, 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.

⁸¹⁰ *Swartz, Lee, The Corporate, Securities, and M&A Lawyer's Job*, 2007, P. 7-11; *Gevurtz, Corporation Law*, 2th ed., 2010, P. 693.

⁸¹¹ საკმარისია მხოლოდ ბორდის მიერ ტრანზაქციის დამტკიცება. იხ. *Cox, Hazen, Business Organizations Law*, 3th ed., 2011, P. 607-608. თუმცა, განსხვავებული პოზიცია მდგომარეობს „თანაბარი ზომის“ კომპანიათა შორის შექმნის ფორმირებისას. არსებობს მოსაზრება, რომ მათი თანაბარეკვივალენტური ქონებრივი მდგომარეობა შემქმნი საზოგადოების აქციონერთა კრების თანხმობასაც ხდის სავალდებულოს. შეად. *Clark, Corporate Law*, 1986, P. 416.

⁸¹² შესაბამისად, მოქმედებას იწვევს დირექტორთა ფიდუციური მოვალეობები. იხ. *Radin, The Business Judgment Rule*, 6th ed., Vol. III, 2009, P. 457-534; *Haas, Corporate Finance*, 2011, P. 672-676.

⁸¹³ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3th ed., Vol. 4, 2010, P. 13-14.

საოპერაციო საქმიანობისთვის რაოდენობრივად მნიშვნელოვანია, სცდება ჩვეულებრივი საქმიანობის ფარგლებს⁸¹⁵ და საფრთხეს უქმნის საზოგადოების საქმიანობასა და არსებობას.⁸¹⁶ პარალელურად, შესაძლებელია ტრანზაქცია კომპანიის ღირებულების ნახევარზე მეტს არ წარმოადგენდეს, მაგრამ შეადგენდეს მის სუბსტანციურ ნაწილს და მოითხოვდეს აქციონერთა საერთო კრების მიერ მის მოწონებას.⁸¹⁷

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 გამსხვისებლის, ისე შემქმნი კომპანიის საერთო კრების კომპეტენციაში გაწერს გადაწყვეტილების მიღების უფლებამოსილებას.⁸¹⁸ ანგარიშვალდებულ საწარმოში სამეთვალყურეო საბჭოს არსებობის პირობებში, ასეთი გადაწყვეტილების მიღება (ქონებრივი გასხვისება) მხოლოდ სამეთვალყურეო საბჭოს თანხმობით არის შესაძლებელია.⁸¹⁹

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

⁸¹⁴ აქ იმ შემთხვევაზეა საუბარი, როდესაც აქციონერთა კრების გადაწყვეტილება აუცილებელია საზოგადოების ქონების ნასყიდობის ხელშეკრულების დასადავად. ამასთან, არსებობს სამოსამართლო პრაქტიკა, რომლის მიხედვითაც, თუ კორპორაცია გაკორტრების საფრთხის წინაშე დგას და საჭიროა დაუყოვნებელი გადაწყვეტილების მიღება ქონების გაყიდვის შესახებ, მაშინ ის შეიძლება ბორდმა აქციონერთა კრების გარეშეც გაყიდოს. იხ. *Oskalossa Sav. Bank v. Mahaska County State Bank*, 219 N.W. 530 (Iowa 1928).

⁸¹⁵ ანალოგიური დანაწესია მოცემული მეწარმეთა შესახებ კანონში, რომელიც ყველა დონისა თუ რაოდენობის (რაოდენობის დაკონკრეტება სამეთვალყურეო საბჭოს შეუძლია, ანუ იმ მინიმუმის კონსტანტირება, რომლის ზღვრის გადაცდომა „ჩვეულებრივ“ და „არაჩვეულებრივ“ სამეწარმეო საქმიანობის გამმიჯნავი წერტილი იქნება. 55-ე მუხლის მე-8 პუნქტის ლ) ქვეპუნქტი.) ქონებრივ გასხვისებასა თუ შეძენას, რომელიც ჩვეულებრივ სამეწარმეო საქმიანობის ფარგლებს ცდება, საერთო კრების კომპეტენციაში აქცევს. იხ. მეწარმეთა შესახებ კანონის 54-ე მუხლის მე-6 პუნქტის ლ) ქვეპუნქტი.

⁸¹⁶ 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.

⁸¹⁷ *Katz v. Bregman* 431 A.2d 1274 (Del. Ch. 1981). ვრცლად, იხ. *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 521-526.

⁸¹⁸ მეწარმეთა შესახებ კანონის 54-ე მუხლის მე-6 პუნქტის ლ) ქვეპუნქტი.

⁸¹⁹ მეწარმეთა შესახებ კანონის 55-ე მუხლის მე-8 პუნქტის ლ) ქვეპუნქტი

დათქმა ეხება და მიჯნავს წილობრივ⁸²⁰ და ქონებრივ⁸²¹ შექმნასა და გასხვისებას. ეს ნიშნავს, რომ კანონმდებლის მიერ საერთო კრების „ქონებრივი“ გარიგების დადების კომპეტენციის მიზნობრივი ცნება არ მოიცავს „წილობრივ“ შექმნა/გასხვისებას. აქ ვერ იმოქმედებს, ე.წ. საერთო კრების დაუწერელი კომპეტენციის დოქტრინა, რადგან მისი პრაქტიციკობა მხოლოდ მაშინ არის შესაძლებელი, როდესაც სფეროს (საკითხის) მარეგულირებელი საკანონმდებლო დონეზე დელეგირებული კომპეტენცია მართვის არც ერთ სტრუქტურულ ორგანოს არ გააჩნია.⁸²² 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 წარმოდგენელი ცდომილებაა. სამეთვალყურეო საბჭო დირექტორატთან 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 მიმდობს აქვს. მეტადრე, სახეზეა საკანონმდებლო ხარვეზი.⁸²³ მიუხედავად ამისა, ხარვეზის 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 დიაპაზონი და მასში ლავირების საშუალება გააჩნია, რომ საწესდებო დათქმით „უფლებამოსილებათა აღმავალი შთანთქმის“ საშიშროების პრევენცირება კითხვის ნიშნის ქვეშ დგება.

რაც შეეხება შექმნას, შესყიდვის ხელშეკრულების ოფციურ⁸²⁴ მხარეს შეთანხმების საგნის⁸²⁵ დამოუკიდებლად განსაზღვრის

⁸²⁰ მეწარმეთა შესახებ კანონის 55-ე მუხლის მე-8 პუნქტის ა) ქვეპუნქტი.

⁸²¹ მეწარმეთა შესახებ კანონის 55-ე მუხლის მე-8 პუნქტის ლ) ქვეპუნქტი.

⁸²² 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.

⁸²³ 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 შექმნა/გასხვისებას. ლოგიკურად, ამოსავალი წერტილი მეწარმეთა შესახებ კანონში უნდა იქნეს მოძიებული.

⁸²⁴ 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.

⁸²⁵ შეთანხმების საგნის მიმართებით რამდენიმე მნიშვნელოვანი განსაზღვრებაა გასაკეთებელი. იხ. 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

შესაძლებლობა ადგენს. ზოგადად, როდესაც კორპორაცია თავის ქონებას მიყიდის მეორე კორპორაციას, ამ უკანასკნელზე სამიზნე საზოგადოების ვალები და ვალდებულებები, როგორც წესი, არ გადადის.⁸²⁶ აღნიშნული დანაწესის გამოყენებას წინაპირობად ქონების გადაცემის ხელშეკრულების სამართლიანი პუნქტების განსაზღვრა, ამ ქონების კეთილსინდისიერად გადაცემა და სამართლიანი ანაზღაურების მიღება უდევს.⁸²⁷ ეს გამომდინარეობს შექმნის ხელშეკრულების მარტივი ვალდებულებითსამართლებრივი ხასიათიდან, სადაც მხარეებს შეუძლიათ განსაზღვრონ ის აქტივები და პასივები, თუ რა გადავა შემქმნეზე⁸²⁸ და რა არ გადავა.^{829, 830} აღნიშნულ ზოგად დებულებას რამდენიმე კონცეპტუალური გამონაკლისი აქვს.⁸³¹ შემსყიდველი კორპორაციის ვალდებულებათა უფლებამონაცვლედ მიჩნევის გენერირება⁸³² შეიძლება თუ ხელშეკრულებაში გამოსატული⁸³³ ან ნაგულისხმევი იყო

ნაწილს, აქ უკვე მოიაზრება არამატერიალური ქონებრივი სიკეთე, გუდვილი, საზოგადოების სახელი, ფრენშაიზი, 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 შემქმნეზე და რომელიც შეიძლება, ასევე, ქონებრივ ან არაქონებრივ ურთიერთობასაც მოიცავდეს. ამიტომ, *asset acquisition* ქონებრივი შექმნის 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. *ჯორჯი, ქერა შვილი, Mergers & Acquisitions – საწარმოთა შერწყმა და შექმნა (სამართლებრივი საფუძვლები)*, „სამართლის ჟურნალი, №1, 2012, გვ. 163, 166-167.

⁸²⁶ *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2009, §7122, P. 172-179, 209.

⁸²⁷ *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2009, §7122, P. 216-217.

⁸²⁸ ეკვაიერ 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.

⁸²⁹ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3th ed., Vol. 4, 2010, P. 8.

⁸³⁰ საინტერესოა, მაგრამ ამ შემთხვევას თავისი „გაგრძელება“ აქვს. მისი „გაგრძელების“ მიხედვით, თუ შეიძლება არ იკისრებს გამყიდველი საწარმოს ვალების საკუთარი პასუხისმგებლობის ქვეშ აღებას შესყიდვის ხელშეკრულებით, ამით ის პასუხისმგებლობას „გადაივადებს“. კერძოდ, თუ სუბსტანციურად მთლიანი ქონების შექმნა განხორციელდა და სამიზნე საზოგადოება დაშლას გადაწყვეტს, ჩვეულებრივ, სამიზნე საზოგადოების აქციონერებისთვის შემქმნისგან მიღებული შემოსავლის განაწილებამდე, ეკვაიერ საზოგადოებას მოეთხოვება მისი ვალების გადახდა. იხ. *Gevurtz, Corporation Law*, 2th ed., 2010, P. 687. ქვემოთ განვითარებული მოსაზრება მიმდინარე სქოლიოში წარმოდგენილ შემთხვევას ერთგვარი ეჭვის ქვეშ აყენებს, მაგრამ, საინტერესოა, რომ დელიქტური სამართალი შემქმნე საზოგადოებას პასუხისმგებლობის სუბიექტად აქცევს იმ ვალდებულებებისთვის, რომელიც შექმნილი ფირმის მიმართ წარსულში დადგა, ან მიმდინარე საქმიანობაში იქნება ან მომავალში დადგება მისი ქონებიდან გამომდინარე. იხ. *Klein, Coffee, Business Organization and Finance*, 2007, 10th ed., P. 222-223. შეად. *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2009, §7114, P. 173.

⁸³¹ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3th ed., Vol. 4, 2010, P. 7-8.

⁸³² *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 1097-1144.

⁸³³ *Carbelo-Rodriguez v. Clark Equipment Cp.*, 147 F Supp 2d 63 (D 2001); *Knoll Pharmaceutical Co. v. Automobile Insurance Co.*, 167F Supp 2d 1004 (ND III 2001).

ვალდებულებათა გადასვლა,⁸³⁴ ან სახეზეა კორპორაციათა დე ფაქტო შერწყმა ან კონსოლიდაცია,⁸³⁵ ან არსებობს თაღლითურად დადებული ტრანზაქციის ელემენტები,⁸³⁶ ან შემძენი კორპორაცია გამყიდველი კომპანიის საქმიანობის გამგრძელებლად მიიჩნევა.⁸³⁷ ყველა დანარჩენ შემთხვევაში, შემძენი საზოგადოება არ არის პასუხისმგებელი შეძენილი საზოგადოების ვალდებულებებზე. ვალდებულებათა გადასვლა უმნიშვნელოვანესი საკითხია, რომელიც ქონების შექენა-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 შექენა და სახეები

3.4.3.1.1. ქონებრივი შექენა⁸³⁸

3.4.3.1.1.1. ქონებრივი შექენა ნაღდი ფულით⁸³⁹

ქონების შექენის შესრულების ორი ძირითადი სამართლებრივი ინსტრუმენტალური მიდგომა არსებობს. პირველი - სამიზნე საზოგადოების ქონების ნაღდი ფულის სანაცვლოდ შექენა, ხოლო მეორე შემძენი საზოგადოების აქციათა სანაცვლოდ შესყიდვაა. არჩევანის თავისუფლება არსებული რეგულაციების სოფისტიკური მანიპულაციებისთვის გამოიყენება.⁸⁴⁰ კორპორაციული კომბინაციის CAFAA-ის სახით ფორმირების პირველი ეტაპი სავარაუდო ტრანზაქციისთვის ხმის მიცემის სეგმენტია. სამიზნე საზოგადოების აქციონერები საერთო კრებაზე დებულობენ ტრანზაქციის შესრულების შესახებ გადაწყვეტილებას. საპირისპიროდ, შემძენი საზოგადოების აქციონერებს, განსხვავებით საქართველოსგან, არ სჭირდებათ ხმის

⁸³⁴ Richmond, Virginia v. Madison Management Group, 918 F2d 438 (CA4 1990); Keller v. Clark EquipmentCo., 715 F2d 1280 (CA8 1983); Tracy by Tracy v. Winchester Repeating Arms Co., 745 F Supp 1099 (Ed Pa 1990).

⁸³⁵ 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).

⁸³⁶ თუ ტრანზაქცია სხვა კორპორაციის აქციონერთა მოსატყუებლად თაღლითურად დაიდო, მაშინ იმ კორპორაციის აქციონერები უფლებამოსილნი არიან „გაყენენ“ ასეთ ქონებას მის „მჭერამდე“ და დაიკმაყოფილონ მოთხოვნა ან შემძენი სამიზნე საზოგადოების უფლებამონაცვლედ იქნენ ცნობილნი. Lessard v. Applied Risk Mgmt., 307 F3d 1020 (CA9 2002); Alcan Aluminum Corp. v. Electronic Metal Products, Inc., 837 P2d 282 (Colo App 1992).

⁸³⁷ საუბარია „სამეწარმეო საქმიანობის განგრძობადობის შესახებ“ თეორიაზე. უკანასკნელ შემთხვევაში ჩვეულებრივი რეორგანიზაციის პროცედურა მოიაზრება. რეორგანიზაციის თანახმად კი, ქონებასთან ერთად ყველა ვალი და ვალდებულება უფლებამონაცვლედ გადადის. იხ. Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2009, §7124.10, P.277-288. მეწარმეთა შესახებ კანონის 14^ე მუხლის მე-4 და მე-5 პუნქტები ადგენენ რეორგანიზირებულ საწარმთა უფლებამონაცვლეს, ხოლო საქართველოს საგადასახადო კოდექსის 56-ე მუხლი პირდაპირ მითითებას აკეთებს რეორგანიზირებული საზოგადოების უფლებამონაცვლის მიერ საგადასახადო ვალდებულებათა შესრულების მოვალეობაზე.

⁸³⁸ *asset acquisition*.

⁸³⁹ ე.წ. *cash-for-asset-acquisition* (CAFAA).

⁸⁴⁰ Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, 1986, P. 9.

მიცემა. მეორე ეტაპზე, ეკვივრე კომპანია ნაღდ ფულს იხდის სამიზნე საზოგადოების ყველა ან თითქმის მთლიანი ქონების სანაცვლოდ,⁸⁴¹ ხოლო სამიზნე საზოგადოება გადასცემს ქონებას და იმ კონკრეტულ ვალდებულებებს, რაც მათ სახელშეკრულებო შეთანხმების საგანს წარმოადგენდა.⁸⁴² ქონების ფულით შეძენის შედეგად, სამიზნე საზოგადოების აქციონერებს რჩებათ უბრალოდ „სამართალსუბიექტი“ კორპორაცია, რომლის ერთადერთ კაპიტალს შეძენის ტრანზაქციიდან შემოსული ფული წარმოადგენს.⁸⁴³ ისინი აღარ ფლობენ სხვა სახის აქტივს ამ საზოგადოებაში.⁸⁴⁴ შესაბამისად, სამიზნე საზოგადოების აქციონერებს საშუალება ეძლევათ პირდაპირ გაინაწილონ მიღებული შემოსავალი⁸⁴⁵ ან განაცხადონ საწარმოს ლიკვიდაციის⁸⁴⁶ დაწყების შესახებ.⁸⁴⁷ ლიკვიდაციის დაწყებას, თავის მხრივ, აქციონერთა კრების გადაწყვეტილება ესაჭიროება.⁸⁴⁸ საზოგადოების დაშლის შემდეგ აქციონერები ღებულობენ ნაღდ ფულს მათი წილების

⁸⁴¹ მაგალითად, თუ შემქენი ყიდულობს სამიზნე საზოგადოების 100 000 დოლარად ღირებულ შენობას, მაშინ შემქენი ვალდებულია იგივე რაოდენობის ნაღდი ფული გადაიხადოს. ეს არის შეფასების ისტორიული მეთოდი. იხ. *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 259.

⁸⁴² *Oesterle, Mergers and Acquisitions*, 2006, P.11.

⁸⁴³ *Haas, Corporate Finance*, 2011, P. 574-579.

⁸⁴⁴ 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. *Gervurtz, Corporation Law*, 2nd 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)*.

⁸⁴⁵ 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.

⁸⁴⁶ *Gervurtz, Corporation Law*, 2nd ed., 2010, P. 695. შეად. *Clark, Corporate Law*, 1986, P. 419.

⁸⁴⁷ განასხვავებენ საზოგადოების საქმიანობის შეწყვეტას (*dissolution*) და საზოგადოების დაშლას (*wind-up*), რომლის საბოლოო შედეგი ლიკვიდაციას 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, დირექტორატი ვალდებულია 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*, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 291-334; შეად. *Gervurtz, Corporation Law*, 2nd ed., 2010, P. 695.

⁸⁴⁸ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 16. იხ. მეწარმეთა შესახებ კანონის მე-14 მუხლის პირველი პუნქტი.

პროპორციულად.⁸⁴⁹ თუ CAFAA შესრულება ორეტაპიანი კორპორაციული ქმედებით,⁸⁵⁰ მაშინ სახეზე იქნება ისეთივე შედეგი, როგორც *Cash-out Merger*-ის⁸⁵¹ დროს დგება.⁸⁵² მაგრამ რა შედეგები დგება CAFAA-ის დასრულების მომდევნო ეტაპზე კორპორაციათა სტრუქტურული ერთეულებისთვის?! პასუხი ორი მიმართულებით უნდა განვიხილო. პირველი - შემქმენ 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 სტრუქტურა⁸⁵³ 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.⁸⁵⁴ ბუღალტრული აღრიცხვის ცვალებადობა მნიშვნელოვან ეკონომიკურ პერსპექტივათა ცვლილების საფუძველი შეიძლება გახდეს,⁸⁵⁵ მაგრამ ის არსებით გავლენას კორპორაციის სტრუქტურულ ელემენტებზე, სამართლებრივი გაგებით, არ ახდენს.⁸⁵⁶

რაც შეეხება სამიზნე საზოგადოების ორგანიზაციულ და სტრატეგიულ სტრუქტურულ ცვლილებას, მასში ცვლილებათა განხორციელება ყოველგვარი ზეგავლენის გარეშე მიმდინარეობს. მისი საფუძველი აქციონერთა საერთო კრებისა და მენეჯმენტის ნებაყოფლობითი გადაწყვეტილებაა ქონების ნაღდი ფულის სანაცვლოდ

⁸⁴⁹ Clark, *Corporate Law*, 1986, P. 420. იხ. მეწარმეთა შესახებ კანონის მე-14 მხულის მე-9 პუნქტის მეორე წინადადება.

⁸⁵⁰ ქონების გაყიდვა და საზოგადოების დაშლა.

⁸⁵¹ *Cash-Out Merger*-ის ადაბტაცია ყველა იურისდიქციაში არ არის განხორციელებული. აღსანიშნავია, რომ აშშ-ში პირველი შტატი ფლორიდა იყო, რომელმაც 1925 წელს *Cash-Out Merger*-ის გამოყენების საკანონმდებლო ადაბტირება განიცადა. იხ. *Venturuzzo, Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposal*, Working Paper №137, 2009, P. 12.

⁸⁵² *Oesterle, Mergers and Acquisitions*, 2006, P. 6-7; შეად. *Gevurtz, Corporation Law*, 2th ed., 2010, P. 760-764.

⁸⁵³ შეად. *Lind, Schwarz, Lathrope, Rosenberg, Fundamentals of Corporate Taxation*, 8th ed., 2012, P. 114-124.

⁸⁵⁴ მცირდება ბალანსში არსებული ნაღდი ფულის წილობრივი მონაცემი, იზრდება ქონებრივი მაჩვენებელი, მაგრამ, რაც მთავარია, ეს არ ხდება ერთმანეთის პირდაპირპროპორციულად (თუმცა ბალანსი არ ირღვევა), რადგან შემქმენი საზოგადოება, როგორც წესი, სამიზნე საზოგადოების შექმნის 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, 10th ed., P. 225-230; *Pinto, Branson., Understanding Corporate Law*, 3rd ed., 2009, P. 78-85; *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 260.

⁸⁵⁵ შერწყმის და შექმნის დაფინანსების, მისი ღირებულების და საბალანსო აღრიცხვის შესახებ ეკონომიკური ფორმულირებისთვის, იხ. *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5th ed., 2010, P. 281-396.

⁸⁵⁶ 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.

გაყიდვის თაობაზე.⁸⁵⁷ ქონების გაყიდვა შეიძლება სამიზნე საზოგადოების სრული ორგანიზაციული რესტრუქტურის პროცესს დაედოს საფუძვლად. მიუხედავად იმისა, რომ აქციონერთა სტრუქტურა უცვლელი რჩება⁸⁵⁸ 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.⁸⁵⁹ მიუხედავად იმისა, რომ კორპორაციას არსებობა მსგავსი ფორმითაც (ქონების გარეშე) შეუძლია განაგრძოს, ის, ძირითადად, ან ჰოლდინგურ კომპანიად გარდაიქმნება⁸⁶⁰ ან ლიკვიდაციას განიცდის.⁸⁶¹ ჰოლდინგური საზოგადოების ჩამოყალიბება აქციონერთა სტრუქტურული ცვლილებების სამომავლო დეტერმინანტი შეიძლება გახდეს.⁸⁶² ხოლო, სანამ ქონების გამსხვისებელი კომპანია ლიკვიდაციას მოახდენდეს, ის ჩვეულებრივ ინარჩუნებს სამართლებრივ იდენტობას, როგორც ქონების გაყიდვამდე. თუ სამიზნე საზოგადოება ლიკვიდაციას განახორციელებს, აქ კორპორაციულ სტრუქტურულ ერთეულთა ცვლილებაზე მსჯელობა ავტომატურად წყდება.

3.4.3.1.12. ქონებრივი შექმნა აქციების საშუალებით

ქონების შექმნა ეკვაირი კომპანიის აქციების სანაცვლოდ მეწარმე სუბიექტის ქონებრივი შესყიდვის მეორე ინსტრუმენტალური საშუალებაა. ქონებრივი შექმნის ეს სახე ფაქტობრივ იდენტურობას იჩენს ნაღდი ფულით შექმნასთან. მოცემულ შემთხვევაშიც დგება ნაყიდობის ხელშეკრულება, სადაც განისაზღვრება შესასყიდი ქონების, აქტივებისა და პასივების რაოდენობა, რომელიც შემქმნი საზოგადოების პასუხისმგებლობის ქვეშ გადავა. მაგრამ ნაღდი ფულით შექმნისგან განსხვავებით, აქ ანაზღაურების სახედ აქციების კონსტანტირება ხდება.⁸⁶³ ტექნიკურად ეს ნიშნავს სამიზნე საზოგადოებისთვის მისივე ქონების სანაცვლოდ შემქმნი საზოგადოების ხმის უფლების მქონე აქციების გადაცემას,⁸⁶⁴ ანუ შემქმნი კორპორაცია იყენებს საკუთარ აქციებს სხვა კომპანიის ქონებრივი შექმნისთვის.⁸⁶⁵ თუ აქციებით ქონებრივი შექმნის შემდგომ სამიზნე კორპორაცია გამოიყენებს შექმნის მეორე ეტაპის რეალიზების სამართლებრივ შესაძლებლობას, მაშინ ტრანზაქციის სქემა შემდეგნაირად განვითარდება: სამიზნე საზოგადოება, რომლის ქონება შემქმნი საზოგადოების აქციებისგან შედგება, მიიღებს ლიკვიდაციის შესახებ გადაწყვეტილებას, ხოლო მისი აქციონერები ლიკვიდაციის დასრულებისას მიიღებენ შემქმნი საზოგადოების აქციებს

⁸⁵⁷ *Gilson*, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, 1986, P. 526-528.

⁸⁵⁸ ანუ არ ხდება აქციონერთა როტაცია.

⁸⁵⁹ *Cox, Hazen*, Treatise on The Law of Corporations, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 310-320.

⁸⁶⁰ *Fletcher*, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2009, §7083, P. 106.

⁸⁶¹ *Oesterle*, Mergers and Acquisitions, 2006, P. 12. შეად. *Cox, Hazen*, Treatise on The Law of Corporations, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 292-293.

⁸⁶² თუ ასეთი ჰოლდინგის წილებს გაასხვისებენ და ინვესტიციას განახორციელებენ მასში.

⁸⁶³ *Haas*, Corporate Finance, 2011, P. 579.

⁸⁶⁴ IRC SEC. 368 (a)(1)(c).

⁸⁶⁵ *Oesterle*, Mergers and Acquisitions, 2006, P. 13.

pro rata სალიკვიდაციო დივიდენდის სახით.⁸⁶⁶ საზოგადოების დაშლის გარდა, სამიზნე საზოგადოებას შეუძლია შემძენი კორპორაციისგან მიღებული ანაზღაურება აქციონერებს შორის გაანაწილოს კაპიტალის შემცირების საშუალებით.⁸⁶⁷ შედეგი ისეთივე დადგება, როგორც შერწყმის შედეგად.⁸⁶⁸

განსხვავებით ნაღდი ფულით ქონებრივი შეძენისგან, აქციებით შეძენა საგადასახადო გადასახადისგან თავისუფალ ტრანზაქციათა რიცხვს მიეკუთვნება.⁸⁶⁹ თითქმის მსგავსი რეგულირებაა ქონებრივი შეძენის ორივე მეთოდის ხმის მიცემის კუთხით: სამიზნე კორპორაციის აქციონერთა საერთო კრების გადაწყვეტილებაა ორივე შემთხვევაში საჭირო, ხოლო შემძენი საზოგადოების აქციონერები ხმის მიცემის გზით მონაწილეობას არ ღებულობენ შეძენის ტრანზაქციის ფორმირებაში.⁸⁷⁰ თუ შემძენი საზოგადოება თანხმდება ქონებრივ შეძენაზე აქციათა

⁸⁶⁶ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 21; *Haas, Corporate Finance*, 2011, P. 580.

⁸⁶⁷ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 22.

⁸⁶⁸ *Oesterle, Mergers and Acquisitions*, 2006, P. 6.

⁸⁶⁹ *Federal Income Tax, Code and Regulations*, (edit. *Dickinson*), 2012-2013, P. 341-342. საქართველოს საგადასახადო კოდექსი, 152-ე მუხლი.

⁸⁷⁰ *Oesterle, Mergers and Acquisitions*, 2006, P. 13. აშშ-ში მოცემული საკითხის რეგულირება განსხვავებულია შტატების სიმრავლესთან ერთად. მაგალითად, დელაუერის საკორპორაციო სამართალი არ ითხოვს შემძენი 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 კვლავ დადგენა. აშშ-ის საკანონმდებლო რეგულაციასთან მიმსგავსებული ნორმატიული 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, იმავდროულად, არ უნდა აღემატებოდეს 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 ბანკი ტრანზაქციის დადგენას. 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.

სანაცვლოდ, მაგრამ მას არ გააჩნია საკმარისი ნებადართული (*authorized*) და გამოშვებული (*issued*) აქციები, მაშინ ბორდი (დირექტორატი) იძულებულია მიმართოს საერთო კრებას ახალი აქციების გამოშვებისთვის. წესდებაში ნებადართული აქციების რაოდენობის გაზრდაზე ცვლილებების შესატანად.⁸⁷¹ უკანასკნელი კომპლექსური ოპერაციული ქმედება *ex ante* შიდა ორგანიზაციულ რეგულირებას მოითხოვს.

სამიზნე საზოგადოების ქონებრივი შეძენა აქციების საშუალებით შემძენი საზოგადოების აქციონერთათვის ორ ნეგატიურ შედეგს წარმოშობს.⁸⁷² პირველი, ტრანზაქციის წარუმატებლობა, რომელიც ქონებრივი შეძენის შედეგად დადგა, არ ხდება მათთვის პროტესტის უფლების მინიჭების (*appraisal right*) საფუძველი.⁸⁷³ მეორე, მიუხედავად შტატების მიხედვით განსხვავებულობისა, შემძენი საზოგადოების აქციონერების აქციებით ქონებრივი შეძენის ტრანზაქციის ფორმირებაში ხმის უფლებით, ძირითადად, ვერ სარგებლობენ.⁸⁷⁴

დაბოლოს, ქონებრივი შეძენა აქციების სანაცვლოდ კონკრეტულ *ex post* კორექტირებას იწვევს კომბინაციაში მონაწილე ორივე საზოგადოებისთვის. სამიზნე საზოგადოებისთვის თითქმის იდენტური შედეგი დგება, რაც ფულით ქონებრივი შეძენის დროს შეძენის პირველ ეტაპზე, ლიკვიდაციამდე. განსხვავება მხოლოდ სამიზნე საზოგადოების ქონებრივ მდგომარეობაშია: ამ შემთხვევაში სამიზნე საზოგადოების ქონებას შემძენი კომპანიის აქციები წარმოადგენს.⁸⁷⁵ 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.⁸⁷⁶ ამან კი, შეიძლება, ორგანიზაციული კუთხით, მენეჯმენტის შეცვლის შესაძლებლობაც მისცეს ახლად შემოსულ აქციონერებს.⁸⁷⁷ რაც შეეხება კაპიტალის სტრუქტურას, შემძენი საზოგადოების კაპიტალის სტრუქტურა შეიძლება იმ შემთხვევაში შეიცვალოს, თუ მას ტრანზაქციის შესასრულებლად არ

⁸⁷¹ *Gevurtz, Corporation Law*, 2th 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.

⁸⁷² 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.

⁸⁷³ *Hariton v. Arco Electronic, Inc.*, 188 A.2d 123 (Del. 1963).

⁸⁷⁴ *Gevurtz, Corporation Law*, 2th ed., 2010, P. 694. აშშ-გან დიფერენცირებული მოწესრიგებაა მოცემული ქართულ რეალობაში, სადაც მეწარმეთა შესახებ კანონი შემძენ და სამიზნე საზოგადოების აქციონერებს დიზუნქციურად ანიჭებს ტრანზაქციის საკითხის განხილვაზე ხმის უფლებას.

⁸⁷⁵ წინა შემთხვევაში მის ადგილს ნაღდი ფული იკავებდა.

⁸⁷⁶ ე.წ. *Dilution of shares*.

⁸⁷⁷ 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.

აქვს საკმარისი ნებადართული და გამოშვებული აქციები და გადაწყვეტს მათ გამოშვებას. ახალი აქციები და მათი გამოშვების დაფინანსების გზები, იქნება ეს სასესხო თუ შიდა დაფინანსება, არის რეკაპიტალიზაციის ერთ-ერთი საფუძველი,⁸⁷⁸ პირდაპირ აისახება კაპიტალის სტრუქტურაზე და შეცვლის მას.⁸⁷⁹ იმის მიხედვით, თუ როგორი პროპორციულობით შევა სამიზნე საზოგადოების აქციონერთა „ტალღა“ შემდგომ საზოგადოებაში, შეიძლება კონტროლის ცვლილება 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.⁸⁸⁰

3.4.3.2. სამიზნე საზოგადოების წილობრივი შექმნა და სახეები

3.4.3.2.1. წილობრივი შექმნა

3.4.3.2.1.1. წილობრივი შექმნა ნაღდი ფულით

სამიზნე საზოგადოების წილობრივი შესყიდვა შექმნის 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 შექმნა ნაღდი ფულით, ხოლო თუ ანაზღაურების სახე შემდგომი საწარმოს აქციებია, მაშინ – წილობრივი შექმნა აქციებით. შესაძლებელია მათი შერეული ფორმით გამოყენებაც: ნაწილი წილთა შექმნა აქციებით, ნაწილის კი ფულით.

ქონებრივი შექმნისგან მარკინალური დიფერენცირების პირობებში, აქციებით წილობრივი შექმნა მნიშვნელოვანი თავისებურებით ხასიათდება. წილობრივი შექმნის დროს ხდება აქციათა ორგანიზებული მართვის ბაზარზე ან მის გარეთ⁸⁸¹ ან კერძო მოლაპარაკების⁸⁸²

⁸⁷⁸ *Hamilton, Corporations, 2000, P. 627-628, 665.*

⁸⁷⁹ *Lind, Schwarz, Lathrope, Rosenberg, Fundamentals of Corporate Taxation, 8th ed., 2012, P. 121-135; Klein, Coffee, Business Organization and Finance, 2007, 10th ed., P. 7-8; Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3th ed., Vol. 3, 2010, P. 385-391.*

⁸⁸⁰ აქციებით ქონებრივი შექმნის 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 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 (8th Cir. 1933); Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3th ed., Vol. 4, 2010, P. 35-36.*

⁸⁸¹ ე.წ. მეორად ბაზარზე. იხ. *სვანაძე, სანაძე, ხიზანიშვილი, 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

წარმოების შედეგად სამიზნე საზოგადოების განთავსებულ აქციათა შესყიდვა.⁸⁸³ ქონებრივი შექმნისგან წილობრივი შექმნის დივერგენსული ბუნება შესყიდვის სამიზნე სუბიექტში ვლინდება. კერძოდ, წილობრივი შექმნის დროს შემსყიდველი კორპორაცია პირდაპირ აქციონერთან იწყებს მოლაპარაკებას და არა კორპორაციასთან და მენეჯმენტთან. მოლაპარაკება წარმოებს უშუალოდ ნასყიდობის ხელშეკრულების დასადავად, სადაც ხდება თითოეული კლასის⁸⁸⁴ აქციის ღირებულებაზე შეთანხმება.⁸⁸⁵ ერთ ან რამდენიმე აქციონერთან წარმოებული მოლაპარაკების შედეგად, ეკვაიერი 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. შემქმნი საზოგადოება ხდება სამიზნე საზოგადოების მთლიანი (100%) ან ნაწილობრივი (<100%) მფლობელი.⁸⁸⁶ წილობრივი შექმნისთვის გამოიყენება შემქმნი საწარმოს ნაღდი ფული, ანუ სამიზნე საზოგადოების აქციონერები თავიანთი წილის დათმობის სანაცვლოდ დებულობენ წინასწარ შეთანხმებულ თანხას. შესაბამისად, ფიქსირდება წმინდა შემოსავალი და ის მოექცევა დაბეგვრად ტრანზაქციათა შორის.⁸⁸⁷ ტრანზაქციის დასრულების შედეგად, შემქმნი საზოგადოება სამიზნე საზოგადოების სრულ ან ნაწილობრივ, მაგრამ საკონტროლო პაკეტს ფლობს.⁸⁸⁸ არანაირი ცვლილება არ ხდება სამართალსუბიექტობის კუთხით. შემქმნი საზოგადოებაც და სამიზნე საზოგადოებაც ინარჩუნებენ დამოუკიდებელი იურიდიული პირის სტატუსს.⁸⁸⁹

წილობრივ შექმნას 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.

მეორე, თუ შემქმნი საზოგადოებას არ სურს თუნდაც სახელშეკრულებო საფუძველზე სამიზნე კორპორაციის რაიმე ვალდებულებაზე პასუხისმგებლობის აღება, მაშინ მისთვის წილობრივი შექმნა ხელსაყრელ კომბინაციას წარმოადგენს. ეს ნიშნავს, რომ შემქმნი

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 გარეშად ითვალისწინებს.

⁸⁸² Schuster, Efficiency in Private Control Sales-The Case for Mandatory Bids, 2010, P. 2.

⁸⁸³ Haas, Corporate Finance, 2011, P. 589.

⁸⁸⁴ სამიზნე ობიექტი, ძირითადად, ხმის უფლების მქონე აქცია ანუ ჩვეულებრივი აქციაა.

⁸⁸⁵ Kahan, Sales of Corporate Control, Ileo, V.9 N.2, 2011, P. 370.

⁸⁸⁶ Oesterle, Mergers and Acquisitions, 2006, P. 16.

⁸⁸⁷ Ginsburg, Levin, Mergers, Acquisitions, and Buyouts, A Transactional Analysis of the Governing Tax, Legal and Accounting Considerations, Vol. 1, 2003, chap. 2, P. 9.

⁸⁸⁸ Gevurtz, Corporation Law, 2th ed., 2010, P. 701.

⁸⁸⁹ შეად. Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., 2009, vol. 15, §7044, P. 25.

კორპორაცია, მიუხედავად იმისა, სამიზნე საზოგადოებას როგორი სახის კრედიტორი ეყოლება, პირადად არ აგებს პასუხს. მისი პასუხისმგებლობა მხოლოდ სამიზნე საზოგადოებაში მისი წილობრივი მაჩვენებლით შემოიფარგლება.⁸⁹⁰ აქედან გამომდინარე, წილობრივ შექმნას ქონებრივი შექმნისა და შერწყმის შუალედურ მოვლენად განიხილავენ – ქონებრივისგან განსხვავებით, არ ხდება ვალდებულებათა „შერჩევა“. სამიზნე საზოგადოებას თუ აღმოაჩნდა უცნობი ვალდებულებების მთელი რიგი წყება, მაშინ შეძენს მოუწევს შვილობილი კომპანიის ლიკვიდაციით დააკმაყოფილოს კრედიტორთა მოთხოვნა. ეს კი მისთვის წამგებიანია, რადგან დაკარგავს ინვესტირებულ თანხას⁸⁹¹.

მესამე, თუ საგადასახადო მიზნებისთვის უნდა ცალკე სუბიექტად დატოვოს სამიზნე საზოგადოება, წილობრივი შექმნით ის ცალკე სამართალსუბიექტად იტოვებს სამიზნე, ანუ უკვე შვილობილ კორპორაციას. მიუხედავად იმისა, რომ წილობრივი შექმნის დროს სამიზნე საზოგადოების ბორდის ან აქციონერთა კრების გადაწყვეტილება არ არის საჭირო,⁸⁹² თუ ტრანზაქცია მოცულობითია ან შექმნი კოტირებულია კაპიტალის ბაზარზე, განსხვავებით საქართველოსგან, სადაც ასეთ ტრანზაქციაზე თანხმობის გამცემი ორგანო სამეთვალყურეო საბჭოა, საჭირო ხდება შექმნი საზოგადოების დირექტორთა საბჭოს მიერ ტრანზაქციის დამტკიცება.⁸⁹³ მოკლედ, პირველი ეტაპი სრულდება სამიზნე საზოგადოებაში აქციათა მინიმუმ საკონტროლო პაკეტის შექმნით.

თუ სამიზნე საზოგადოების ყველა აქციონერი არ გაყიდის თავის აქციას, მაგრამ შექმნი მიაღწევს საკონტროლო პაკეტის ზღვრულ მაჩვენებელს (50%+1 აქცია), მას შეუძლია ტრანზაქციის მეორე ეტაპის რეალიზების დაწყება. კერძოდ, ის მცირე აქციონერებს განდევნის შექმნილი კორპორაციის ლიკვიდაციის განხორციელებით. მცირე აქციონერები აქციათა სანაცვლოდ მიიღებენ ფულს.⁸⁹⁴ სიტუაცია კვალიფიცირდება როგორც ე.წ. *cash-out-merger*⁸⁹⁵ (*freeze-out*).⁸⁹⁶

⁸⁹⁰ აქ მოქმედებს “*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.

⁸⁹¹ ეს განასხვავებს შერწყმისგან წილობრივ შექმნას, რადგან შერწყმის დროს ვალდებულებათა გადასვლა ავტომატურად ხორციელდება. იხ. *Gevurtz, Corporation Law*, 2th ed., 2010, P. 703.

⁸⁹² ამიტომ ის ხშირად კონტროლის არასასურველი შეცვლის მექანიზმად გამოიყენება, მაგალითადად „მტრული დაუფლებისთვის“.

⁸⁹³ *Gevurtz, Corporation Law*, 2th 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.

⁸⁹⁴ ფულის სანაცვლოდ გაძევებულმა აქციონერებმა შეიძლება ისარგებლონ პროტესტის უფლებით (*appraisal right*), თუ სასამართლო ორეტაპიან წილობრივ შექმნას 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).

⁸⁹⁵ 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.

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 სახსრების (*free-cash-flow*) ინვესტირებას მისი ზრდის პერსპექტივით ახორციელებს,⁸⁹⁷ 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.⁸⁹⁸ სხვა სტრუქტურული ცვლილება, როგორც კომბინაციის კონკრეტული სახეობის კაუზალური შედეგი, არ არის მოსალოდნელი.

3.4.3.2.12. წილობრივი შეძენა აქციების საშუალებით⁸⁹⁹

წილობრივი შეძენა აქციების საშუალებით, გარკვეული განსხვავებული შედეგების მიუხედავად, სუბსტანციურ სტრუქტურულ იდენტობას იჩენს ფულით წილობრივი შეძენის პროცედურულ სქემასთან. წინა ტრანზაქციული სტრუქტურისგან განსხვავებით, აქციებით შეძენის დროს მიმავრთებელი საზოგადოება სამიზნე საზოგადოების აქციონერებთან მოლაპარაკების ეტაპზე მათი აქციების სანაცვლოდ სთავაზობს საკუთარ აქციებს, რომელსაც ის ტრანზაქციის ანაზღაურებისთვის უშვებს და გასცემს.⁹⁰⁰ კერძო მოლაპარაკება ტრანზაქციის ამ სახით ფორმირების შემთხვევაში, მთავარი ფაქტორია.

⁸⁹⁶ Cox, Hazen, *Treatise on The Law of Corporations*, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 133. „ურჩ“ 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 შეთავაზების პირობებზე, რაც ტრანზაქციის ღირებულებით ჯამს მომგებიანად აქცევს. გაძევების მთავარი პირობა უმრავლესობის მიერ გამოსასყიდი აქციების უფრო მეტად შეფასებაა, ვიდრე ისინი მცირე აქციონერებს უხდიან. იხ. *Gevurtz, Corporation Law*, 2nd ed., 2010, P. 761; *Pinto, Branson, Understanding Corporate Law*, 3rd ed., 2009, P. 283-303.

⁸⁹⁷ *Sepe, Rogers, Private Sale of Corporate Control: Why The European Mandatory Bid Rule is Inefficient*, 2010, P. 4.

⁸⁹⁸ *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.

⁸⁹⁹ ე.წ. „*stock-for-stock-acquisition*“.

⁹⁰⁰ *Haas, Corporate Finance*, 2011, P. 591. შეად. *Dyck, Zingales, Private Benefits of Control: An International Comparison*, 2001, P. 2-5.

როცა საზოგადოებას ჰყავს მაკონტროლებელი აქციონერი (*blockholder*) ან აქციონერთა ჯგუფი, მათთან ინდივიდუალური მოლაპარაკება საკონტროლო პაკეტის (კონტროლის⁹⁰¹) გაყიდვის თაობაზე, სამიზნე საზოგადოებაზე კონტროლის⁹⁰² მოპოვების ეფექტური საშუალებაა.⁹⁰³ ტრანზაქციის დასრულებისას სამიზნე საზოგადოების აქციონერები შემძენი საზოგადოების აქციონერები ხდებიან, ხოლო შემძენი მთლიან ან თითქმის მთლიან ნაწილს აკონტროლებს სამიზნე საზოგადოებაში.⁹⁰⁴ აღნიშნული ტრანზაქცია, ფულით წილობრივი შეძენისგან განსხვავებით, გადასახადისგან თავისუფალ ტრანზაქციათა რიცხვს მიეკუთვნება, თუ ის რეორგანიზაციას გაუტოლდება.⁹⁰⁵ იმისათვის, რომ ტრანზაქცია რეორგანიზაციას გაუტოლდეს, საჭიროა, რომ შემძენი საკუთარი აქციების მინიმუმ 80%-ს თმობდეს შესაძენი საზოგადოების ხმის უფლების მქონე აქციათა სანაცვლოდ.⁹⁰⁶ ვალდებულებების გადასვლა ტრანზაქციის შედეგად არ ხდება. სამიზნე საზოგადოება ხდება შეიღობილი საწარმო, ხოლო შემძენი შეიღობილი საზოგადოების ქონებით არის პასუხისმგებელი მესამე პირთა წინაშე.⁹⁰⁷ თუ შემძენი მოისურვებს სამიზნე საზოგადოების მცირე აქციონერთა განდევნას⁹⁰⁸ ან შეიღობილის შემოერთებას, ის ბორდის რეზოლუციის შემდეგ მიიერთებს სამიზნე საზოგადოებას. მიერთების შედეგად, სამიზნე

⁹⁰¹ 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 ახორციელებენ. 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, ეკვიური კომპანია ვერ განახორციელებდა ბორდის სასურველი წევრებით ფორმირებას. იხ. *Gevurtz, Corporation Law*, 2th ed., 2010, P. 666-667. შეადარე *“sale of office”*-ს. *Easterbrook, Fischel, The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, P. 132-134.

⁹⁰² 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.

⁹⁰³ *Gevurtz, Corporation Law*, 2th ed., 2010, P. 661-662.

⁹⁰⁴⁹⁰⁴ *Freeman, The Corporate Tax Practice Series: Strategies for Acquisitions, Dispositions, Spin-Offs, Joint Ventures, Financings, Reorganizations & Restructurings*, 2009, P. 286-287.

⁹⁰⁵ 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.

⁹⁰⁶ *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.

⁹⁰⁷ *Oesterle, Mergers and Acquisitions*, 2006, P. 17.

⁹⁰⁸ *Brockmeyer, Yerkes, Two-Spot Acquisition – “Freeze-Out” Minority Shareholders*, in: *Business Acquisitions*, 2th ed., 1983, P. 193-207.

საზოგადოების დანარჩენი აქციონერები შემქმნის აქციონერები ხდებიან.⁹⁰⁹

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.⁹¹⁰ 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 შემქმნი საზოგადოების აქციონერთა მიერ ბორდის მიერ წარმოდგენილი ტრანზაქციის მოწონება, რათა გარიგება იყოს *intra vires*.⁹¹¹ ასეთი ტიპის გარიგება შემქმნი საზოგადოების აქციონერებს პროტესტის უფლებითაც აღჭურავს.⁹¹²

აქციებით წილობრივი შესყიდვა რამდენიმე სახის სტრუქტურულ და ორგანიზაციულ ცვლილებას იწვევს. ეკვაიერის მიერ ასეთი ტიპის ტრანზაქციის დაფინანსების მეთოდი (აქციები) კაპიტალის სტრუქტურისა და აქციონერთა სტრუქტურის ცვლილების საფუძველია, თუ წილობრივი შემქმნის მეორე ეტაპს, სამიზნე საზოგადოების ლიკვიდაციას გამოიყენებს.⁹¹³ 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 აღება⁹¹⁴ ან/და *Equity* დაფინანსება იქნება.⁹¹⁵ კაპიტალის სტრუქტურის ცვლილება, თავის მხრივ, საგადასახადო, საშემოსავლო და კორპორაციის სამომავლო ღირებულებაზე ახდენს გავლენას.⁹¹⁶

სტრატეგიული სტრუქტურული ცვლილების მეორე ელემენტს ეკვაიერი 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, შემქმნე 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

⁹⁰⁹ Cox, Hazen, Business Organizations Law, 3rd ed., 2011, P. 613.

⁹¹⁰ შეად. Oesterle, Mergers and Acquisitions, 2006, P. 19.

⁹¹¹ Gevurtz, Corporation Law, 2nd 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.

⁹¹² Cal. Corp. Code §§ 1200(b), 1201(a), 1300. შეად. DGCL §§ 122(4)&(11), §§ 123

⁹¹³ Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 22.

⁹¹⁴ Hamilton, Corporations, 2000, P. 220; Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3rd ed., Vol. 3, 2010, P. 388-391.

⁹¹⁵ Klein, Coffee, Business Organization and Finance, 2007, 10th ed., P. 251-254.

⁹¹⁶ Lind, Schwarz, Lathrope, Rosenberg, Fundamentals of Corporate Taxation, 8th ed., 2012, P. 116-147.

განთავსებულ ხმის უფლების მქონე აქციებად. დაეუშვათ, ნებადართულ 100 000 აქციიდან 60 000 აქცია იყო განთავსებული (*outstanding*), რომლებსაც მიეძღვნა საწარმოს ორიგინალი აქციონერები ფლობდნენ 1/600 პროპორციით, ანუ ერთი აქციონერი 1%-ს ფლობს. თუ შეთანხმების ხელშეკრულებაში ტრანზაქციის ღირებულება მიეძღვეს კორპორაციის 40 000 აქციით განისაზღვრა, მაშინ შემძენი საზოგადოება სამიზნე საზოგადოების აქციონერებს გადასცემს ნებადართულ, მაგრამ განუთავსებელ 40 000 აქციას.⁹¹⁷ თუ A მოახდენს B-ს მიერთებას, B-ს აქციონერები შერწყმის შედეგად გახდებიან A-ს აქციონერები. წილობრივი შეძენის 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 განხორციელდა⁹¹⁸ 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 ხვედრითი წილი, საერთო ჯამში, იქნება 60%, ხოლო თითოეულ აქციონერს საზოგადოების მართვის განხორციელებისას – 0,6%.⁹¹⁹ 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.⁹²⁰

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 მოლაპარაკების წარმოება დროისა და ადგილის შეუზღუდავად და აქციათა ორგანიზებულ რეგულირებად ბაზარზე⁹²¹ სათანადო პროცედურულ მოთხოვნათა⁹²² დაცვით.⁹²³ ბაზრის „ორგანიზებულობა“

⁹¹⁷ ამ აქციით დაფინანსება შეიძლება მოხდეს შემძენი აქციონერების პირადი შემოსავლებით (*equity financing*) ან/და სასესხო დაფინანსებით (*debt financing*). მაგალითისთვის, *equity financing* იქნება გამოყენებული.

⁹¹⁸ განსაკუთრებით თუ სახეზეა *equity financing*.

⁹¹⁹ 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.

⁹²⁰ ეს დამოკიდებულია ტრანზაქციის ღირებულებაზე, აქციონერთა რაოდენობაზე, აქციათა ღირებულებაზე, რაოდენობასა და ა.შ.

⁹²¹ Hazen, Broker-Dealer Regulation, 2011, P. 3-13.

⁹²² Steinberg, Understanding Securities Law, 5th ed., 2009, P. 115-143.

⁹²³ წინა თავში გაანალიზებულ იქნა წილობრივი შეძენის სახეები როგორც კერძო მოლაპარაკების წარმოების ეგზისტენციული შემთხვევა. მისი შებრუნებული

ორი მიმართულებით უნდა განიხილო. პირველი, ფასიანი ქაღალდების ბრუნვის საკანონმდებლო რეგულატორული მოწესრიგება, რომელიც საერთოა ორგანიზებულ მეორად ბაზარზე ოპერირებადი ნებისმიერი ანგარიშვალდებული საზოგადოებისთვის. მეორე, ორგანიზებული ბაზრის სუბტიპტა 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 ჩამლა საფონდო ბირჟად (*stock market*) და არასაბირჟო ბაზრად (*over-the-counter market*) იყოფა. ამ კუთხით, კაპიტალის ბაზარი კორპორაციაზე კონტროლის მოპოვების უმნიშვნელოვანესი სეგმენტია.⁹²⁴ კონტროლის მოპოვება სამიზნე საზოგადოების საკონტროლო აქციათა რაოდენობის შექენის ტრანზაქციაში მდგომარეობს. ფასიანი ქაღალდების ბაზარი კონტროლის მოპოვებას საწარმოში ხმების 10%-ზე მეტის შექენად განმარტავს.⁹²⁵ დილერს კონტროლის მოპოვება, ანუ შექენა ორივე, კერძო მოლაპარაკებისა თუ სატენდერო შეთავაზების გზით ხელეწიფება.⁹²⁶

ტრანზაქციათა შესრულების მოქმედების სფეროდ კაპიტალის ბაზარი სატენდერო შეთავაზებით კორპორაციული დაუფლების განმსაზღვრელი სუბსტანციური ნიშანია. მისი წინაპირობა ერთმანეთისგან განსხვავებული მოტივებია. კორპორაციათა დაპატრონება⁹²⁷ აგრეგატის⁹²⁸ ღირებულების მომატებას უნდა უზრუნველყოფდეს.⁹²⁹ ღირებულების სტაგნაცია, რომელიც ინფორმაციული ვაკუუმის, ანუ ასიმეტრიულობის, ტრანზაქციათა ღირებულების, ტექნოლოგიური განვითარების სათანადო დონის არქონის თუ სხვა მიზეზთა გამო არის გამოწვეული, ბიძგის მიმცემია

ვარიანტი, საჯარო სატენდერო შეთავაზება, შექენის თემატურად იგივე, თუმცა განსხვავებული პროცედურული მექანიზმია. შექენის განსაჯაროებული სახის ანალიზი წარმოდგენილია მიმდინარე თავსა და მომდევნო პარაგრაფებში.

⁹²⁴ *Betton, Eckbo, Torbun, Corporate Takeovers, 2008, P. 1.*

⁹²⁵ იხ. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონის მე-2 მუხლის მე-20 პუნქტი.

⁹²⁶ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონის მე-15 მუხლის პირველი პუნქტი კონტროლის მოპოვებას შესაძლებლად მიიხნევს („... შეუძლია გააკეთოს“) სატენდერო შეთავაზებით, ხოლო მე-18 მუხლის პირველი პუნქტი მეორადი გარიგების დადებას საფონდო ბირჟაზე და მის გარეთ ჩვეულებრივ საქმიანობათა კატეგორიაში მოიაზრებს.

⁹²⁷ ინგლისურენოვანი “takeover”-ის ქართულ შესატყვისად შესაძლებელია გამოყენებული იქნეს დაუფლება, დაპატრონება. რაც შეეხება “hostile takeover”-ს, მის შესატყვისად, უფრო მიზანშეწონილი იქნება, „შთანთქმის“ გამოყენება.

⁹²⁸ „აგრეგატი“ სამიზნე და შემთავაზებელი (*bidder*) აქციონერების შემოსავლება. *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-მოსამსახურიდან დაწეებული აღმასრულებელი მენეჯერით დამთავრებული. “*Implicit contract theory*” თანახმად, ეს შექენის აძლევს ოპერაციული ხარჯების შემცირებისა და სამიზნე საზოგადოებიდან მისაღები ღირებულების ზრდის შესაძლებლობას. იხ. *Klein, Coffee, Business Organization and Finance, 10th ed., 2007, P. 200-201.* შეად. *Gervurtz, Corporation Law, 2th ed., 2010, P. 667-668.*

⁹²⁹ *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, 1986, P. 259.*

კორპორაციის შესასყიდად ან გასაყიდად.⁹³⁰ ნებისმიერ შემთხვევაში, შეთავაზების წინადადება უკვე მომგებიანია სამიზნე საზოგადოების აქციონერთათვის.⁹³¹ შესაძლოა, კორპორაციის დაუფლების სხვადასხვა მოტივი არსებობდეს, მაგრამ ყოველ კონკრეტულ დაპატრონებას, ერთი კონკრეტული მოტივი დაედოს საფუძვლად. დაუფლების ფასილიტატორ პრეკონდიციათა 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,⁹³² სინერგიული ეფექტის მიღწევა, მენეჯმენტის შეცვლა, ფინანსური ხედვა (საგადასახადო უპირატესობანი და შემცირებული სალიკვიდაციო ღირებულება)⁹³³ და მენეჯმენტის პირადი დაინტერესება, მრავალსახოვან კატეგორიებს⁹³⁴ შორის ლიდერობენ.⁹³⁵

პარალელურად, დაპატრონების ჰეტეროგენული ნიშნებია შეთავაზების⁹³⁶ ღირებულება, კონკურენციის მასშტაბურობა (*single-bid versus multiple-bid contests*),⁹³⁷ წარმატებულობის ხარისხი, შეთანხმების სახე (*merger versus tender offer*), დაფინანსების მეთოდი (ფული ან აქცია), კომბინაციისადმი სამიზნე საზოგადოების დამოკიდებულება (*hostile versus neutral or friendly*), საბაზრო პროდუქციის სფეროთა კვეთა: ჰორიზონტალურია თუ ვერტიკალური⁹³⁸ და სხვა.⁹³⁹

სატენდერო შეთავაზებით სამიზნე საზოგადოებაში კონტროლის სრულად მოპოვება სწრაფი დაუფლების რეგულატორულად ტექნიკური და აპრობირებული საშუალებაა. ის შეიძლება განხორციელდეს კანონით განსაზღვრული საკონტროლო ზღვრის მიღწევამდე,⁹⁴⁰ რომლის შემდგომ ეტაპზე *mandatory takeover bid*-ის შესრულების შესახებ წესები იწყებენ

⁹³⁰ Hall, Effects of Takeover Activity in Corporate Research and Development, 1988, P. 72.

⁹³¹ Roll, Empirical Evidence on Takeover Activity and Shareholders Wealth, in: Knights, Raiders, And Targets, (edit. Coffee, Lowenstein, Rose-Ackerman), 1998, P. 241-242.

⁹³² შეად. Davies, Hopt, Control Transactions, 2009, P. 174.

⁹³³ Klein, Coffee, Business Organization and Finance, 10th ed., 2007, P. 200.

⁹³⁴ Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, 1986, P. 257 et seq.

⁹³⁵ Roll, Empirical Evidence on Takeover Activity and Shareholders Wealth, 1988, P. 243-250.

⁹³⁶ ე.წ. *takeover bid*, სადაც შემთავაზებელი (*bidder*) არის დაუფლების განხორციელების პოტენციური სუბიექტი.

⁹³⁷ 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. *Gervitz*, Corporation Law, 2th ed., 2010, P. 704. სატენდერო შეთავაზების მექანიზმური ბერკეტის არჩევა შეთავაზებელს კონუნქციურ ჩარჩოში აქცევს: მას არ შეუძლია ნებისმიერი სხვა გზით აწარმოოს მოლაპარაკება და შეიძინოს სატენდერო შეთავაზებაში განხილული ფასიანი ქაღალდები. იხ. ფკპშ კანონი, მე-15 მუხლის მე-7 პუნქტის ა) ქვეპუნქტი.

⁹³⁸ Klein, Coffee, Business Organization and Finance, 10th ed., 2007, P. 199.

⁹³⁹ Betton, Eckbo, Torbun, Corporate Takeovers, 2008, P. 2.

⁹⁴⁰ მეწარმეთა შესახებ კანონის 53² მუხლის პირველი პუნქტი ხმის უფლების მქონე აქციათა ნახევარზე მეტის შექმნას სავალდებულო სატენდერო შეთავაზების გაკეთების აქტივაციას იწვევს.

მოქმედებას.^{941,942} აქციათა საკონტროლო პაკეტის მოპოვება, როგორც აღინიშნა, კერძო მოლაპარაკების გზით ან ხმის უფლების მქონე აქციათა შესყიდვის შესახებ საჯარო სატენდერო შეთავაზებით არის შესაძლებელი.⁹⁴³

დაუფლება არის შემთავაზებლის (*bidder*) მცდელობა მოიპოვოს სამიზნე კომპანიაში (*target*) კონტროლი მისი განთავსებული აქციების ნაწილობრივი ან სრული შეძენის საშუალებით.⁹⁴⁴ აშშ-ის ფედერალურ რეგულაციებში დაუფლების პროცესში მონაწილე შემთავაზებელი და სამიზნე საზოგადოება თანასწორუფლებიან სუბიექტებად არიან წარმოდგენილი.⁹⁴⁵

დაუფლების წინაპირობათა არსებობის პრაქტიკული გამოყენების საფუძველი სამიზნე საზოგადოებაში ხმის უფლების ზღვრული პროცენტული მაჩვენებლის მიღწევასთან ასოცირდება.⁹⁴⁶ ეს მაჩვენებელი სხვადასხვა მართლწესრიგში განსხვავებულად ლაგირებს. მისი არსი კი უცვლელია:⁹⁴⁷ სამიზნე საზოგადოების საკონტროლო პაკეტის მიღწევა

⁹⁴¹ *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.

⁹⁴² 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.

⁹⁴³ *Brudney, Chirelstein, Corporate Finance*, 1979, P. 709-710.

⁹⁴⁴ *Lipton, Steinberger, Takeovers & Freezeouts*, 2002, chap. 1., P. 10.

⁹⁴⁵ *Bebchuck, Ferrell, A New Approach to Takeover Law and Regulatory Competition*, 87 *Va. L. Rev.*, 2001, P. 111-164.

⁹⁴⁶ *Bradly, Interfirm Tender Offer and Market For Corporate Control*, 1982, P. 268.

⁹⁴⁷ 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 ნებაზე 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 ემსახურებოდეს, ანუ შთანთქმის პირველი რგოლი იყოს. იხ. *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3rd 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*, 4th 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 ხორციელდება, არამედ ფასიანი ქაღალდების სამართალში გამწესებული კონტროლის მოპოვების პირველი მცდელობის ეტაპზე. საკორპორაციო სამართლით დადგენილი საკონტროლო

ერთგვაროვანია და ის კონკრეტულ ნორმატიულ რეგულირებაზეა დამოკიდებული.⁹⁴⁸ დაუფლების პროცედურული განვითარება მხოლოდ სავალდებულო სატენდერო შეთავაზებას⁹⁴⁹ არ მოიცავს. ის დაუფლების (შთანთქმის) დასრულების ბოლო, კონკრეტული პირობების არსებობისას რეგულაციურად იმპერატიული და ერთ-ერთი შემადგენელი ელემენტია.⁹⁵⁰ მისი მეორე მნიშვნელოვანი ელემენტი სატენდერო შეთავაზებაა, რომელიც კორპორაციის თვითრეგულირებად, მაგრამ *quo warranto* ქმედებას წარმოადგენს.⁹⁵¹ აღნიშნულ ელემენტთან 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.

3.4.3.2. სატენდერო შეთავაზება დაუფლების კონტექსტში

სატენდერო შეთავაზება,⁹⁵² სპეციფიკური, კაპიტალის ბაზარზე ორგანიზებული ვაჭრობისთვის დამახასიათებელი სამართლებრივად

ზღვრის მიღწევა საშუალებას აძლევს შემქმნს მთლიანად შთანთქოს სამიზნე საზოგადოება, ანუ ბაიდერი სატენდერო წინადადებას აკეთებს (ვალდებულება) ან იყენებს სავალდებულო მიყიდვის ნორმატიულ უფლებას (უფლება). *Williams Act*-ის ერთ-ერთი მოთხოვნაა, რომ შემქმნმა სამიზნე საზოგადოების აქციათა შექმნის მიზანი გამოიწიოს – უნდა მას საზოგადოებაზე კონტროლის მოპოვება (*takeover*) თუ აქციების შესყიდვას უბრალოდ ინვესტირების მექანიზმად იყენებს. იხ. *Gaughan, Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, 5th ed. 2011, P. 76-78; *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3th ed., Vol. 4, 2010, P. 207-210. გამოიყენისათვის, შეად. *Hertig, McCahery, Company and Takeover Law Reforms in Europe*, 2006, P. 559-565.

⁹⁴⁸ *Klein, Coffee, Business Organization and Finance*, 10th ed., 2007, P. 190.

⁹⁴⁹ იხ. *ბურდულო*, 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.

⁹⁵⁰ სავალდებულო სატენდერო შეთავაზება კონტინენტური ევროპის სახასიათო პოსტულატია, რომელიც დაუფლების დირექტივაშია 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 53² 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.

⁹⁵¹ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3th ed., Vol. 1, 2010, P. 243,244.

⁹⁵² 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 („დიაობიდან“) გამომდინარეობს. სატენდერო შეთავაზება ერთადერთი არ არის სამიზნე საწარმოს დაუფლების მექანიზმთან. მექანიზმთა ფორმულარი კიდევ ერთ მეთოდს, ე.წ. „ხმის უფლებით პაექრობას“ (*Proxy fights*) მოიცავს. „*Proxy fights*“ დაუფლების გაგრძელებული, ძვირად ღირებული და შედარებით იშვიათად გამოყენებადი საშუალებაა. მისი არსი ხმის უფლების სწორი გამოყენებით სამიზნე საზოგადოების დაუფლების სურვილის პრაქტიკულ ინტეგრირებაშია. კანონმდებლობით,

რეგულირებადი⁹⁵³ მოვლენაა.⁹⁵⁴ კანონმდებლობა არეგულირებს იმ სატენდერო შეთავაზებებს, რომელიც კაპიტალის ორგანიზებულ მეორად ბაზარზე ფუნქციონირებადი კორპორაციის ხმის უფლების მქონე აქციათა მიმართ არის გაკეთებული.⁹⁵⁵ ოფერტის ადრესატი,⁹⁵⁶ მტრული დაუფლების დროს, სს-ის აქციონერები არიან.⁹⁵⁷

მისი სამართლებრივად ანტიმონოპოლიურ კანონმდებლობას დაქვემდებარებული რეგულირებადი ხასიათიდან გამომდინარე, პრაქტიკული შესრულება, საკანონმდებლო რეგულაციებით

საწარმოში ფუნდამენტური ცვლილებების განხორციელებას საერთო კრებაზე აღმსრულებელი ორგანოს მხრიდან (დირექტორთა საბჭოს, სამეთვალყურეო საბჭოს) შესაბამისი შეთავაზების გაკეთებაა 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 წინააღმდეგია, მაშინ ეკვაიერი იწვევს „მტრულ“ დაუფლებას ან სატენდერო შეთავაზებით ან ხმის უფლების მანიპულაციური უტილიზირებით. იხ. *Palmiter, Corporations*, 2006, P. 582-583; *Pinto, Branson, Understanding Corporate Law*, 3rd ed., 2009, P. 361. ეს უკანასკნელი ანუ *proxy fights*-ის საშუალებით დაუფლება ეკვაიერის დაუფლების სტრატეგიაა, რომლის დროსაც შემქმნის სტრატეგია შემდეგი სქემით ვითარდება: შემქმნი საწარმო იწვევს სამიზნე საზოგადოების აქციათა მცირე პაკეტის შექმნას, ან მას უკვე აქვს გარკვეული რაოდენობის, მაგრამ არა საკონტროლო პაკეტის აქციები. ნებისმიერ შემთხვევაში, ეკვაიერს 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, ეკვაიერის ინტერესების განხორციელებას სამიზნე საწარმოს ბორდის საკუთარი ინტერესის სფეროში „გადმოყვანა“ ესაჭიროება. სამიზნე საზოგადოების ბორდის „გადმობრება“ 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*, 2nd edition, 2009, P. 58-62; *Pinto, Branson, Understanding Corporate Law*, 3rd ed., 2009, P. 117-118, 121-122, 362-364. ხმის უფლებით პაექრობა სამიზნე საწარმოს აქციონერთა საერთო კრებაზე მიმდინარეობს, რომლის „ორგანიზატორი“ ამ შემთხვევაში ეკვაიერი 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*, 3rd ed., 2009, P. 179-193. ასევე: სქ. 1706.

⁹⁵³ 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*, 5th ed., 2009, P. 285. ქართულ კანონმდებლობაში სატენდერო შეთავაზების მეშვეობით სს-ის აქციათა შესყიდვა დარეგულირებულია „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ კანონის მე-15 მუხლის პირველი პუნქტით.

⁹⁵⁴ მიუხედავად მისი სამართლებრივად რეგულირებადი შინაარსისა, უმეტეს საკანონმდებლო აქტში მისი პირდაპირი დეფინიცია არ არსებობს. *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3th ed., vol. 4, 2010, P. 211-212.

⁹⁵⁵ *Oesterle, Mergers and Acquisitions*, 2006, P. 130.

⁹⁵⁶ *Hurst, William, Cases and Materials on Corporations*, 1999, P. 706.

⁹⁵⁷ *Easterbrook, Fischel, The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, P. 162.

მონოპოლიური მდგომარეობის პრევენციის გამო, ხდება არა პორიზონტალური კომბინაციით, როდესაც ორივე საზოგადოება ერთი და იგივე სამეწარმეო საქმიანობას ახორციელებს, არამედ ვერტიკალური და კონგლომერირებული შექმნის შესასრულებლად.⁹⁵⁸

სამიზნე კომპანიის აქციათა შესყიდვის მიზნით საჯარო სატენდერო შეთავაზების განხორციელება განსაკუთრებით ეფექტურია მაშინ, როდესაც მასში წილობრივი მონაწილეობა საგრძნობლად დანაწევრებულია (*dispersed*)⁹⁵⁹ და არ არსებობს ერთი აქციონერი (*blockholder*), რომელსაც გააჩნია ხმის უფლების მქონე აქციათა ის რაოდენობა, რომ უშუალოდ განახორციელოს საზოგადოებაზე ეფექტური კონტროლი.⁹⁶⁰ მისი განხორციელების წინაპირობად მინიმუმ ოფერენტის რწმენაა, რომ სამიზნე საზოგადოების მენეჯმენტი მოიწონებს შეთავაზებას ან მინიმუმ არ შეეწინააღმდეგება მას,⁹⁶¹ ანუ ნეიტრალური პერსონა იქნება.^{962,963} სატენდერო შეთავაზების აქტივაციის მოტივატორი საწარმოსთან, როგორც იურიდიულად ეგზისტენციულ სუბიექტთან მოლაპარაკებას დაქვემდებარებული ტრანზაქციის, მაგალითად, შერწყმის ან ქონებრივი შექმნის შესრულება შეუძლებელი უნდა იყოს.⁹⁶⁴ სატენდერო შეთავაზება რთული, კომპლექსურ მოვლენათა შემაჯამებელი მოცემულობის მატარებელი ტერმინია. ეს განაპირობებს მის დიქტომიას, როგორც ერთიანი დეფინიციის უქონლობის შედეგს. მისი არსის შინაარსობრივი დეტერმინაცია საკანონმდებლო⁹⁶⁵ და დოქტრინულ დონეზეა შესაძლებელი.⁹⁶⁶ კაპიტალის ბაზრის მარეგულირებელი წესების მიხედვით, სატენდერო შეთავაზება შემთავაზებლის საჯარო განცხადებაა მესაკუთრის მიერ დეპოზიტურ ბანკში განთავსებულ ფასიან ქაღალდთა განსაზღვრულ ფასად შესყიდვის თაობაზე.⁹⁶⁷ სხვა სიტყვებით, სატენდერო შეთავაზება გულისხმობს სამიზნე კორპორაციის ყველა აქციონერის მიმართ განხორციელებულ საჯარო შეთავაზებას მათი საჯარო მიმოქცევაში არსებული აქციების შესყიდვის მიზნით.⁹⁶⁸ ოფერტი, როგორც წესი, განხორციელებულია პირის ან პირთა (ინვესტორთა) ჯგუფის⁹⁶⁹ მიერ კომპანიის აქციების კლასის ან კლასების ნაწილის ან სრულად შექმნის თაობაზე.⁹⁷⁰ სატენდერო შეთავაზებით შექმნის არსი, შერწყმისა და ქონებრივი შექმნისგან გასხვავებით, საზოგადოების წილობრივი შესყიდვა პირდაპირ აქციონერებისგან,

⁹⁵⁸ Clark, *Corporate Law*, 1986, P. 537.

⁹⁵⁹ Brudney, Chirelstein, *Corporate Finance*, 1979, P. 709.

⁹⁶⁰ Sepe, Rogers, *Private Sale of Corporate Control: Why The European Mandatory Bid Rule is Inefficient*, 2010, P. 7.

⁹⁶¹ Brudney, Chirelstein, *Corporate Finance*, 1979, P. 710.

⁹⁶² Hertig, McCahery, *Company and Takeover Law Reforms in Europe*, 2006, P. 562-564.

⁹⁶³ Fleischer, Mundheim, *Corporate Acquisition by Tender Offer*, 115 U. of Pa.L.Rev., 1967, P. 317-321.

⁹⁶⁴ Brudney, Chirelstein, *Corporate Finance*, 1979, P. 709.

⁹⁶⁵ Hazen, *The Law of Securities Regulation*, 6th ed., 2009, P. 388-393.

⁹⁶⁶ ის შეიძლება მოიცავდეს კერძო მოლაპარაკების ელემენტებსა და აქციებით საჯარო ვაჭრობის ელემენტებსაც. იხ. Cox, Hazen, *Treatise on The Law of Corporations*, 3th ed., Vol. 4, 2010, P. 212-213.

⁹⁶⁷ Oesterle, *Mergers and Acquisitions*, 2006, P. 130.

⁹⁶⁸ Pinto, Branson, *Understanding Corporate Law*, 3rd ed., 2009, P. 148-150.

⁹⁶⁹ Aranow, Einhorn, *Tender Offers For Corporate Control*, 1973, P. 83-94.

⁹⁷⁰ Kanter, *Tender Offers Making and Meeting Them*, 1979, P. 12.

მენჯემენტისგან გვერდის ავლით შესაძლებლობაშია.⁹⁷¹ განსხვავება ტრანზაქციის მონაწილე პერსონათა სუბიექტივიზმშია.

ღირებულების⁹⁷² განსაზღვრა სატენდერო შეთავაზების კომპლექსურობის მეორე ნიშანია. მას, ძირითადად, კორპორაციის ეკონომიკურად პერსპექტიული⁹⁷³ ხედვა განსაზღვრავს.⁹⁷⁴ პოტენციური მყიდველი მზად არის გადაიხადოს პრემიუმთანხა,⁹⁷⁵ როგორც სატენდერო შეთავაზებისა და კონტროლის მოპოვების ღირებულება.⁹⁷⁶ პრემიუმღირებულება საბაზრო ღირებულებაზე გაცილებით მეტია.⁹⁷⁷ სატენდერო შეთავაზება და მასში გადახდილი პრემიუმთანხის ეკონომიკური პროგნოზირება ფასიან ქალაქზე,⁹⁷⁸ კაპიტალის ბაზარსა და ფირმის ეკონომიკურ პერსპექტივებზეა დამყარებული.⁹⁷⁹

ფასიან ქალაქს ორი განზომილება აქვს: რისკი და მოსალოდნელი შემოსავალი. რისკის დივერსიფიცირებას შემქმნი ინვესტირების საფუძველზე, მენჯემენტის 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.⁹⁸⁰

სატენდერო შემთავაზებელი შეთავაზებით სამართლებრივად იბოჭავს თავს.⁹⁸¹ აქცეპტირების შემთხვევაში ის შეისყიდის განსაზღვრულ ფასად კონკრეტული რაოდენობისა და კლასის აქციებს.⁹⁸² შეთავაზების გაკეთება ყველა აქციონერის მიმართ ხდება, რაც, თვისებრივად, პრაგმატულად, თავიდანვე გამორიცხავს შესაძენად შეთავაზებული ყველა აქციის ყიდვას,⁹⁸³ რადგან აქციათა მესაკუთრე

⁹⁷¹ *Gevurtz, Corporation Law*, 2th ed., 2010, P. 704.

⁹⁷² *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.

⁹⁷³ *Easterbrook, Fischel, The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, P.162-163.

⁹⁷⁴ *Klein, Coffee, Business Organization and Finance*, 10th ed., 2007, P. 190.

⁹⁷⁵ *Betton, Eckbo, Torbun, Corporate Takeovers*, 2008, P. 17-18.

⁹⁷⁶ *Haas, Corporate Finance*, 2011, P. 637.

⁹⁷⁷ *Sepe, Rogers, Private Sale of Corporate Control: Why The European Mandatory Bid Rule is Inefficient*, 2010, P. 8-34.

⁹⁷⁸ *Booth, Financing the Corporation*, 2010, P. 685-692.

⁹⁷⁹ შეად. *Dyck, Zingales, Private Benefits of Control: An International Comparison*, 2001, P. 8-9.

⁹⁸⁰ *Posner, Economic Analysis of Law*, 4th ed., 1992, P. 429.

⁹⁸¹ სატენდერო შეთავაზების სავალდებულო ძალა საკანონმდებლო დონეზეა განმტკიცებული. მას კონკრეტული შეზღუდვები უდევს საფუძველად. მას შემდეგ, რაც შემქმნი საჯარო სატენდერო შეთავაზების შესახებ განცხადებას აკეთებს, სატენდერო შეთავაზების მოქმედების პერიოდში მას ეკრძალება სამიზნე საზოგადოების აქციონერთა მიმართ, ტენდერის გარეთ, კერძო მოლაპარაკების წარმოება და აქციათა შექენა. იხ. *Security Exchange Act, Rule 14e-5(a)*. ფასიანი ქალაქების ბაზრის შესახებ კანონის მე-15 მუხლის მე-7 პუნქტი.

⁹⁸² *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3th ed., Vol. 4, 2010, P. 213.

⁹⁸³ *Gevurtz, Corporation Law*, 2th ed., 2010, P. 704. ოფერენტის მიერ გაკეთებული სატენდერო განაცხადი სავალდებულო აქცეპტირების შესრულებას არ ითვალისწინებს. შემქმნის გათვლა ჰიპოტეოური და პოტენციურია: ის პრემიუმ ღირებულების გადახდის გზით

რაციონალურად „მოახროვნე“, რომლის პერსპექტიული ხედვა წილის უფრო მაღალ ფასად გაყიდვაში წარმოჩინდება. ხოლო შექმნის ტაქტიკური⁹⁸⁴ ხედვა⁹⁸⁵ შემდეგნაირია: სატენდერო შეთავაზების პირველ ეტაპზე შეიძინოს მაქსიმალურად მეტი ხმის უფლების მქონე აქცია⁹⁸⁶ და თუ ის მიაღწევს საკონტროლო მანქვებელს, განახორციელებს “short-form” შერწყმას მცირე აქციონერთა განსადევნად.⁹⁸⁷ ნიშანდობლივია, რომ ასეთი სატენდერო შეთავაზება (აქციონერთა მიმართ) მტრული შესყიდვის დროს ხორციელდება.⁹⁸⁸

დოქტრინალური და საკანონმდებლო შინაარსობრივი დეფინიციების გარდა, არსებობს სამოსამართლო პრეცედენტული პრაქტიკა, რომელიც სატენდერო შეთავაზების, როგორც არსის, სუბსტანციური ელემენტების კონკრეტიზებას ახდენს.⁹⁸⁹ ეს ელემენტები იმ ფაქტობრივ გარემოებათა ჩამონათვალშია, რომელთა არსებობისას აქციების შექმნა სატენდერო შეთავაზებად დაკვალიფიცირდება და დაექვემდებარება სპეციალურ ანტიმონოპოლიურ ნორმატიულ რეგულირებას.⁹⁹⁰ *უელმანი დიკინსონის (Wellman v. Dickinson)* წინააღმდეგ საქმეში, სასამართლომ სატენდერო შეთავაზების განსაზღვრის რვა ფაქტობრივი გარემოება დაადგინა. სუბიექტის კორპორაციული ქმედება დაკვალიფიცირდება სატენდერო შეთავაზებად, თუ ის (1) აქციონერთა ფართო წრისადმია გაკეთებული, (2) რომელიც გამოშვებულ აქციათა მნიშვნელოვანი წილის (კონტროლის)⁹⁹¹ შექმნის მოთხოვნისკენ არის მიმართული; (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 შექმნისკენ (6) კონკრეტულად დადგენილი დროის განმავლობაში, (7) სადაც აქციების გასხვისების გადაწყვეტილების მისაღებად შეთავაზებული პირების (აქცეპტანტის) დარწმუნება ხდება და (8) შეთავაზება გაცხადებულია საჯაროდ, რაც ხელს შეუწყობს აქციათა სწრაფ აკუმულირებას.⁹⁹²

მოკლედ, სატენდერო შეთავაზება სამიზნე საზოგადოების აქციათა შექმნის პროცედურული, ინსტრუმენტალური, კაპიტალის ბაზარზე

სამიზნე საწარმოს აქციონერთა აქცეპტირების პროვოცირებას ახდენს. რა თქმა უნდა, ყველა აქციონერი ნების ავტონომიურობითა და საკუთრების კონსტიტუციური უფლებით სარგებლობს – გასხვისება მათი ნებელობითი აქტია.

⁹⁸⁴ ზოგადად, სატენდერო შეთავაზების განხორციელების ტაქტიკისთვის, იხ. *Brudney, Chirelstein, Corporate Finance*, 1979, P. 712-716.

⁹⁸⁵ იხ. *Betton, Eckbo, Torbun, Corporate Takeovers*, 2008, P. 20-25.

⁹⁸⁶ იხ. *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 816.

⁹⁸⁷ *Ventoruzzo, Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposal, Working Paper №137*, 2009, P. 21-26; *Haas, Corporate Finance*, 2011, P. 682.

⁹⁸⁸ *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5th ed., 2010, P. 21.

⁹⁸⁹ *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 Halway Hale Stores, Inc.*, 760 F.2d 945 (Cir. 1985).

⁹⁹⁰ *Haas, Corporate Finance*, 2011, P. 639-640.

⁹⁹¹ 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.

⁹⁹² *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3th ed., Vol. 4, 2010, P. 213-215.

დამკვიდრებული, სამართლებრივად რეგულირებადი მექანიზმი⁹⁹³ და შექმნის პრაქტიკული დემონსტრირების უმნიშვნელოვანესი ინტერსტრუქტურული, სტატიკური ელემენტია.⁹⁹⁴

3.4.3.3. დაუფლებითი შექმნა: სახეები და გამოვლინებები

3.4.3.3.1. „მეგობრული“ დაუფლება⁹⁹⁵

სატენდერო ოფერტის მრავალი სახეობა არსებობს.⁹⁹⁶ მათ შორის ტიპოლოგიურ სხვაობას⁹⁹⁷ მონაწილე სუბიექტთა და შეთავაზების

⁹⁹³ მისი მოწესრიგება ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონის მე-15 მუხლშია მოცემული, რომელსაც ეროვნული ბანკის სხვადასხვა რეგულაცია ავსებს.

⁹⁹⁴ Klein, *Coffee, Business Organization and Finance*, 10th ed., 2007, P. 189-190.

⁹⁹⁵ ე.წ. *friendly takeover*. იხ. *Lipton, Steinberger, Takeovers & Freezeouts*, 2002, chap. 1., P. 10-11.

⁹⁹⁶ სატენდერო შეთავაზების ქვემოთ ახსნილი სახეობები ოფერტის განსხვავებული კონფიგურაციული სტრუქტურით დიფერენცირებულია. არსებობს ნაწილობრივი სატენდერო შეთავაზება (*partially tender offer*), როდესაც შესაძენ აქციათა მაქსიმალური ზღვრული ოდენობაა დაფიქსირებული ოფერტში; არსებობს „ნებისმიერის“ ან „ყველას“ შექმნის 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 ხდება 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, არაემიტენტი 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 შექმნას ორეტაპიანი ღირებულებით ახორციელებს და ამით ფასთა სხვაობით მანიპულირებს, მაშინ სახეზე „კოერსული სატენდერო შეთავაზება“ (*coercive tender offer*). „კოერსიის“ დროს, „მომპარავი“ შემსყიდველი შექმნის პირველ ეტაპზე სამიზნე საზოგადოების 51% აქციების შექმნას მაღალ ფასად ახორციელებს. მაგალითად, თუ 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 შექმნის განხორციელების ორეტაპიანი მექანიზმის გამოყენების დროს. იხ. *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 224-226; *Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials*, 2000, P. 10-17.

⁹⁹⁷ 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

მოტივთა კლასიფიცირება უდევს საფუძვლად.⁹⁹⁸ სუბიექტთა დიფერენცირება შექმნის მოტივის მაკვალიფიცირებელია. შექმნის 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“ შექმნად განიხილება. თუ სატენდერო შეთავაზების ობიექტი სამიზნე საზოგადოება, როგორც იურიდიული პირია, რომლის მიზანი სამეწარმეო გაერთიანებით მეტი სარგებლის მიღება და საბაზრო ძალაუფლების ზრდა, ანუ სინერგეტიკული ეფექტის მიღწევაა, მაშინ სახეზე ე.წ. „სინერგეტიკული“,⁹⁹⁹ „მეგობრული“ დაუფლების ელემენტებია.¹⁰⁰⁰

დაუფლების სახეებად შექმნის 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.¹⁰⁰¹

მოლაპარაკების წარმოება შესაძლებელია ორ შემთხვევაში. თუ სამიზნე საზოგადოების მენეჯმენტს სწამს, რომ ეკვირის მიერ მისი შექმნა სასურველია მარკეტინგული და მენეჯერული თვალსაზრისით, მაშინ სამიზნე საზოგადოება იწყებს ტრანზაქციითა დებულებებზე შეთანხმებას. მეორე შემთხვევაში, დაუფლების ტრანზაქციას კიდევ ერთი მონაწილე ემატება. თუ სამიზნე საზოგადოებას არ სურს შექმნის პირველი ტრანზაქციული მეთოდის განხორციელება, მაშინ ის ეძებს კონკურენტ შემთავაზებელს (*white knight*)^{1002,1003} რომელთანაც იწყებს

ნებაყოფლობით სატენდერო შეთავაზების სახეს აყალიბებს. მისი განხორციელების წესი ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სამართლით არის კონსტანტირებული. ნების „ფორმირება“ შესაძლებელია წინასწარგანზრახულად (ორგანიზაციის შექმნის შემთხვევაში) ან, უბრალოდ, აქციითა პაკეტის შექმნით ჩვეულებრივი საინვესტიციო მიზნებისთვის, რომელსაც დაუფლების ევენტუალური სურვილი არ უდევს ქვეტექსტად. ორივე შემთხვევაში აქციითა 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 აქციითა 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 53²) წარმოდგენილი.

⁹⁹⁸ *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5th ed., 2010, P. 21.

⁹⁹⁹ *Morck, Shleifer, Vishny, Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers*, in: *Corporate Takeovers*, (edit. *Auerbach*), 1988, P. 101-102.

¹⁰⁰⁰ *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5th ed., 2010, P. 21.

¹⁰⁰¹ *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 817.

¹⁰⁰² *white knight* განსხვავებულია *white squire*-გან. პირველის შემთხვევაში, „თეთრი რაინდი“ არის ის სუბიექტი, რომელიც სამიზნე საზოგადოების მტრული დაუფლების ალტერნატიულ შემქმნად გამოდის და ეუფლება სამიზნე საზოგადოებაში კონტროლს. მისგან განსხვავებით, *white squire* არის აქციითა პაკეტის შემქმნი ჩვეულებრივი

მოლაპარაკებას მტრული შექმნის თავიდან ასაცილებლად.¹⁰⁰⁴ შედეგად, შექმნაზე გაკეთებული ნებისმიერი ტიპოლოგიური ბუნების შეთავაზება სამიზნე საზოგადოების გასხვისებას განაპირობებს. ამასთან, მნიშვნელობა არ აქვს ეს პირველი შემთავაზებული თუ უკეთესი წინადადების განმახორციელებელი კონკურენტი საწარმო იქნება. თუ კონკურენტი საწარმოს მოძიება შესაძლებლობათა პოტენციურ დიაპაზონში ლავირებს, ფიდუციური მოვალეობა და „აქციონერთა ღირებულების“ ზრდის დოქტრინა უკეთესი წინადადების მოზიდვისკენ მენეჯმენტის ქმედებათა მიმართვას სავალდებულოდ შესასრულებელს ხდის.

შერწყმის ან ქონებრივი შექმნის შემთხვევაში, როდესაც კომბინაციაში მონაწილე ორივე კორპორაციის ბორდი (დირექტორატი) შექმნის შეთანხმების ფორმირებით ურთიერთშეთანხმებულ გადაწყვეტილებას აღწევს, ანუ სამიზნე საზოგადოების მენეჯმენტი (ბორდი და აქციონერები) არ ეწინააღმდეგებიან ტრანზაქციას, სახეზეა კლასიკური, ე.წ. მეგობრული დაუფლება.¹⁰⁰⁵ ამ დროს სამიზნე საზოგადოების ბორდის მიერ, აქციონერთა საერთო კრების გამართვამდე ხდება ტრანზაქციის დამტკიცება, რომელსაც იწონებენ აქციონერები.¹⁰⁰⁶ „მეგობრული დაუფლება“ ანტიმონოპოლიურად მკაცრი რეგულაციების თავის არიდების მექანიზმადაც გამოიყენება, როდესაც მისი შესრულება შერწყმის კორპორაციული კომბინაციით ხორციელდება.¹⁰⁰⁷

კორპორაციული სტრუქტურის კუთხით, მეგობრული დაუფლება ისეთივე ცვლილების კაუზალურ პირობას წარმოადგენს, როგორც ქონებრივი შექმნის დროს. მეგობრული შექმნა ქონებრივი შექმნისა 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 შექმნას, მათ შორის „მეგობრულ შექმნას“, ტექნიკურად განხორციელების სამართლებრივად სწორი გამოვლინება ესაჭიროება. თუმცა, სასამართლოს მიერ ზოგიერთი კორპორაციული კომბინაცია არ კვალიფიცირდება „მეგობრულ“ შექმნად.¹⁰⁰⁸ მენეჯმენტის თანხმობით განხორციელებულ ტრანზაქციათა შესრულების სტრატეგიულ მექანიზმთა შორის გამოსაყოფია *leveraged buyout* და *management buyout*. მათი თეორიულ-სინქრონული ანალიზი შექმნითი კომბინაციის სქემატური სურათის აღქმის კიდევ ერთ სპექტრს ქმნის.

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.

¹⁰⁰³ *Davies, Hopt*, Control Transactions, in: *The Anatomy of Corporate Law*, 2009, P. 236-238.

¹⁰⁰⁴ *Gilson*, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 817.

¹⁰⁰⁵ *Clark*, *Corporate Law*, 1986, P. 532.

¹⁰⁰⁶ *Klein, Coffee*, *Business Organization and Finance*, 10th ed., 2007, P. 190-191.

¹⁰⁰⁷ *Clark*, *Corporate Law*, 1986, P. 537.

¹⁰⁰⁸ *Radin*, *The Business Judgment Rule*, vol. II, 2009, P. 2675-2685.

3.4.3.3.1.1. *Leveraged buyout*, როგორც „მეგობრული“ დაუფლების მეთოდური გამოვლინება

საკორპორაციო სამართალში, შექმნის მრავალფეროვანი სამართლებრივი საშუალებებიდან, *leveraged buyout (LBO)* თვისებრივი სპეციფიკურობით გამოირჩევა.¹⁰⁰⁹ ის კონტროლის გადასვლის (შეცვლის) კერძო შემთხვევაა,¹⁰¹⁰ რომლის მთავარი ასპექტი ტრანზაქციის ფინანსური უზრუნველყოფისა და შესრულების მეთოდოლოგიაში მდგომარეობს.¹⁰¹¹ *LBO* არ მოიცავს სხვა კომპანიათა მონაწილეობით კორპორაციულ კომბინაციას. ის არის კორპორაციის ინვესტორთა მიერ აქციათა შესყიდვა.¹⁰¹² ამ დროს ხდება წილობრივი შექმნა ნაღდი ფულის სანაცვლოდ, სადაც ინვესტორი ან ინვესტორთა ჯგუფი ნაღდი ფულის სანაცვლოდ ყიდულობენ სამიზნე საზოგადოების აქციონერთაგან აქციებს სატენდერო შეთავაზების საშუალებით.¹⁰¹³ შედეგად, იურიდიულ დოკტრინაში „ლევერეჯირებული გამოსყიდვა“ სატენდერო შეთავაზების ვირტუალურ სინონიმად არის გაანალიზებული.¹⁰¹⁴

შექმნის პროცედურული განხორციელებისთვის, ინვესტორი, ძირითადად, კერძო სექტორიდან (*private equity firm*), რომელიც ამხანაგობის ტიპის საზოგადოების ფორმით ფუნქციონირებენ, ქმნის „ფიქტიურ“ „შემქმნი“¹⁰¹⁵ 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 ნაღდი ფულსაც. დაფინანსების სტრუქტურების ეს ფორმა არის, ე.წ. *leveraged*. შესაბამისად, „შემქმნი“ კორპორაციის კაპიტალის სტრუქტურა ფორმირებულია გაზრდილი სასესხო სახსრების თანაფარდობით შიდა (*equity*) დაფინანსებასთან მიმართებით.¹⁰¹⁶ სასესხო ფასიანი ქაღალდად კი გამოიყენება, ე.წ. *Junk bond*.¹⁰¹⁷

„შემქმნი“ კორპორაცია, მომდევნო ეტაპზე, მოზიდულ სახსრებს სამიზნე საზოგადოების აქციონერთა საჯარო აქციების საკონტროლო პაკეტის შესაძენად იყენებს. სასურველი ზღვრული ოდენობის შექმნის 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

¹⁰⁰⁹ *Tirole*, *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press, 2006, P. 47-48.

¹⁰¹⁰ *Williamson*, *Mergers, acquisitions, and Leveraged Buyouts: An efficiency assessment*, in: *Corporate Law and Economic Analysis*, (edit. *Bebchuk*), 1990, P. 11.

¹⁰¹¹ *Haas*, *Corporate Finance*, 2011, P. 609.

¹⁰¹² *Klein, Coffee*, *Business Organization and Finance*, 10th ed., 2007, P. 191.

¹⁰¹³ *Haas*, *Corporate Finance*, 2011, P. 609.

¹⁰¹⁴ იხ. *Hurst, William*, *Cases and Materials on Corporations*, 1999, P. 706.

¹⁰¹⁵ „ფიქტიურობას“ მისი სამიზნე საზოგადოების შექმნის ერთადერთი საგნობრივი მიზანი განაპირობებს.

¹⁰¹⁶ *Oesterle*, *Mergers and Acquisitions*, 2006, P. 27.

¹⁰¹⁷ 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.

გამოიყენება, რადგან შერწყმა ვალდებულებათა გაერთიანების ევენტუალური შედეგით ხასიათდება. თავის მხრივ, „ფიქტიური“ კორპორაცია სასესხო ვალდებულებების ნაცვლად სამიზნე საზოგადოების ხმის უფლების მქონე აქციათა მესაკუთრე ხდება.¹⁰¹⁸ „ფიქტიური“ კორპორაციის მიერ გაცემული მოკლევადიანი სასესხო ფასიანი ქაღალდიდან დარიცხული ვალის გადახდა სამიზნე საზოგადოების ქონებაზე მიექცევა.¹⁰¹⁹ ეს ნიშნავს, რომ ინვესტორი ან ინვესტორთა ჯგუფი სამიზნე საზოგადოებას მენეჯმენტისგან გვერდის ავლით დაეუფლა, რომლის თავდაპირველი გაცხადებული „განზრახვა“ შთანთქმის განხორციელება არ ყოფილა.¹⁰²⁰ ტრანზაქციის შედეგად, გადარჩენილი სამიზნე საზოგადოების მიერ „ფიქტიური“ კორპორაციის ვალდებულებათა შეთვისების შედეგები „ღია“ სს-ის „დახურულ“ სს-ად ტრანსფორმირებას, ანუ დელისტინგს შეუწყობს ხელს,¹⁰²¹ რომელსაც კაპიტალის სტრუქტურა გაზრდილი სასესხო კაპიტალიზაციის ფორმით¹⁰²² ექნება ჩამოყალიბებული.¹⁰²³

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.¹⁰²⁴ 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 მიიღტვის. ასეთი შემთხვევა, ტრანზაქციაში მონაწილე აქციათა ღირებულების გამოთვლის პროცესში წარმოიშობა.¹⁰²⁵

ზემოაღნიშნული ანალიზი ფინანსური „ლევერიჯის“ ბაზაზეა შესრულებული. „ლევერიჯი“ კაპიტალის სტრუქტურის დეტერმინანტია. ის, ტერმინოლოგიურად, გამოიყენება სასესხო და შიდა კაპიტალიზაციის ფინანსური შედეგების აღწერისთვის.¹⁰²⁶ სასესხო ფასიანი ქაღალდი, რომელიც დაფინანსების ამ მეთოდისთვის გამოიცემა, გამცემი კომპანიის ქონებით არის უზრუნველყოფილი. ასეთ სესხს ქონებაზე დაფუძნებული¹⁰²⁷ ან უზრუნველყოფილი სესხი¹⁰²⁸ ეწოდება.¹⁰²⁹ ნასესხები

¹⁰¹⁸ შეად. *Gevurtz, Corporation Law*, 2th ed., 2010, P. 709.

¹⁰¹⁹ *Haas, Corporate Finance*, 2011, P. 609.

¹⁰²⁰ *Klein, Coffee, Business Organization and Finance*, 10th ed., 2007, P. 190.

¹⁰²¹ *Pay’N Pak Stores v. Court Square Capital LTD* (9th Cir. 1998).

¹⁰²² *Ventoruzzo, Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposal*, Working Paper №137, 2009, P. 7-9.

¹⁰²³ *Williamson, Mergers, acquisitions, and Leveraged Buyouts: An efficiency assessment*, 1990, P. 11-14.

¹⁰²⁴ *Vicari, Conflicts of Interest of Target Company’s Directors and Shareholders in Leveraged Buy-Outs*, ECFR, 2007, P. 346-352.

¹⁰²⁵ *Vicari, Conflicts of Interest of Target Company’s Directors and Shareholders in Leveraged Buy-Outs*, ECFR, 2007, P. 352-362.

¹⁰²⁶ *Klein, Coffee, Business Organization and Finance*, 10th ed., 2007, P. 8.

¹⁰²⁷ ეწ. *Asset-based lending*.

¹⁰²⁸ ეწ. *Secured lending*.

¹⁰²⁹ იხ. *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5th ed., 2010, P. 499.

ფულის საინვესტიციო ბრუნვა შიდა დაფინანსების ფინანსურ ბერკეტს, „ლევერიჯს“ წარმოადგენს, ანუ მისი გამოყენება კომპანიისთვის სასარგებლო შედეგების დადგომას უწყობს ხელს.¹⁰³⁰ „ლევერიჯის“ დეფინიცია *LBO*-ის მთავარი განმსაზღვრელია. კორპორაციულ კომბინაციათა ფინანსურ-ეკონომიკური ემპირიული კვლევები, მის უმთავრეს სახასიათო ნიშნად ვალდებულებების შემცველი სასესხო ფასიანი ქაღალდის აქციაში გაცვლის ელემენტს გამოყოფენ.¹⁰³¹

LBO-ის საშუალებით საწარმოს დაუფლების მეორე ეტაპის შერწყმის ფორმით რეალიზირების გარდა, არსებობს შექმნილი საზოგადოების ქონებრივი გაყიდვა ან ბიზნესსაქმიანობის გასხვისების სამართლებრივი შესაძლებლობა. თუ *leveraged* დაფინანსებული ტრანზაქციისთვის აღებული ვალის გადახდა სამიზნე საზოგადოების მხოლოდ ნაწილობრივი ქონებრივი გასხვისების ნაცვლად შემქმნი 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 ტიპიური განადგურებითი ანუ *Bust-up LBO*.¹⁰³² უკანასკნელი გამოიყენება იმ დროს, როდესაც ინვესტორის მიერ სამიზნე საზოგადოების შექმნა ინვესტირებული თანხის დივერსიფიცირებისა და მისგან, განსაზღვრული პერიოდის შემდეგ, მოგების მიღების მიზნით ხდება. მისი ძირითადი არსი ტრანზაქციის დაფინანსების წყაროსა და სესხის დაკმაყოფილების მეთოდშია. თუ შემქმნი სამიზნე საზოგადოების ქონების მნიშვნელოვან ნაწილს აღებული სესხის დასაფარად ყიდის და ქონებრივი გაყიდვა სამიზნე საზოგადოების საქმიანობის დასრულებას იწვევს, მაშინ სახეზეა *Bust-up Takeover*.¹⁰³³ პარალელურად, შესაძლებელია, შექმნილი საწარმოს მენეჯმენტის, სამეწარმეო საქმიანობისა და ბიზნესსტრატეგიების გაუმჯობესების შემდეგ, ინვესტორმა სამიზნე საზოგადოება კაპიტალის ორგანიზებულ ბაზარზე დაარეგისტრიროს, სადაც მის საბოლოო რეალიზებას მოახდენს.¹⁰³⁴

3.4.3.3.1.2. *Management buyout*, როგორც „მეგობრული“ დაუფლების მეთოდური გამოვლინება

Management buy out სასესხო დაფინანსების საპირისპირო, შექმნის პანაცისგან განსხვავებული, ლოკალური, მაგრამ კომპლექსური ხასიათის მქონე ტრანზაქციული კორპორაციულ-მენეჯმენტური მონაწილეობით შესრულებული დაპატრონების სქემატურად იდოსინკრატული გამოვლინებაა. *Management buy out* (შემოკლებით - *MBO*), როგორც „მეგობრული“ დაუფლების მეთოდურ საშუალებად კვალიფიცირებას, მისი მიზანი განაპირობებს, რასაც მრავალი სასამართლო გადაწყვეტილება ამყარებს.¹⁰³⁵ თუ სამიზნე საზოგადოება ეწინააღმდეგება დაპატრონების ტრანზაქციას, მენეჯმენტს შეუძლია

¹⁰³⁰ Klein, Coffee, Business Organization and Finance, 10th ed., 2007, P. 9-11.

¹⁰³¹ Williamson, Mergers, acquisitions, and Leveraged Buyouts: An efficiency assessment, 1990, P. 15.

¹⁰³² სხვანაირად: “breakup”. იხ. Haas, Corporate Finance, 2011, P.609, 610.

¹⁰³³ Lipton, Steinberger, Takeovers & Freezeouts, 2002, chap. 1., P. 25.

¹⁰³⁴ Macey, Corporate Governance, 2008, P. 241-244.

¹⁰³⁵ Radin, The Business Judgment Rule, vol. II, 2009, P. 2663-2675.

თავდაცვის მექანიზმად¹⁰³⁶ აქციების გამოსყიდვის ეს მეთოდი გამოიყენოს.¹⁰³⁷

MBO, შინაარსობრივად, იგივე ტიპის ტრანზაქციული სქემაა, როგორც *LBO*.¹⁰³⁸ ის არის სამიზნე საზოგადოების აქციათა სასესხო დაფინანსებით¹⁰³⁹ შექმნის ერთ-ერთი ვარიანტი¹⁰⁴⁰ იმ განსხვავებით, რომ ინვესტორთა ჯგუფის ნაცვლად, ან შემქმნ ინვესტორთა ჯგუფში მონაწილედ სამიზნე საზოგადოების მენეჯმენტი გამოდის.¹⁰⁴¹ მენეჯმენტის გათვლით, საზოგადოების აქციების მიმდინარე ღირებულება მის ნამდვილ ღირებულებას არ შეესატყვისება (*undervalued*) და ის გაცილებით მაღალი ღირებულების მქონეა.¹⁰⁴² ეს მათ, მომავალში, თავისუფალი ფულადი თანხის შემოდინების პერსპექტივას რეალურ განზომილებაში წარმოსახავს. მისი გამოყენების მთავარ წინაპირობას, როგორც წესი, „ღია“ კორპორაციის „დახურულ“ კომპანიად გადაქცევა (*going private*)¹⁰⁴³¹⁰⁴⁴ წარმოადგენს,¹⁰⁴⁵ განთავსებულ აქციათა შემქმნი სუბიექტები კი მენეჯერები არიან.¹⁰⁴⁶ სესხით დაფინანსების მექანიზმი არ გამორიცხავს დელისტინგის სხვა საფუძველთა წარმოშობას, რამდენადაც ტრანზაქციაში სამიზნე საზოგადოების ბორდია მონაწილე. კერძოდ, შესაძლებელია, სამიზნე საზოგადოებამ ტრანზაქციისთვის, ბორდის

¹⁰³⁶ არასასურველი დაუფლებისგან თავდაცვის საშუალებების ანალიზი ქვემოთ არის წარმოდგენილი.

¹⁰³⁷ *Gevurtz*, Corporation Law, 2th ed., 2010, P. 709.

¹⁰³⁸ *Haas*, Corporate Finance, 2011, P. 610.

¹⁰³⁹ 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.

¹⁰⁴⁰ *Gilson*, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, 1986, P. 913.

¹⁰⁴¹ *Fleischer, Sussman*, Takeover Defense, vol. I, chap. 14, 2000, P. 3.

¹⁰⁴² *Depamphilis*, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities, 5th ed., 2010, P. 498.

¹⁰⁴³ *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, 3th ed., Vol. 4, 2010, P. 121.

¹⁰⁴⁴ *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, 3th ed., Vol. 4, 2010, P. 140; *Ventoruzzo*, Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposal, Working Paper №137, 2009, P. 2-6.

¹⁰⁴⁵ *Oesterle*, Mergers and Acquisitions, 2006, P. 254.

¹⁰⁴⁶ აუცილებელია ერთმანეთისგან გაიმიჯნოს მენეჯმენტის მონაწილეობით შესრულებული შესყიდვების კლასები (*MBO* და *Interfirm (cash) tender offer*). *MBO*-ის შემთხვევაში, თავად სამიზნე საზოგადოების მენეჯმენტია შემქმნის როლში, როდესაც საჯარო საზოგადოების განთავსებულ აქციათა შემქმნას აქციონერებისგან ახორციელებს. მისგან საპირისპირო ტრანზაქციულ გამოვლინებას წარმოადგენს *Interfirm (cash) tender offer*. უკანასკნელის შემთხვევაში, სამიზნე საზოგადოების აქციონერთა განთავსებულ აქციათა შემქმნაში მონაწილეობს მენეჯმენტი, უფრო მეტიც, შემქმნი 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.

უფლებამოსილებათა ფარგლებში, გამოუშვას გარკვეული რაოდენობის აქციები აქციონერთა კრების მოწონების გარეშე (ნებადართული აქციების კოტიდან). თუ მსგავს შემთხვევას ექნება ადგილი, კაპიტალის ბაზარზე დამკვიდრებული წესების თანახმად, კორპორაცია ექვემდებარება დელისტინგს.¹⁰⁴⁷ მოცემული შემთხვევის დემონსტრირება *going private*-ის ამხსნელ ერთ-ერთ მაგალითად გამოდგება.¹⁰⁴⁸ ტრანზაქციის დასრულების შედეგად, სამიზნე საზოგადოების მენეჯერები სამიზნე საზოგადოების აქციათა პაკეტს, ძირითადად, საკონტროლო პროცენტულ ზღურბლს ზემოთ ფლობენ.¹⁰⁴⁹

კორპორაციული სტრუქტურის ცვლილების კუთხით, გარდა კაპიტალის სტრუქტურული ცვლილებისა,¹⁰⁵⁰ აღსანიშნავია ისეთ სტრატეგიულ ორგანიზაციულ სემენტში ცვლილება, როგორც კონტროლი და საკუთრებაა. მენეჯმენტის მიერ შექმნის სასესხო დაფინანსება შექმნილ საზოგადოებაში საკუთრებისა და კონტროლის გამიჯვნის *ბერნისეულ* დეფინიციას ცდება და კლასიკურ „პრინციპალ-აგენტს“ შორის წარმოშობილ კონფლიქტს ქმნის.¹⁰⁵¹ ამ დროს, ღირებუროთა ჯგუფი იმავე საზოგადოებაში საკონტროლო პაკეტის მესაკუთრე გვევლინება.¹⁰⁵² 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.¹⁰⁵³

3.4.3.3.1.3. სასესხო დაფინანსებით შექმნის ზოგიერთი პრობლემური საკითხის განმარტებისთვის

სასესხო დაფინანსების ორივე ტიპი (*LBO* და *MBO*) კორპორაციის ფინანსური რესტრუქტირიზაციის სახეობაა.¹⁰⁵⁴ მისთვის „მეგობრული“ ხასიათის მინიჭება კონტროლის არასასურველი შეცვლის თავიდან არიდებაში მდგომარეობს.¹⁰⁵⁵ მენეჯმენტი, შექმნამდეც, სამიზნე საწარმოს მაკონტროლებელ ორგანოს წარმოადგენდა.¹⁰⁵⁶ სანაცვლოდ, ორი სხვა პრობლემა იჩენს თავს.

პირველი, მენეჯმენტის მიერ აქციათა შექმნის შესახებ სატენდერო შეთავაზების გაკეთების პერიოდში, რომელიც სულ მცირე 20 სამუშაო

¹⁰⁴⁷ Radin, *The Business Judgment Rule*, vol. II, 2009, P. 2662-2663.

¹⁰⁴⁸ Ventrizzo, *Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposal*, Working Paper №137, 2009, P. 4-5.

¹⁰⁴⁹ Fleischer, Sussman, *Takeover Defense*, vol. I, chap. 14, 2000, P. 5.

¹⁰⁵⁰ Depamphilis, *Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5th ed., 2010, P. 507-509.

¹⁰⁵¹ ეს კონფლიქტი საზოგადოების მენეჯმენტსა და აქციონერებს შორის კოლიზიურ ურთიერთობას მოიცავს. იხ. Armour, Hansmann, Kraakman, *Agency Problems and Legal Strategies*, 2009, P. 21.

¹⁰⁵² Cox, Hazen, *Treatise on The Law of Corporations*, 3th ed., Vol. 4, 2010, P. 136.

¹⁰⁵³ Vicari, *Conflicts of Interest of of Target Company's Directors and Shareholders in Leveraged Buy-Outs*, ECFR, 2007, P. 346-369.

¹⁰⁵⁴ იხ. დიაგრამა I.

¹⁰⁵⁵ Gevurtz, *Corporation Law*, 2th ed., 2010, P. 704-705.

¹⁰⁵⁶ Klein, Coffee, *Business Organization and Finance*, 10th ed., 2007, P. 192.

დღეს შეადგენს,¹⁰⁵⁷ შესაძლებელია კონკურენტი შემთავაზებლის გამოჩენა.¹⁰⁵⁸ ეს შეთავაზება გარკვეული გამოწვევაა მენეჯმენტისთვის, რადგან, თუ კონკურენტული ოფერტი უფრო კარგი პირობით იქნა გაკეთებული,¹⁰⁵⁹ მენეჯმენტი არჩევანის წინაშე დადგება.¹⁰⁶⁰ წარმოიშობა „პრინციპალ-აგენტის“¹⁰⁶¹ *ex ante/ex post* კონფლიქტი,¹⁰⁶² რომელიც ფილციურ ვალდებულებათა დაცვის კუთხით პოვნებს განვითარებას.¹⁰⁶³ სატენდერო შეთავაზება, თავისი არსით, საუკეთესო ფასის შეთავაზებას მოიცავს.¹⁰⁶⁴ როდესაც ასპარეზზე კონკურენტი შემთავაზებელი გამოდის, ბუნებრივია, მისი მხრიდან, აქციონერს, უკეთესი შეთავაზების მოლოდინი აქვს.¹⁰⁶⁵ ამ დროს, მენეჯმენტმა სამიზნე საზოგადოებაზე კონტროლის მექანიზმი, მისი მოცემული ღირებულებისა თუ სამომავლო ღირებულებითი პერსპექტივების შესახებ ინფორმაცია, არ უნდა გამოიყენოს კონკურენტი შეთავაზების დასაბლოკად.¹⁰⁶⁶ თუმცა, კონკურენტული შეთავაზების საზრისი შესაძენი აქციის ფასის ზრდაშია, რაც მომგებიანია სამიზნე საზოგადოების მესაკუთრეთათვის.¹⁰⁶⁷ პარალელურად, აქციონერების მიერ მენეჯმენტისგან წამოსული შეთავაზების მოწონება, შეიძლება სრულად არ ასახავდეს მათ რეალურ შეხედულებას გასაყიდი აქციის სამართლიანი ფასის შესახებ.¹⁰⁶⁸ ფასის სამართლიანი განსაზღვრის ხელშემშლელი ფაქტორი შეძენის სატენდერო შეთავაზების (ოფერტის) დაფინანსებისა და ანაზღაურების სახეზე შეთანხმების მიუღწევლობაც არის.¹⁰⁶⁹ რთული წარმოსადგენია როგორ უნდა შედგეს მოლაპარაკება, როდესაც აქციონერთათვის შეძენის

¹⁰⁵⁷ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 223.*

¹⁰⁵⁸ *Clark, Corporate Law, 1986, P. 518.*

¹⁰⁵⁹ *Fleischer, Sussman, Takeover Defense, vol. I, chap. 14, 2000, P. 40.*

¹⁰⁶⁰ კონკურენტი შემთავაზებლის უკეთესი წინადადება *MBO*-ის განმასხვრციელებელთათვის 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 (6th Cir. 1986).*

¹⁰⁶¹ ბიზნეს-ტრანზაქციულ და კომერციულ სამართალში პრინციპალ-აგენტის ურთირთმიმართებისთვის, იხ. *Bradgate, Commercial Law, 2005, P. 176-207.*

¹⁰⁶² *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 გამიჯვნის პრობლემის წინაშე აღმოჩნდება, რადგან ღირეპტორატი, იმავდროულად, აქციათა საკონტროლო პაკეტის მფლოებელი შეიძლება გახდეს. იხ. *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 136.*

¹⁰⁶³ *Radin, The Business Judgment Rule, vol. II, 2009, P. 2315-2319.*

¹⁰⁶⁴ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 224.*

¹⁰⁶⁵ *Gevurtz, Corporation Law, 2nd ed., 2010, P. 704.*

¹⁰⁶⁶ 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.*

¹⁰⁶⁷ *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, 1986, P. 816.*

¹⁰⁶⁸ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 137.*

¹⁰⁶⁹ 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.*

რეკომენდატორი დირექტორები, იმავე დროს, შემქმნ სუბიექტებს წარმოადგენენ.¹⁰⁷⁰

რაც შეეხება მეორე პრობლემას, ამ დროს წარმოიშობა ინფორმაციის¹⁰⁷¹ ასიმეტრიულობის,¹⁰⁷² პირადი დაინტერესებისა¹⁰⁷³ და, შესაბამისად, ფიდუციურ მოვალეობათა დაცვის პრობლემა.¹⁰⁷⁴ ინფორმაციის გახსნილობის ვალდებულება და მისი პირადი ინტერესისათვის გამოყენების აკრძალვა¹⁰⁷⁵ საკანონმდებლო დონეზეა მოწესრიგებული.¹⁰⁷⁶ თუმცა მისი რეგულირება ყოველწლიური ან ყოველკვარტალური ინფორმაციის საჯაროობის ვალდებულებას ემყარება, რაც, მოცემული ტრანზაქციის დადების მომენტისათვის, მოძველებული შეიძლება აღმოჩნდეს.¹⁰⁷⁷ პირადი დაინტერესება და ფიდუციური მოვალეობები სინქრონულ ურთიერთმიმართებაშია. თუ დასადები ტრანზაქციის შესახებ ყველა ინფორმაცია¹⁰⁷⁸ არსებული მდგომარეობს სიმეტრიულია, პირადი დაინტერესების გამორიცხვა სირთულეს არ წარმოადგენს.¹⁰⁷⁹ მაგრამ, შეთავაზებული ფასის ადეკვატურობის დეტერმინაცია და აქციონერთათვის საუკეთესო ღირებულების მქონე შეთავაზების რეკომენდირება¹⁰⁸⁰, ფიდუციური მოვალეობის შესრულებას ართულებს. ეს კი პირადი დაინტერესების არსებობის საფუძვლიან ეჭვს იწვევს. სასამართლო გადაწყვეტილებამ *Revlon MacAndrews & Forbers Holdings*-ის წინააღმდეგ, დირექტორთა ფიდუციურ 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

¹⁰⁷⁰ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 137.*

¹⁰⁷¹ *Lee, What is An Exchange?, 2000, P. 97-117.*

¹⁰⁷² *Davies, Hopt, Control Transactions, in: The Anatomy of Corporate Law, 2009, P. 174.*

¹⁰⁷³ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 137.*

¹⁰⁷⁴ *Fleischer, Sussman, Takeover Defense, vol. I, chap. 14, 2000, P. 9-14.*

¹⁰⁷⁵ *Hazen, The Law of Securities Regulation, 6th ed., 2009, P. 406-407.*

¹⁰⁷⁶ იხ. *Fleischer, Sussman, Takeover Defense, vol. I, chap. 14, 2000, P. 22-25.* შეად. Williams Act, Sec. 13 (d).

¹⁰⁷⁷ *Davies, Hopt, Control Transactions, in: The Anatomy of Corporate Law, 2009, P.175.*

¹⁰⁷⁸ 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. 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 დირექტივა არსებობს, რომელიც *sue generis* უფლებას ინფორმაციული ბაზის დაცულობაზე საგარანტიო კონტექსტში განიხილავს. იხ. *Lee, What is An Exchange?, 2000, P. 147-149.*

¹⁰⁷⁹ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 137.*

„დაუინტერესებელი დირექტორის“ დეფინირებისთვის, იხ. *Radin, The Business Judgment Rule, vol. II, 2009, P. 2314-2315.*

¹⁰⁸⁰ მსგავსი ტიპის რეკომენდაციები ეროვნული ბანკის მიერ დადგენილი წესების მიხედვით უნდა იქნეს გაკეთებული. იხ. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონის მე-15 მუხლის მე-3 პუნქტი.

იურიდიული პირის, განადგურებას გამოიწვევს (*break-up of the corporate entity*).¹⁰⁸¹ თუმცა, პარალელურად, გამონაკლისიც დაუშვა: რეგლონის კრიტერიუმები არ ვრცელდება იმ ტრანზაქციებზე, რომელიც ერთი მაკონტროლებელი აქციონერის მეორე მაკონტროლებელი აქციონერით ჩანაცვლებაზე იდება.¹⁰⁸²

გამოსასყიდი ღირებულება, როგორც წესი, შესაძენი აქციის ღირებულების 30%-დან 50%-მდე მერყეობს, რომელსაც აქციონერი პრემიუმღირებულებას¹⁰⁸³ დანამატის სახით ღებულობს.¹⁰⁸⁴ ღირებულების სამართლიან განსაზღვრასთან ერთად, კაპიტალის სტრუქტურის რეფორმირების საკითხი, ხშირად, შექმნილი საზოგადოების კრედიტორთა სასარჩელო წარმოების დაწყების საფუძველი გამხდარა.¹⁰⁸⁵ კრედიტორები, ანუ სასესხო ფასიანი ქაღალდის მფლობელები (*bondholders*), ექსტრაორდინალური რაოდენობით კაპიტალის ნასესხები ფულით ფორმირებას აპროტესტებენ.¹⁰⁸⁶ პროტესტი ემყარება მოსარჩელეთა საკუთრებაში არსებულ ობლიგაციათა საინვესტიციო ღირებულების სპეკულაციურ შემცირებას შექმნის სასესხო დაფინანსებით განხორციელებით.¹⁰⁸⁷ შესაბამისად, საკითხი თაღლითურ გარიგებასა¹⁰⁸⁸ და ფიდუციურ მოვალეობათა დარღვევაზე გადის.¹⁰⁸⁹

ფიდუციური მოვალეობების დარღვევის გარდა, კრედიტორს სასარჩელო წარმოება სხვა მიმართულებითაც შეუძლია განავრცოს.¹⁰⁹⁰ კრედიტორს, მენეჯმენტის მიერ კაპიტალის სტრუქტურის ფორმირებაში ფიდუციური მოვალეობის დარღვევის ნაცვლად, შეუძლია სასესხო დაფინანსების მექანიზმის თვალთმაქცურ/თაღლითურ გარიგებად კვალიფიცირების კუთხით წავიდეს. იმისათვის, რომ შექმნა თაღლითურ გარიგებად დაკვალიფიცირდეს ორი პრინციპული გზა არსებობს. პირველი, კრედიტორთა მოტყუების განხრახვანა. სასარჩელო წარმოების მსვლელობისას მისი მტკიცების საყრდენი საზოგადოების სესხით შექმნის მიზანში იქნება. კერძოდ, თუ დაასაბუთებს, რომ ობლიგაციური დაფინანსება შექმნილი კორპორაციის სამეწარმეო საქმიანობის ზრდისა და კრედიტორთა დაკმაყოფილების ნაცვლად გამიზნული იყო აქციონერთა საკუთრებაში „გადასასვლელად“, მაშინ სასამართლო ასეთ შემთხვევას, მაღალი ალბათობით, თაღლითობად დააკვალიფიცირებს.¹⁰⁹¹ მეორე, თუ კრედიტორი დაასაბუთებს, რომ ბანკროტია ან მისი

¹⁰⁸¹ *Radin*, The Business Judgment Rule, vol. II, 2009, P. 2320-2325.

¹⁰⁸² *Radin*, The Business Judgment Rule, vol. II, 2009, P. 2534.

¹⁰⁸³ ეკონომიკური ანალიზის თანახმად, აქციონერისთვის სასესხო დაფინანსების ეტაპზე პრემიუმ ღირებულების გადახდა „ილუზიურია“. იხ. *Easterbrook, Fischel*, The Economic Structure of Corporate Law, 1991, P. 138,139.

¹⁰⁸⁴ *Wright, Renneboog, Simons, Scholes*, Leveraged Buyout in U.K. and Continental Europe: Retrospect and Prospect, Wor.P. #126, 2006, P. 8-10.

¹⁰⁸⁵ *Haas*, Corporate Finance, 2011, P. 610-611.

¹⁰⁸⁶ *Metropolitan Life Insurance Co. v. RJR Nabisco, Inc.*, 716 F.Supp. 1504 (S.D.N.Y. 1989).

¹⁰⁸⁷ *Haas*, Corporate Finance, 2011, P. 611. შეად. *Klein, Coffee*, Business Organization and Finance, 10th ed., 2007, P. 192; *Fleischer, Sussman*, Takeover Defense, vol. I, chap. 14, 2000, P. 39-4.

¹⁰⁸⁸ *Cox, Hazen*, Treatise on The Law of Corporations, 3th ed., Vol. 4, 2010, P. 60-63.

¹⁰⁸⁹ *Cox, Hazen*, Treatise on The Law of Corporations, 3th ed., Vol. 4, 2010, P. 137-140.

¹⁰⁹⁰ *United States v. Tabour Court Realty Corp.*, 803 F. 2d. 1288 (3d Cir. 1986).

¹⁰⁹¹ 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).

გაბანკროტება, ტრანსფერის შედეგებიდან გამომდინარე, გარდაუვალია და ფასიან ქალაქთა გაცვლის შედეგად მას არ მიუღია სამართლიანი ეკვივალენტი და დაირღვა კეთილსინდისიერების პრინციპი ტრანსფერული პროცედურებისას, ტრანზაქცია თაღლითურ გარიგებად განიხილება.¹⁰⁹²

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 აყალიბებენ კორპორაციის სტრუქტურაში ფუნდამენტური ცვლილებების განხორციელებისკენ მიმავალ გზაზე.¹⁰⁹³

3.4.3.3.2. „მტრული“ დაუფლება/შთანთქმა¹⁰⁹⁴

აქციათა შესყიდვის შესახებ სატენდერო შეთავაზება კორპორაციათა შექმნის ალტერნატიული და პოპულარული ვარიანტია.¹⁰⁹⁵ მისი განხორციელების უპირატესობა დროის კონკრეტულად მცირე პერიოდით აიხსნება, რაც განპირობებულია იმით, რომ ტრანზაქციაში სამიზნე¹⁰⁹⁶ საზოგადოების მენეჯმენტი მონაწილეობას არ იღებს და არც მცირე აქციონერთა უფლებების დაცვის მექანიზმებია გარანტირებული.

¹⁰⁹² Cox, Hazen, Business Organizations Law, 3rd ed., 2011, P. 630.

¹⁰⁹³ 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 ფიდუციურ 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. *მაისურადე*, 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.

¹⁰⁹⁴ იხ. *Lipton, Steinberger*, Takeovers & Freezeouts, 2002, chap. 1., P. 25-27.

¹⁰⁹⁵ Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 145.

¹⁰⁹⁶ 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.

არსებობს რამდენიმე სახის სატენდერო შეთავაზების ტაქტიკა,¹⁰⁹⁷ რომელიც, როგორც წესი, ასევე, რამდენიმე საფეხურიანი შექმნის¹⁰⁹⁸ პირველ ან მეორე ეტაპს წარმოადგენს,¹⁰⁹⁹ ან გამიზნულია მცირე აქციონერთა გასაძიებლად ან „დახურულ“ კორპორაციად გარდასაქმნელად.¹¹⁰⁰ ის „მტრული“ დაუფლების განხორციელების სამართლებრივად მოწესრიგებული ტექნიკური საშუალებაა.

ყველა კომპანია, პოტენციურად, დაუფლების სამიზნე ობიექტია.¹¹⁰¹ დაუფლების სახეთა შორის არსებული დიქოტომია ორ განზომილებაში შეიძლება განივრცოს, რომელიც მის სუბტიპებს გამოყოფს. პირველი, დასაუფლებელი სუბიექტის შექმნის 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“ შექმნად განიხილება.¹¹⁰² მეორე ელემენტი, შექმნის ტრანზაქციისადმი შესასყიდი კორპორაციის „კოგნიტური“ დამოკიდებულებაა, რაც, სამიზნე საზოგადოებას, დაუფლების სუბიექტად

¹⁰⁹⁷ 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 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*, 6th ed., 2009, P. 379-380; *Lipton, Steinberger, Takeovers & Freezeouts*, 2002, chap. 1., P. 36-38.

¹⁰⁹⁸ რამდენიმე ეტაპიანი შექმნა, როგორც წესი, სამ ძირითად ფაზას მოიცავს. პირველი, ეს აქციათა მსხვილი პაკეტის შექმნაა აქციონერთა ჯგუფის ან მსხვილი, მაგრამ არასაკონტროლო პაკეტის მქონე ინსტიტუციონალური ინვესტორისგან. მეორე ეტაპზე, შექმნი 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, ეკვივალენტი სამიზნე საზოგადოებასთან შერწყმას ახორციელებს, რომლის შედეგად, სამიზნე საზოგადოების აქციონერები ნაღდ ფულს ღებულობენ, ხოლო შექმნი სამიზნე საზოგადოების 100%-იანი წილის მფლობელი ხდება. იხ. *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 820-821.

¹⁰⁹⁹ როგორც ეს *Radol Tomas*-ის წინააღმდეგ საქმეში იყო. იხ. *Radol v. Tomas*, 534 F.Supp. 1302 (S.D. Ohio 1982).

¹¹⁰⁰ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3th ed., Vol. 4, 2010, P. 146.

¹¹⁰¹ *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap. 14, 2000, P. 3.

¹¹⁰² *Vishny, Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers*, 1988, P. 101.

აკვალიფიცირებს.¹¹⁰³ აქედან შეიძლება დაუფლების კონკრეტული სუბტიპის გენერირება. შექმნითი 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,¹¹⁰⁴ მენეჯმენტის შეცვლა, მცირე აქციონერთა გაძევება და, საბოლოოდ, მისი განადგურება; თუ სამიზნე საზოგადოების მენეჯმენტი თვლის, რომ შექმნის 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.¹¹⁰⁵ სხვა სიტყვებით, შემქმნის 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.¹¹⁰⁶ მენეჯმენტი არის *ab*

¹¹⁰³ *Betton, Eckbo, Torbun, Corporate Takeovers*, 2008, P. 2.

¹¹⁰⁴ *ABA Section of Antitrust Law, Mergers and Acquisitions*, 3rd ed., 2008, P. 97-101.

¹¹⁰⁵ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 146.

¹¹⁰⁶ 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 შემქმნ და სამიზნე საზოგადოების აქციონერებს შორის. მისი კომპლექსურობის მეორე გამოვლინებას სამიზნე საზოგადოებაში დარჩენილი მცირე აქციონერები წარმოადგენენ, რაც, საბოლოო ჯამში, „მტრული“ დაუფლების ხარჯების გაზრდას იწვევს. მაგალითად, თუ შექმნის პირველ ეტაპზე ეკვაიერი შეისყიდის აქციათა საკონტროლო პაკეტს და შექმნის მეორე ეტაპის რეალიზებაზე გადავა ანუ გადაწვევს 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 შემქმნმა დაუფლების პირველ ორ ეტაპზე საკონტროლო პაკეტის აქციებში გადაიხადა. იხ. *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5th 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 შექმნა თავიდანვე ხორციელდებოდა ორ ეტაპიანი სატენდერო შეთავაზებით, ე.წ. *Two-Tiered Offer* და პირველი ეტაპის განხორციელებისას მისი საერთო განზრახვისა და გეგმის შესახებ ინფორმაცია ხელმისაწვდომი იყო, რომ ის მეორე ეტაპზე აპირებდა შერწყმით შექმნის ტრანზაქციის 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-Tiered front-end loaded offer*. იხ. *Hazen, The Law of Securities Regulation*, 6th ed., 2009, P. 409.

initio აქციათა გაყიდვის გადაწყვეტილების მიღებასთან მიმართებით.¹¹⁰⁷ მაგრამ, მენჯემენტს მოქმედების კორპორაციოსამართლებრივად მინიჭებული და არასასურველი შექმნის პრევენციის *ex ante* მექანიზმები აქვს, რომელიც მის ფიდელიურ მოვალეობათა სტანდარტების ფარგლებით იქნება შეზღუდული ისევე, როგორც ნებისმიერი კონტროლირებადი ტრანზაქციის დროს.¹¹⁰⁸

მოკლედ, ეკონომიკური ურთიერთობების „გადაწყობის“ ნებისმიერი მცდელობა, რომელიც ორ ან მეტ კორპორაციას შორის მარკეტინგული პროსპექტის კოლაბორაციული ანალიზით იწყება, ერთი (სამიზნე) კომპანიის მენჯემენტის პერსპექტიული ხედვა პოტენციურ შემქმნთან (ეკვაიერი) „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.¹¹⁰⁹ მისი შედეგების ნეიტრალიზაციისა თუ თავიდან აცილების მექანიზმები, ლოგიკურად, საკორპორაციო და კაპიტალის ბაზრის სამართლებრივ წესებში,¹¹¹⁰ არაფორმალური ტექნიკური შესაძლებლობებით, არის განთავსებული.¹¹¹¹ შესაბამისად, კონტროლის ნებისმიერი სახით არასასურველ შეცვლას უპირისპირდება ნორმატივიზმიდან დედუქტაბელური თავდაცვითი ბერკეტები.

3.4.3.3.3. დაუფლებისგან თავდაცვის გენერალური სტრატეგიები და მათი შედეგების ასახვა სს-ის სტრუქტურულ ელემენტებზე

საკორპორაციო სამართალი მიზანმიმართულად დადგენილ დაუფლებისგან თავდაცვის საკანონმდებლო მექანიზმებს არ შეიცავს.¹¹¹² ის, მაქსიმუმ, მენჯემენტის მხრიდან ნეიტრალიტეტის შენარჩუნების პრინციპს ემყარება.¹¹¹³ მენჯემენტის საწინააღმდეგო შექმნითი ხელშეკრულებების შედგენა, საზოგადოების წილობრივი გაყიდვა და მტრული სატენდერო შეთავაზება ნეიტრალიზების მექანიზმთა არსებობას მოითხოვს, რადგან მმართველი ორგანოს უპირისპირება შეიძლება მისი კორპორაციული შესაძლებლობებისა და პერსპექტივების წინასწარგანსახვდრულ ხედვას ემყარებოდეს,¹¹¹⁴ რომელიც აქციონერთა

¹¹⁰⁷ შეად. *Oesterle, Mergers and Acquisitions*, 2006, P. 273.

¹¹⁰⁸ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 147.

¹¹⁰⁹ *Hazen, The Law of Securities Regulation*, 6th ed., 2009, P. 378.

¹¹¹⁰ *Hazen, The Law of Securities Regulation*, 6th ed., 2009, P. 410.

¹¹¹¹ *Gevurtz, Corporation Law*, 2nd ed., 2010, P. 704.

¹¹¹² 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.

¹¹¹³ მაგალითად, ევროპის კავშირის დაუფლების დირექტივა მენჯემენტს 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.

¹¹¹⁴ ეს არის პრინციპი „დირექტორებმა უკეთ იციან“ (“*management knows best*“). იხ. *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 756-765. ასევე, იხ. *Davies, Hopt, Control*

და საზოგადოების ინტერესებში არ ჯდება. ანალოგიურ შემთხვევაში, დირექტორთა განკარგულებაში სხვადასხვა თავდაცვის მექანიზმია, რომელთა *quo warranto* გამოყენება საკორპორაციო სამართალში იმპლიციტური ნორმებით არის უზრუნველყოფილი.¹¹¹⁵ 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.¹¹¹⁶

თავდაცვის საშუალებათა არსებითი გამოყენების შესაძლებლობის ზღვარზე ორი, ურთიერთსაპირისპირო, მაგრამ თემატურად ერთიანი მოცემულობის მატარებელი დილემა წარმოიშობა.¹¹¹⁷ თუ საზოგადოების მართვის ორგანოს შეპირისპირების შესაძლებლობა მიეცა, მაშინ ის შემთავაზებლის წმინდა პოტენციურ შემოსავალს შეამცირებს.¹¹¹⁸ დელავერის საკორპორაციო სამართალი დირექტორებისთვის პირდაპირ მანდატირებას აკეთებს „ტრანზაქციაზე უბრალოდ უარის თქმის“¹¹¹⁹ ნებართვის დაწესებით, თუ ბორდს სწამს, რომ სამიზნე საზოგადოების დამოუკიდებლობისა და სამართალსუბიექტობის შენარჩუნება უფრო მიზანშეწონილია.¹¹²⁰ მის საპირწონედ, ყველა სამიზნე საზოგადოება დაუფლების პროცესის საშუალებით ფართო მონიტორინგის სუბიექტი გახდება, თუ თავდაცვის განხორციელება შეუძლებელი იქნება.¹¹²¹ პარალელურად, დირექტორებისთვის თავდაცვის უფლებამოსილების მინიჭება მათი თანამდებობის შენარჩუნების მექანიზმად შეიძლება იქნეს გამოყენებული.¹¹²²

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.¹¹²³ ამიტომ, ეკონომიკური პარადიგმისა და სამართლებრივად დადგენილ ფიდუციურ მოვალეობათა

Transactions, in: *The Anatomy of Corporate Law*, 2009, P. 233-235; *Gevurtz*, *Global Issues in Corporate Law*, 2006, P. 138-140.

¹¹¹⁵ *Hazen*, *The Law of Securities Regulation*, 6th ed., 2009, P. 408-411.

¹¹¹⁶ ეს არის დელავერის უზენაესი სამართლის 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.

¹¹¹⁷ *Palmiter*, *Corporations*, 2006, P. 651-655.

¹¹¹⁸ *Easterbrook, Fischel*, *The Proper Role of Target's Management in Responding to a Tender Offer*, *Harv. L. Rev.*, 1981, P. 94-1161.

¹¹¹⁹ *Radin*, *The Business Judgment Rule*, 6th ed., Vol. III, 2009, P. 3244-3258.

¹¹²⁰ *Betton, Eckbo, Torbun*, *Corporate Takeovers*, 2008, P. 44-46.

¹¹²¹ *Haddock, Macey, McChesney*, *Property Rights in assets and Resistance to Tender Offer*, in: *Corporate Law an Economic Analysis*, (edit. *Bebchuk*), 1990, P. 118.

¹¹²² *Easterbrook, Fischel*, *The Proper Role of Target's Management in Responding to a Tender Offer*, *Harv. L. Rev.*, 1981, P. 1175.

¹¹²³ *Haddock, Macey, McChesney*, *Property Rights in assets and Resistance to Tender Offer*, 1990, P. 119.

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.¹¹²⁴ მათი კლასიფიცირება ორი მიმართულებით ხდება. პირველი, ეს არის ქონებაზე დაფუძნებული დაცულობის სტრატეგიები¹¹²⁵ და ვალდებულებებზე დაფუძნებული დაუფლებისგან დაცვის (პრევენციურების) საშუალებები.¹¹²⁶¹¹²⁷ სამიზნე საზოგადოების მტრული შექმნისგან დაცვის საშუალებებს შორის, აქცენტირება რამდენიმე მათგანზე გაკეთდება. მათ შორის აღსანიშნავია¹¹²⁸ ქონებაზე დაფუძნებული დაცულობის ისეთი სტრატეგიები, როგორც „ზვიგენის მოგერიების“ ტაქტიკა (*“shark repellent”*), „ოქროს პარაშუტის“ (*“golden parachute”*) ტაქტიკა, „მწვანე საფოსტო ყუთის“ ტაქტიკა (*“greenmail”*) და „მომწამლავი აბის“ ტაქტიკა (*“poison pill”*).¹¹²⁹

3.4.3.3.3.1. „ზვიგენის მოგერიების“ ტაქტიკა (*“shark repellent”*)

დაუფლებისგან თავდაცვა ღირებულად ფიდუციურ მოვალეობათა სფეროში ექცევა, რომელიც მენეჯმენტს საშუალებას აძლევს კორპორაციის გამოთავისუფლებული მატერიალური სახსრების გამოყენებით საზოგადოებაში „წესრიგი“ დაიცვას. თავდაცვის საშუალებები ორ გენერალურ კატეგორიად იყოფა:¹¹³⁰ დაუფლების საპასუხო და პრევენციურების¹¹³¹ საშუალებად.¹¹³² თავდაცვის ორივე კატეგორიის საერთო სახასიათო ნიშანი ისეთი ტაქტიკური ღონისძიების გატარებაა, რომელიც მხოლოდ ბორდის კომპეტენციის ფარგლებშია შესაძლებელი და არ მოითხოვს აქციონერთა საერთო კრების თანხმობას ან გადაწყვეტილებას.¹¹³³

თავდაცვის მრავალფეროვან ტაქტიკათა შორის, არსობრივად განსხვავებული, პრევენციული დაცვის მექანიზმია „ზვიგენის

¹¹²⁴ შეად. Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3th ed., Vol. 4, 2010, P. 147.

¹¹²⁵ ე.წ. *asset-based defensive strategies*.

¹¹²⁶ ე.წ. *liability-based defensive strategies*.

¹¹²⁷ იხ. Haas, Corporate Finance, 2011, P. 709-717.

¹¹²⁸ ვალდებულებებზე დაცულობის ტაქტიკათა შორის საზოგადოების სასესხო კაპიტალიზაციის (*leveraged capitalization*) შემთხვევაა გამოსაყოფი, როდესაც სამიზნე საზოგადოება მნიშვნელოვან სესხს იღებს, რომლის უზრუნველყოფა მისივე ქონებით ხდება. მათი კონტექსტური ანალიზი ზემოთ იქნა შემოთავაზებული. იხ. IV 3.4.3.3.1.

¹¹²⁹ Thomson, Business Planning For Mergers and Acquisitions, 2th ed., 2001, P. 977.

¹¹³⁰ 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. Vishwahath, Krishnamurti), 2008, P. 274.

¹¹³¹ Davies, Hopt, Control Transactions, in: The Anatomy of Corporate Law, 2009, P. 245-247.

¹¹³² Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3th ed., Vol. 4, 2010, P. 147.

¹¹³³ Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3th ed., Vol. 4, 2010, P. 148.

მოგერიების“ ტაქტიკა.¹¹³⁴ მისი სამართლებრივი მოცემულობის თანახმად, ეს არის დაუფლებისგან დაცვის კორპორაციულსამართლებრივი მეთოდი, რომელიც საზოგადოების ორგანიზაციულობის მაფორმირებელ და მომწესრიგებელ სადამფუძნებლო დოკუმენტში, წესდებაში აისახება.¹¹³⁵ მისი ტაქტიკური სვლა კორპორაციის წესდებაში ისეთი სტრუქტურული ცვლილებების შეტანაში მდგომარეობს, რომელიც ცვლის კომპანიის ორგანიზაციულობასა და მენეჯმენტის სტრუქტურას.¹¹³⁶ 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.^{1137, 1138} წესდებაში ცვლილების შეტანას აქციონერთა კრების გადაწყვეტილება სჭირდება, თუმცა მათ უშუალო რეალიზებას – არა.¹¹³⁹ კომბინირებული გადაწყვეტილება პოტენციური დაუფლების პრევენციების ეტაპზე, დაუფლების მცდელობისას, აგრესიული თავდაცვის ხასიათს ღებულობს.¹¹⁴⁰

“*shark repellent*“ საფუძველზე წესდებაში ცვლილების შეტანის სამი ტიპის გამოვლინება არსებობს.¹¹⁴¹ პირველი ტიპის კორპორაციულსამართლებრივი ცვლილება წესდებაში კორპორაციის კონტროლის უფლების ცვალებადობას უშლის ხელს.¹¹⁴² ეს ეხება დირექტორთა საბჭოს შეცვლის აკრძალვის მექანიზმებს. პოტენციური დაუფლების ეტაპზე, მენეჯმენტი აანალიზებს, რომ მას თანამდებობრივი საფრთხე ექმნება (*staggering*). ტაქტიკური ხედვა კლასიფიცირებული ბორდის შექმნაში მდგომარეობს.¹¹⁴³ კლასიფიცირებული ბორდის არსებობა მენეჯმენტის სრული გადარჩევის პერიოდს ზრდის და ართულებს პროცედურას. კერძოდ, პირველ რიგში, დირექტორის გადაყენებას სამართლებრივი საფუძველი სჭირდება, მაგრამ თუ გადაყენებულ იქნება, მაშინ ბორდს უნარჩუნდება ვაკანსიის შევსების უფლებამოსილება.¹¹⁴⁴ კლასიფიცირებული ბორდის დედუქციური განმარტების თანახმად, არჩეული ბორდის გადარჩევა, რომლის არჩევა, როგორც წესი, სამ წლამდე ვადით ხდება,¹¹⁴⁵ ყოველ წელს არ შეიძლება 1/3-ზე მეტი პროპორციით. სწორედ კლასიფიცირებული ბორდის

¹¹³⁴ „ზეიგენის მოგერიების“ ტაქტიკას ასევე „მაჩუხლარბსაც“ (“*porcupine*”) უწოდებენ.

¹¹³⁵ Haas, Corporate Finance, 2011, P. 702.

¹¹³⁶ Lipton, Steinberger, Takeovers & Freezeouts, 2002, chap. 6., P. 26-28.

¹¹³⁷ Lipton, Steinberger, Takeovers & Freezeouts, 2002, chap. 6., P. 26.

¹¹³⁸ აქ მოქმედებას იწვევს “*Breakthrough rule*”, რომელიც კონტინენტურ საკორპორაციო სამართალში, განსხვავებით აშშ-გან, ევროპის კავშირის სამართლებრივი რეფორმირების უმაღლესი დონის ექსპერტთა ჯგუფის ნოვატორული ტერმინია. იხ. Hertig, McCahery, Company and Takeover Law Reforms in Europe: Misguided Harmonization Efforts or Regulatory Competition, 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.

¹¹³⁹ Haas, Corporate Finance, 2011, P. 702-703.

¹¹⁴⁰ Fleischer, Sussman, Takeover Defense, vol. I, chap. 6, 2000, P. 9.

¹¹⁴¹ Fleischer, Sussman, Takeover Defense, vol. I, chap. 6, 2000, P. 4.

¹¹⁴² Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, 1986, P. 633.

¹¹⁴³ Lipton, Steinberger, Takeovers & Freezeouts, 2002, chap. 6., P. 28-29.

¹¹⁴⁴ Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3th ed., Vol. 4, 2010, P. 149.

¹¹⁴⁵ საქართველოში ეს ვადა საწესდებო და სახელშეკრულებო ავტონომიაში ექცევა და ყოველ კონკრეტულ შემთხვევაზე მორგებულ შედეგს უტოლდება.

გადარჩევაა შეუძლებელი სამართლებრივი საფუძვლის გარეშე,¹¹⁴⁶ თუ წესდებით სხვა რამ არ არის გათვალისწინებული.¹¹⁴⁷ აგრეთვე, მხედველობაში მიიღება დირექტორატის/ბორდის რაოდენობრივი გაზრდის შემზღვეველი საწესდებო დებულებები.¹¹⁴⁸ 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 ვადებში¹¹⁴⁹ ან აქციონერთა წერილობითი თანხმობით დირექტორთა თანამდებობიდან გათავისუფლება.¹¹⁵⁰ მენეჯმენტს, პოტენციური დაუფლების პრევენციებისა და საკუთარ თანამდებობაზე „ზრუნვის“ პირობებში, შეუძლია საერთო კრება დაითანხმოს ზემოაღნიშნული ცვლილებების შესახებ კვალიფიციური უმრავლესობით¹¹⁵¹ გადაწყვეტილების მიღების დებულებათა დადგენაზე.¹¹⁵²

მეორე ტიპის საწესდებო ცვლილებათა პაკეტი აერთიანებს ისეთი სახის ხელოვნური ბარიერების შექმნას, როგორც 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.¹¹⁵³ კვალიფიციური ხმის უფლებათა საჭიროების ზღვრული ოდენობის დადგენა, როგორც წესი, იმ აქციონერებზე დაყრდნობით გამოითვლება, რომლებიც სტაბილურად ესწრებიან მორიგ თუ რიგგარეშე საერთო კრებას.¹¹⁵⁴ მსგავსი დანაწესის დადგენის მნიშვნელოვანი საფუძველი მენეჯმენტის (ერთობლივად) საკუთრებაში არსებული აქციათა ლოტია, რომელიც საკმარისია კვალიფიციური უმრავლესობით შერწყმის გადაწყვეტილების

¹¹⁴⁶ თუმცა, ერთ-ერთ გადაწყვეტილებაში დელავერის სასამართლომ მხედველობაში არ მიიღო კლასიფიცირებული ბორდის არსებობა და აქციონერები უფლებამოსილ პირებად ჩათვალა, რომელთაც შეეძლოთ წესდებაში ცვლილების შეტანა კლასიფიცირებული დირექტორატის გაუქმების/დასრულების შესახებ და შემდეგ დირექტორები 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*, 2th ed., 2001, P. 1018-1019.

¹¹⁴⁷ *Lipton, Steinberger*, *Takeovers & Freezeouts*, 2002, chap. 6., P. 29

¹¹⁴⁸ *Haas*, *Corporate Finance*, 2011, P. 703.

¹¹⁴⁹ 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).

¹¹⁵⁰ *Gevurtz*, *Corporation Law*, 2th ed., 2010, P. 705.

¹¹⁵¹ *Lipton, Steinberger*, *Takeovers & Freezeouts*, 2002, chap. 6., P. 30-31.

¹¹⁵² *Thomson*, *Business Planning For Mergers and Acquisitions*, 2th ed., 2001, P. 1012-1014, 1021-1027.

¹¹⁵³ *Cox, Hazen*, *Treatise on The Law of Corporations*, 3th ed., Vol. 4, 2010, P. 148-149.

¹¹⁵⁴ *Gilson*, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 633-634.

დასაბლოკად.¹¹⁵⁵ 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,¹¹⁵⁶ მაშინ ეს ტაქტიკური სვლა დროებით ხელს შეუშლის ეკვაიერს წარმატებული სატენდერო შეთავაზებით დასახული მიზნის მიღწევაში.¹¹⁵⁷

დაბოლოს, მესამე ტიპის საწესდებო ცვლილებათა სახეობაში შედის სამართლიანი ფასის შესახებ დებულებები. ის წინა ორი ტიპისგან განსხვავებული გამოვლინებაა.¹¹⁵⁸ 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“¹¹⁵⁹ შეკავებასთან ერთად, აქციონერთათვის მეტი სარგებლის მიღება გამოისახება.¹¹⁶⁰ სამართლიანი ფასის დებულებები შეიძლება ორეტაპიანი შეძენის მეორე საფეხურზე შერწყმის კვალიფიციური უმრავლესობით დამტკიცებას უკავშირდებოდეს.¹¹⁶¹ სამართლიანი ფასის შესახებ შესწორებისა და შერწყმის ურთიერთკვეთას ადგილი აქვს მაშინ,¹¹⁶² როდესაც შერწყმის განხორციელება სამიზნე საზოგადოებასა და დაკავშირებულ პირთან¹¹⁶³ დაიწყება.¹¹⁶⁴ ასეთი შერწყმა მიღებულ უნდა იქნეს კვალიფიციური უმრავლესობის მიერ, რომელიც „გასაძევებელ“ აქციონერთა ფულად კომპენსირებას, მინიმუმ, სამართლიანი ფასის დებულებით განსაზღვრული რაოდენობით უნდა ახორციელებდეს.¹¹⁶⁵ საწესდებო დებულებით დადგენილი „ფასი“, ხშირად, 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.¹¹⁶⁶ ხმის მიცემის

¹¹⁵⁵ Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 150.

¹¹⁵⁶ მხოლოდ იმ პირობებში, თუ შემძენ საზოგადოებას არ ექნება „ძველი“ ბორდის შეცვლის კომპეტენცია (იგივე წესდებიდან გამომდინარე), რომელიც ჯერ კიდევ სამიზნე საზოგადოების სატენდერო შეთავაზებამდე არსებული წევრებით იქნება ფორმირებული.

¹¹⁵⁷ Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, 1986, P. 634.

¹¹⁵⁸ შეად. Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, 1986, P. 634.

¹¹⁵⁹ იგივე შემძენი სუბიექტი, დაუფლების განმახორციელებელი კომპანია. იხ. Lipton, Steinberger, Takeovers & Freezeouts, 2002, chap. 1., P. 10.

¹¹⁶⁰ Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 150.

¹¹⁶¹ Lipton, Steinberger, Takeovers & Freezeouts, 2002, chap. 6., P. 32.

¹¹⁶² მათ, სხვანაირად, Lock-in provision-საც უწოდებენ. იხ. Fleischer, Sussman, Takeover Defense, vol. I, chap. 6, 2000, P. 50.

¹¹⁶³ ე.წ. related person. მისი ზოგადი განმარტების თანახმად, ეს არის პირი, რომელიც კომპანიის განთავსებულ აქციათა განსაზღვრულ რაოდენობას ფლობს. იხ. Gevurtz, Corporation Law, 2nd 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.

¹¹⁶⁴ Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, 1986, P. 680-681.

¹¹⁶⁵ Lipton, Steinberger, Takeovers & Freezeouts, 2002, chap. 6., P. 34.

¹¹⁶⁶ Gevurtz, Corporation Law, 2nd ed., 2010, P. 705-706.

კვალიფიციური უმრავლესობისა და სამართლიანი ფასის განსაზღვრის დებულებათა ამოქმედების წინაპირობას ეკვაიერი კორპორაციის მიერ სამიზნე საზოგადოების აქციონერთა ხმის უფლების მქონე აქციათა უმრავლესობის ან საკონტროლო პაკეტის შესყიდვა წარმოადგენს და მისი მიზანი ორსაფეხურიანი დაუფლების მეორე ეტაპის დასრულება უნდა იყოს.¹¹⁶⁷ მოკლედ, წესდება ორეტაპიანი შეძენის გართულების პროცედურებს მოიცავს.

„ზვიგენის მოგერიების“ მესამე ტიპის საწესდებო ცვლილებათა კატალოგის ბოლო სეგმენტს აქციათა გამოსყიდვის უფლება წარმოადგენს.¹¹⁶⁸ 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.^{1169,1170} ზემოაღნიშნული დებულებები დაუფლებისგან თავდაცვის საკანონმდებლო დონეზე ნებადართულ მექანიზმთა კატეგორიას განეკუთვნება.¹¹⁷¹

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 გადაწყვეტილებამაც¹¹⁷² 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.¹¹⁷³ თუმცა, ის არ წარმოადგენს დაუფლების შეჩერების პანაცეას.¹¹⁷⁴

„მომწამლავი აბის“ ტაქტიკამ ხანგძლივი განვითარებითი პერიოდი განვლო, რომლის განმარტებითი დიაპაზონი საკმაოდ დიდია. მისი ზოგადი ფორმულარის შედგენა, სამოსამართლო თუ დოქტრინალურ დონეზე, მაინც განხორციელდა.¹¹⁷⁵ ის დაუფლების პრევენციების, ანუ რეგულირების *ex ante* საშუალებაა. ტერმინი „მომწამლავი აბი“ შინაარსობრივად ბორდის მიერ¹¹⁷⁶ აქციონერთათვის ისეთი უფლების

¹¹⁶⁷ *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap. 6, 2000, P. 48-52.

¹¹⁶⁸ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 150-151.

¹¹⁶⁹ *Gevurtz, Corporation Law*, 2nd ed., 2010, P. 706.

¹¹⁷⁰ შეად. „მეწარმეთა შესახებ“ კანონი, 53¹ მუხლის პირველი პუნქტი.

¹¹⁷¹ *Gevurtz, Corporation Law*, 2nd ed., 2010, P. 718-725.

¹¹⁷² *Thomson, Business Planning For Mergers and Acquisitions*, 2nd ed., 2001, P. 987-992.

¹¹⁷³ *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap. 5, 2000, P. 5.

¹¹⁷⁴ *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap. 5, 2000, P. 15.

¹¹⁷⁵ *Thomson, Business Planning For Mergers and Acquisitions*, 2nd ed., 2001, P.998-1009.

¹¹⁷⁶ სამიზნე საზოგადოების დირექტორატი თავდაცვის საშუალებების გამოყენებისას მოქმედებს, ე.წ. *blank stock*-ის უფლებამოსილებათა ფარგლებში, რომელიც წესდების იმპლიციტური დებულებებიდან გამომდინარეობს, რაც დირექტორებს აძლევთ

მინიჭებას აღნიშნავს, რომელიც ბორდის მიერ უარყოფილი შექმნის სპეციფიკური გარემოებების წარმოშობისთანავე განსაკუთრებულ ეკონომიკურ ღირებულებას სძენს კომპანიის მესაკუთრეთა მნიშვნელოვან პოზიციებს,¹¹⁷⁷ ანუ ის არის თავდაცვის ტაქტიკა, რომელიც დაუფლების ტრანზაქციას ძვირად ღირებულს ხდის. მისი სიძვირე აღნიშნული ტაქტიკის დაუფლების განმახორციელებლისგან პროცესის გადალახვის მაღალ ღირებულებაშია.¹¹⁷⁸

მას შემდეგ, რაც უფლების ეკონომიკური ღირებულება ჩამოყალიბდება, რომელიც კომპანიისგან ან „რაიდერისგან“ ქონების ან ფულის მიღებას შეიცავს, შექმნის 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.¹¹⁷⁹

„აქციონერთა უფლებათა გეგმა“ „მომწამლავი აბის“ იდენტური,¹¹⁸⁰ სამოსამართლო პრეცედენტებით გამყარებული ელემენტების მატარებელი¹¹⁸¹ საშუალებაა.¹¹⁸² უფლებათა გეგმა მოლაპარაკებას

საშუალებას დროგამოშვებით გამოუშვან ახალი კლასის პრივილეგირებული აქციები ან მოახდინონ ასეთი ტიპის აქციათა უფლებრივი რესტრუქტურირება. „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 უნილატერალ 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 ამალგებას უწყობს ხელს. ამიტომ, ის „მომწამლავი აბის“ თავდაცვის ტაქტიკის განხორციელების ერთ-ერთ უმნიშვნელოვანეს მეთოდს წარმოადგენს. იხ. *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3rd 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.

¹¹⁷⁷ *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap. 5, 2000, P. 6.

¹¹⁷⁸ *Hannes, Takeover Defenses*, 2008, P. 250.

¹¹⁷⁹ შეად. *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 165-167.

¹¹⁸⁰ *Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials*, 2000, P. 262.

¹¹⁸¹ *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*, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 168. *Unicol*-ის პრინციპთა შესახებ, იხ. *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap. 3, 2000, P.6-9.

¹¹⁸² მაგ. იხ. *Carmody v. Toll Bross*. Del. Ch. Lexis 131, 1988. იხ. *Hurst, William, Cases and Materials on Corporations*, 1999, P. 734-740.

დაქვემდებარებულ ტრანზაქციას არ მოიცავს.¹¹⁸³ ის ბორდის მიერ უარყოფილი შესყიდვის შეთავაზების საბოლოო შედეგებზე ახდენს გავლენას. ასევე, სამიზნე საზოგადოების ბორდსა და შემძენი საზოგადოების მენეჯმენტს შორის შეთანხმების მიღწევას უზრუნველყოფს.¹¹⁸⁴ შედეგი შემძენის მიერ სამიზნე საზოგადოების აქციონერთათვის იმაზე მაღალი ფასის გადახდაა,¹¹⁸⁵ ვიდრე ის ჩვეულებრივ, კონტროლის მოპოვების პრემიუმთანხას გადაიხდიდა.¹¹⁸⁶ „მომწამლავი აბის“ არსი მისი გამოშვების გამარტივებულ პროცედურაში მდგომარეობს. საკმარისია მხოლოდ დირექტორთა მიერ ამ გეგმის მიღება.^{1187, 1188}

შემძენი საზოგადოებისთვის ის შეძენის ტრანზაქციის გაძვირებას სამიზნე საზოგადოების აქციონერთათვის აქციათა გაუფასურებით იწვევს. გაუფასურება ორ სემენტზე 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,¹¹⁸⁹ აქციიდან გამომდინარე ხმის მიცემის უფლება იცვლება იმგვარად,¹¹⁹⁰ რომ „თავდამსხმელს“ ექმნება დაბრკოლებები აქციონერების ცალმხრივი დარწმუნებისთვის, რათა მოიწონონ შეძენის ტრანზაქცია, რომელიც ბორდის მიერ არ იქნა მიღებული.¹¹⁹¹ მეორე, ეკონომიკური აბი, რომელიც „ფინანსურ ჯარიმებს“ ადგენს შეძენისათვის, თავის მხრივ, ორ სუბტიპად იყოფა.

პირველი, ეს არის აქციათა შესყიდვის აბი (*stock purchase pill* ან *share purchase rights plan*),¹¹⁹² რომელიც აქციონერს უფლებას აძლევს კიდევ შეისყიდოს აქციები მნიშვნელოვანი ფასდაკლებით, მას შემდეგ, რაც დაუფლება გაცხადდება და მას სამიზნე საზოგადოების ბორდი არ მოიწონებს.¹¹⁹³ ეკონომიკური „აბის“ მეორე გამოვლინებაა, ე.წ. *put pill* ან

¹¹⁸³ ყოველ შემთხვევაში, ტრანზაქციისთვის მსვლელობის მიცემის პირველ სტატიაზე მაინც.

¹¹⁸⁴ Lipton, Steinberger, Takeovers & Freezeouts, 2002, chap.6., P. 59.

¹¹⁸⁵ Thomson, Business Planning For Mergers and Acquisitions, 2th ed., 2001, P. 1002-1006.

¹¹⁸⁶ Lipton, Steinberger, Takeovers & Freezeouts, 2002, chap.6., P. 58.

¹¹⁸⁷ Gevurtz, Corporation Law, 2th ed., 2010, P. 706. შეად. Fleischer, Sussman, Takeover Defense, vol. I, chap. 6, 2000, P. 33-49; Klein, Coffee, Business Organization and Finance, 10th ed., 2007, P. 185-189.

¹¹⁸⁸ დირექტორთა 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, 6th ed., Vol. III, 2009, P. 3125-3203.

¹¹⁸⁹ Lipton, Steinberger, Takeovers & Freezeouts, 2002, chap.6., P. 60.

¹¹⁹⁰ ხმის უფლების აბის გამოვლინებას წარმოადგენს ახალი პრივილეგირებული აქციების გამოშვება და მათი განაწილება აქციონერებს შორის, გარდა შემძენისა. განაწილება ხორციელდება *pro rata* ბაზისზე. ახლადგამოშვებულ პრივილეგირებულ აქციებს კი სპეციალური ხმის უფლებები ექნება. Fleischer, Sussman, Takeover Defense, vol. I, chap. 5, 2000, P. 38-39.

¹¹⁹¹ Fleischer, Sussman, Takeover Defense, vol. I, chap. 5, 2000, P. 38.

¹¹⁹² Lipton, Steinberger, Takeovers & Freezeouts, 2002, chap.6., P. 61.

¹¹⁹³ Fleischer, Sussman, Takeover Defense, vol. I, chap. 5, 2000, P. 40-41, 49-50.

“back-end pill”,¹¹⁹⁴ რომელიც აქციონერს აღჭურავს სამიზნე საზოგადოებაში მათ მფლობელობაში არსებული დოვლათის (equity) სანაცვლოდ ფულის ან მაღალი ღირებულების მქონე ფასიანი ქაღალდების მიღების უფლებით, მას შემდეგ, რაც ბორდის მიერ „დაწუნებული“ შექმნის ტრანზაქცია სამიზნე საზოგადოების აქციის ნამდვილ ღირებულებას ვერ ასახავს (failed to meet price goals).¹¹⁹⁵

ამჟამად, „მომწამლავი აბის“ ყველაზე გავრცელებული ვარიანტი აქციონერის უფლებათა კატალოგის “flip-in“ ან “flip-over“ სტატუსია,¹¹⁹⁶ რომელიც განსაკუთრებით ორეტაპიანი შექმნის დროს გამოიყენება.¹¹⁹⁷ მიუხედავად იმისა, რომ ამ უკანასკნელის უნიფიცირებული მოდელური ვარიანტი არ არსებობს, კონცეპტუალურად ის რამდენიმე სახასიათო ელემენტსა¹¹⁹⁸ და ეტაპს მოიცავს.

პირველ ეტაპზე, ვიდრე რაიმე სახის დაუფლების ტრანზაქციაზე იქნება პროგნოზირება, დირექტორთა საბჭო იღებს გადაწყვეტილებას, დივიდენდის სახით ყოველ ჩვეულებრივ განთავსებულ აქციაზე ერთი აქციის შესყიდვის უფლების გაცემის თაობაზე.¹¹⁹⁹ მინიჭებულ უფლებას არანაირი ეკონომიკური ღირებულება არ აქვს მანამ, სანამ „რაიდერი“ სამიზნე საზოგადოების ხმის უფლების მქონე აქციათა საკონტროლო მაჩვენებელს¹²⁰⁰ არ მიაღწევს ბორდისგან 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.¹²⁰¹ 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

¹¹⁹⁴ შეად. Lipton, Steinberger, Takeovers & Freezeouts, 2002, chap.6., P. 96.

¹¹⁹⁵ Fleischer, Sussman, Takeover Defense, vol. I, chap. 5, 2000, P. 34, 41-48.

¹¹⁹⁶ შეად. Radin, The Business Judgment Rule, 6th ed., Vol. III, 2009, P. 3136-3182.

¹¹⁹⁷ Gevurtz, Corporation Law, 2th ed., 2010, P. 706.

¹¹⁹⁸ 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 დათქმით მოგების განაწილების უფლება დირექტორთა საბჭოსაც შეიძლება მიენიჭოს. იხ. „მეწარმეთა შესახებ“ კანონი, მე-8 და 54-ე მუხლის მე-6 პუნქტის დ) ქვეპუნქტი და ბოლო აბზაცი (წინადადება).

¹²⁰⁰ როგორც წესი, ეს 15% ან 20%-ია. საქართველოში საკონტროლო პაკეტად 10%-იანი მინიმუმის გადალახვა განიხილება.

¹²⁰¹ ეს არის კლასიკური “flip-in”. იხ. Hanes, 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 სავაჭრო 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.

კორპორაციაში აქციის საბაზრო ღირებულების 50%-იანი ფასდაკლებით შეიძინოს ყველაზე „ძლიერი“ ხმის უფლების მქონე აქციათა პაკეტი.¹²⁰² *flip-over*-ის გამოყენების წინაპირობა *flip-in*-ის რეალიზირებული შედეგებია.¹²⁰³ *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.¹²⁰⁴ მიუხედავად იმისა, რომ *flip-over*-ის გამოყენების წინაპირობა *flip-in*, რომელიც (*flip-in*) შემძენმა კომპანიამ სატენდერო შეთავაზების გაცხადებით აამოქმედა, არ არის სავალდებულო (იძულებული) *flip-over*-ის ტრანზაქციის მხარეს წარმოადგენდეს.¹²⁰⁵ ტრანზაქცია „მომწამლავი აბის“ გამოყენების უფლების მქონე აქციონერს ამ უფლების დარჩენილი ნაწილის გამოყენებისკენ მიმავალ გზას უხსნის. აქციონერს ეძლევა 50%-იანი ფასდაკლებით¹²⁰⁶ მშობელ კორპორაციაში ყველაზე კარგი ხმის უფლების მქონე ფასიანი ქაღალდის შექმნის უფლება, რომელიც ტრანზაქციის შედეგად იქნა ფორმირებული.^{1207, 1208}

აღსანიშნავია „მკვდარი ხელის“ (*“dead hand”*)¹²⁰⁹ მომწამლავი აბის ტაქტიკური ხასიათიც.¹²¹⁰ მას შემდეგ, რაც ეკვიერი სამიზნე საზოგადოების გარკვეულ პროცენტულ მაჩვენებელს მიაღწევს, მან, შესაძლოა, სამიზნე საზოგადოების ბორდის ეტაპობრივი ჩანაცვლება დაიწყო და ჩამოაყალიბოს ახალი მენეჯმენტი.¹²¹¹ „მკვდარი ხელის“ ტაქტიკური დებულება¹²¹² ახლადჩამოყალიბებულ დირექტორთა საბჭოს უზღუდავს უფლებამოსილებას,¹²¹³ რომ გამოისყიდოს წინა ბორდის მიერ აქციონერთა უფლებრივი გეგმა და მასში განსაზღვრული ფასიანი ქაღალდები.¹²¹⁴ შემძენის მიერ ამ ტაქტიკის გამოყენება გამიზნულია ბორდის ახალი წევრებით ფორმირებაში (ეს წევრები შემძენი საზოგადოების კანდიდატები არიან) აქციონერთა დარწმუნებისკენ, რომელიც, შემდგომ, გამოისყიდის „მომწამლავი აბის“ დებულებებით განსაზღვრულ აქციებს და სატენდერო შეთავაზების პროცედურულ წარმოებას გაიადვილებს.^{1215, 1216}

¹²⁰² ეს უკანასკნელი არის, ე.წ. *flip-over*.

¹²⁰³ *Gevurtz, Corporation Law, 2nd ed., 2010, P. 707.*

¹²⁰⁴ *Hannes, Takeover Defenses, 2008, P. 257.*

¹²⁰⁵ *Fleischer, Sussman, Takeover Defense, vol. I, chap. 5, 2000, P. 62.*

¹²⁰⁶ როგორც ეს *flip-in*-ს ეტაპზე იქნა გამოთვლილი.

¹²⁰⁷ 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.*

¹²⁰⁸ *Fleischer, Sussman, Takeover Defense, vol. I, chap. 5, 2000, P. 61-62.*

¹²⁰⁹ *Haas, Corporate Finance, 2011, P. 706-708.*

¹²¹⁰ *Lipton, Steinberger, Takeovers & Freezeouts, 2002, chap.6., P.92.*

¹²¹¹ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 169.*

¹²¹² იხ. *Hurst, William, Cases and Materials on Corporations, 1999, P. 737-740.*

¹²¹³ *Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials, 2000, P. 308-317.*

¹²¹⁴ *Gevurtz, Corporation Law, 2nd ed., 2010, P. 707.*

¹²¹⁵ *Thomson, Business Planning For Mergers and Acquisitions, 2nd ed., 2001, P. 1001-1006.*

მიუხედავად იმისა, რომ „მომწამლავი 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.¹²¹⁷ ის, ასევე, გავლენას ახდენს აქციის საბაზრო ღირებულებაზე.¹²¹⁸ რაც მთავარია, მის ადაპტირებას აქციონერთა კრების თანხმობა არ ესაჭიროება¹²¹⁹ და მისი იმპლემენტირება, როგორც წესი, დაუფლების პროცედურის დაწყების წინარე პერიოდში კაპიტალის სტრუქტურაში სუბსტანციური ცვლილებების გარეშე ხორციელდება.¹²²⁰

3.4.3.3.3. „ოქროს პარაშუტის“ ტაქტიკა (“golden parachute“)

საწარმოს დაუფლების პოსტტრანზაქციული პერიოდი არსებით ზეგავლენას ახდენს საზოგადოების მოსამსახურეთა¹²²¹ 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 ცდილობს¹²²² კონტროლის შეცვლის ეფექტი მოსამსახურეთა ანაზღაურების გეგმაში წინასწარ გაითვალისწინოს,¹²²³ რაც დაუფლების გაძვირებას იწვევს.¹²²⁴ გეგმის ადაპტირებას არ ესაჭიროება აქციონერთა კრების გადაწყვეტილება იმ საგამონაკლისო შემთხვევის გარდა, თუ საზოგადოებას არ სურს ფასიანი ქაღალდების რეგულირებასა ან საფონდო ბირჟის მოთხოვნებს აარიდოს თავი.¹²²⁵

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

¹²¹⁶ შეად. *Fleischer, Sussman*, Takeover Defense, vol. I, chap. 5, 2000, P. 108-125.

¹²¹⁷ *Lipton, Steinberger*, Takeovers & Freezeouts, 2002, chap.6., P. 67.

¹²¹⁸ *Lipton, Steinberger*, Takeovers & Freezeouts, 2002, chap.6., P. 68-69.

¹²¹⁹ *Lipton, Steinberger*, Takeovers & Freezeouts, 2002, chap.6., P. 63-64. შეად. *Friedlander*, The Delaware General Corporation Law and Takeovers: Overturn Time-Warner Three Different Ways, 33 Del. J. Corp. L., 2008, P. 636-637.

¹²²⁰ *Cox, Hazen*, Treatise on The Law of Corporations, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 168.

¹²²¹ „მოსამსახურეთა“ შორის მოიაზრება არა მხოლოდ საწარმოს მუშახელი, არამედ მენეჯმენტში მომუშავე ღირებულებები და აღმასრულებელი ოფიცრები. იხ. *Fleischer, Sussman*, Takeover Defense, vol. I, chap. 7, 2000, P. 11.

¹²²² თუ, რა თქმა უნდა, მისი კორპორაციული მართვა საუკეთესო პრაქტიკის სტანდარტებს შეესაბამება.

¹²²³ *Fleischer, Sussman*, Takeover Defense, vol. I, chap. 7, 2000, P. 5.

¹²²⁴ *Hannes*, Takeover Defenses, 2008, P. 256.

¹²²⁵ *Fleischer, Sussman*, Takeover Defense, vol. I, chap. 7, 2000, P. 12.

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, პიროვნული სარგებლიანობისკენ გადახრის გამორიცხვით.¹²²⁶ აღსანიშნავია, რომ მსგავსი ტიპის ზოგადი სარგებლიანობის განსაზღვრა დაუფლებისგან თავდაცვის ან მისი არიდების საშუალებას, როგორც ასეთს, არ წარმოადგენს.¹²²⁷ ის, უპირატესად, იცავს მოსამსახურეთა საფუძვლიან გონიერულ 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.^{1228, 1229}

ზემოაღნიშნული შემთხვევის კონკრეტულ გამოვლინებას მენეჯმენტში მომუშავე ის ძირითადი ძალა წარმოადგენს, რომელთა ქმედებებზეც არის დამყარებული სამიზნე საზოგადოების სწორი კორპორაციული თუ მარკეტინგული მართვა¹²³⁰ და რომელთა ინტერესების ერთგვარი დაზღვევა კორპორაციასთან (ანუ დამქირავებელთან) კონკრეტული შეთანხმების დადებით ხდება. ეს შეთანხმება ანაზღაურების¹²³¹ მეოთხეა, რომელიც შეიძლება გათვალისწინებულ იქნეს სასამსახურე ხელშეკრულებაში ან განცალკევებული¹²³² შეთანხმებით.¹²³³ შესაბამისად, დროის კონკრეტულ დიაპაზონში მოქმედების იურიდიული ძალა აქვს.¹²³⁴ მისი მთავარი განმსაზღვრელი ფაქტორი შეთანხმების დებულებებია, რომლის თანახმად, მენეჯერსა თუ აღმასრულებელ დირექტორს დაუფლების

¹²²⁶ *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap. 7, 2000, P. 5.

¹²²⁷ არის თუ არა „ოქროს პარაშუტი“ თავდაცვითი საშუალება, იურიდიულ დოქტრინაში სადებატო საკითხია. არსებობს შეხედულება, რომ ის, უპირატესად, სამიზნე კომპანიის აქციონერთა და მენეჯმენტთა შორის დაუფლების ეტაპზე ინტერესთა კონფლიქტისგან თავის არიდების საშუალებას წარმოადგენს. ინტერესთა კონფლიქტის აცილების მეოთხედი 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.

¹²²⁸ *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap. 7, 2000, P. 6.

¹²²⁹ 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.

¹²³⁰ შემთხვევას, როდესაც მენეჯმენტის ძირითადი პერსონალის ერთგვარი დაზღვევა ხორციელდება დაუფლების შედეგთა მიმართ, „golden parachute“ ეწოდება. იხ. *Lipton, Steinberger, Takeovers & Freezeouts*, 2002, chap.6., P. 13.

¹²³¹ ანაზღაურების ეს მეოთხე, საგადასახადო კუთხით, დაბეგვრად საშუალებას წარმოადგენს. მსგავსი ტიპის კომპენსაცია ჩვეულებრივ შემოსავალს წარმოადგენს, შესაბამისად, ჯდება დაბეგვრად კატეგორიათა რიცხვში. იხ. *Thomson, Business Planning For Mergers and Acquisitions*, 2nd ed., 2001, P. 1035.

¹²³² *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap. 7, 2000, P. 14.

¹²³³ *Lipton, Steinberger, Takeovers & Freezeouts*, 2002, chap.6., P. 12.

¹²³⁴ შეთანხმების დებულებათა მოქმედების ტიპური მაგალითი ერთი წლიდან სამ წლამდე პერიოდია. იხ. *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap. 7, 2000, P. 14-15.

შედგად გათავისუფლების ან მისი უფლებამოსილების სპეციალურად განსაზღვრული დროის გასვლით შეწყვეტის გამო, დებულებით დადგენილი ანაზღაურება უნდა მიეცეს.¹²³⁵ მსგავსი ტიპის შეთანხმება კონტროლის შეცვლის შედეგების ნეიტრალიზირებისთვის საზოგადოების მოსამსახურეთა დაცულობის ერთგვარ საგარანტიო მექანიზმს წარმოადგენს. ამიტომ, მას „სარგებლის დაცულობასაც“ ან „სარგებლის“ გეგმას უწოდებენ.¹²³⁶ შეთანხმების დებულებათა ამოქმედება სამიზნე საზოგადოებაში კონტროლის შეცვლის შემდგომ იწყება.¹²³⁷ 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.¹²³⁸

დაუფლებისგან თავდაცვის უკანასკნელი საშუალება კორპორაციის ორგანიზაციულ, სტრატეგიულ და სტრუქტურულ ელემენტთა, ერთი მხრივ, სამიზნე საზოგადოების დაუფლების ოფციონის გაძვირებით ცვლილებათა პრევენციურებას 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 ელემენტიანი შემადგენლობის გამო, ფაქტობრივად, ლეგიონია. ბორდის კომპეტენციაში დაწერილ და დაუწერელ უფლებათა¹²³⁹ მიზნობრივი დეფინიცია თავდაცვის საშუალებათა კონკრეტულ მეთოდს აყალიბებს. მეთოდის შინაარსს დირექტორატის მიერ საზოგადოების გამოთავისუფლებული ფულადი ნაკადის განკარგვა და ამით არასასურველი შექენისგან თავდაცვითი სტრატეგიის შემუშავება აყალიბებს.¹²⁴⁰

სამიზნე საზოგადოების აქციათა საკონტროლო პაკეტის შესახებ სატენდერო ოფერტის გაკეთება „საპასუხო“ ქმედებას მოითხოვს.¹²⁴¹ არსებობს ორი ტიპის საპასუხო ქმედება: თავდაცვის ტაქტიკა ანუ დაუფლების მცდელობის განეიტრალება და ოფერტზე მოდიფიცირებული

¹²³⁵ Lipton, Steinberger, Takeovers & Freezeouts, 2002, chap.6., P. 13.

¹²³⁶ Fleischer, Sussman, Takeover Defense, vol. I, chap. 7, 2000, P. 9-10.

¹²³⁷ Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, 1986, P. 670.

¹²³⁸ Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, 1986, P. 671.

¹²³⁹ შეად. Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3th ed., Vol. 3, 2010, P. 406-407.

¹²⁴⁰ Haas, Corporate Finance, 2011, P. 709.

¹²⁴¹ აღსანიშნავია, რომ სამიზნე კომპანიას შეუძლია საწესდებო დონეზე „მწვანე საფოსტო ყუთის“ ტაქტიკის ანტი-ტაქტიკა შემუშაოს. კერძოდ, შესაძლებელია, რომ სამიზნე საზოგადოების წესდებაში განსაზღვროს, რომ ეკვიერის საკუთრებაში არსებულ ხმის უფლების მქონე აქციათა შესყიდვის უფლებამოსილება დირექტორატს მხოლოდ აქციონერთა კრების გადაწყვეტილების შემთხვევაში ექნება. იხ. Fleischer, Sussman, Takeover Defense, vol. I, chap.6, 2000, P. 52-54.

აქცეპტის გაკეთება.¹²⁴² „მწვანე საფოსტო ყუთის“ ტაქტიკა პირველ კატეგორიას განეკუთვნება და ის პოსტ შეთავაზების თავდაცვითი ტაქტიკაა.¹²⁴³ მას შემდეგ, რაც სამიზნე საზოგადოების მიმართ დაფიქსირდება დაუფლების შესახებ შეთავაზება, სამიზნე საზოგადოების დირექტორატს შესაძლებლობა აქვს საპასუხო „დარტემა“ მიაყენოს „რაიდერს“. ბორდის გადაწყვეტილებით, თავდაცვის მექანიზმად, ეკვიური კორპორაციის იმ აქციათა პრემიუმფასად შექმნა ხდება, რომელსაც სამიზნე საზოგადოებაში „მტრული“ დაუფლების პოტენციური განმხორციელებელი კომპანია ფლობს.¹²⁴⁴ 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.¹²⁴⁵ მოცემულ პირობათა თანწყობის პრობლემური საკითხი¹²⁴⁶ დირექტორთა ფიდეუციური მოვალეობების დაცულობასა და ტრანზაქციის დასრულების შემდეგ სამიზნე საზოგადოების აქციათა ღირებულების მკვეთრი დაცემაა.¹²⁴⁷ დირექტორატი ვალდებულია დაამტკიცოს, რომ გამოსყიდვა განხორციელდა კორპორაციის საუკეთესო ინტერესებიდან გამომდინარე.¹²⁴⁸ წინააღმდეგ შემთხვევაში, მათ *business judgement rule* არ დაიცავთ.¹²⁴⁹ აგრეთვე, მის უარყოფით მხარეს წარმოადგენს საგადასახადო დაბეგვრის რეჟიმში მოქცევა.¹²⁵⁰ აშშ-ის საგადასახადო

¹²⁴² „ოქროს პარაშუტი“, მომწამლავი აბი“ და, ნაწილობრივ, „ზვიგენის მოგერიების“ ტაქტიკა, ძირითადად, მოდიფიცირებული აქცეპტია გაუმჯობესებული პირობებით.

¹²⁴³ Hannes, Takeover Defenses, 2008, P. 264-265.

¹²⁴⁴ Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3th ed., Vol. 4., 2010, P. 175.

¹²⁴⁵ თუმცა, პოტენციური შემძენის აქციათა შექმნით „გაძევებამ“, შეიძლება, სხვა კორპორაციებში დაუფლების ცდუნება წარმოშოს. იხ. Gevurtz, Corporation Law, 2th ed., 2010, P. 708.

¹²⁴⁶ მოცემული ტაქტიკის ზოგიერთ პრობლემურ საკითხთან დაკავშირებით, იხ. Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, 1986, P.736-738.

¹²⁴⁷ Fleischer, Sussman, Takeover Defense, vol. I, chap. 8, 2000, P. 19-20.

¹²⁴⁸ Polk Good-ის წინააღმდეგ საქმეში, სასამართლომ დირექტორთა მიერ განხორციელებული „greenmail“-ის გადახდა *business judgement rule*-ით დაცულ სფეროდ განიხილა. იხ. Polk v. Good, 507, A.2d 531 (Del. 1986).

¹²⁴⁹ „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).

¹²⁵⁰ Thomson, Business Planning For Mergers and Acquisitions, 2th 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 აქციების 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 აქციებს იყენებს, ფიქსირდება ეკონომიკური შემოსავალი აქციების სახით. მიუხედავად იმისა,

კანონმდებლობაში 1986 წელს შესული ცვლილებით, აიკრძალა ნებისმიერი რაოდენობის თანხის განკარგვა, რომელიც საკუთარი აქციების გამოსყიდვას უკავშირდება¹²⁵¹ (რა თქმა უნდა მტრული შეძენის დროს), ხოლო 1987 წელს კონგრესის მიერ დაწესებულ იქნა 50%-იანი მოგების ან სხვა შემოსავლოს საგადასახადო ვალდებულება, რომელიც არ არის ყველა აქციონერთა მიმართ იგივე პირობებით გადახდილი ანუ, თუ გამოსყიდვის სამიზნე ობიექტს ყველა აქციონერი არ წარმოადგენს.¹²⁵² მიუხედავად ზემოაღნიშნულისა, დოქტრინაში არსებობს შეხედულება, რომ “greenmail“ არის სოციალურად სასარგებლო მოვლენა, რომელიც, საბოლოო ჯამში, კორპორაციის ღირებულებას ზრდის.

„გრინმაილის“ 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 შექმნა თავად საზოგადოების მიერ (კაპიტალის სტრუქტურული ცვლილების გარეშე). საზოგადოება აქციათა შესაძენად იყენებს კორპორაციის სპეციალურ ფონდს, რომელიც გამოთავისუფლებული ფულადი სახსრებით არის ფორმირებული. ანუ, შექმნა საზოგადოების ქონებრივი ერთეულის შემცირების ხარჯზე ხდება, რადგან შენაძენით, ფაქტობრივად, კაპიტალის სტრუქტურა და განთავსებულ აქციათა რაოდენობა უცვლელი რჩება, მაგრამ კომპანიიდან ხდება სუბსტანციური ფულადი სახსრების გადინება, რაც, საბოლოოდ, აქციათა ღირებულების შემცირებას იწვევს.

3.4.3.3.3.5. კაპიტალის რესტრუქტურისა, როგორც არასასურველი შექმენისგან დაცვის სტრატეგია

დაუფლებისგან თავდაცვის ტაქტიკათა ურთიერთმიმართება ცხადყოფს, რომ ზოგიერთი მათგანის შინაარსობრივი ელემენტები ურთიერთდამხმარე, ურთიერთმკვეთი ან ურთიერთშემავსებელი ხასიათის მატარებელი არიან. მსგავსი ფენომენია კაპიტალის სტრუქტურა.¹²⁵³ არასასურველი შექმენისგან თავდაცვას სამიზნე საზოგადოება, ხშირად, საკუთარი შესაძლებლობებით ცდილობს, რისთვისაც ის თავად გამოდის

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 დონისძიებად “greenmail“-ის გამოყენება საგადასახადო კუთხითაც წამგებიანი იქნება. ის, 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.

¹²⁵¹ იხ. ჯუღელი, კაპიტალის დაცვა სააქციო საზოგადოებაში, 2010, გვ. 38-43.

¹²⁵² Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3rd ed., Vol. 4., 2010, P. 176.

¹²⁵³ 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, 3rd ed., Vol. 4., 2010, P. 251-258. რეინკორპორირებასთან დაკავშირებით, იხ. Rock, Davies, Kanda, Kraakman, Fundamental Changes, in: The Anatomy of Corporate Law, 2nd edition, 2009, P. 214-218.

“white knight“-ის როლში. ის ცდილობს თავი დაიცვას და გაზარდოს აქციონერთა და კომპანიის ღირებულება ბიზნეს სტრატეგიების ეფექტური რეალიზირების საშუალებით. რესტრუქტურისაცია¹²⁵⁴ და რეკაპიტალიზაცია მიზნის მიღწევის შესაძლო ვარიანტთაგან ერთ-ერთი ყველაზე რეალურია.^{1255,1256} მათი განხორციელების რეალურობა საწარმოს მოცემულ მდგომარეობაზე, მის სტრუქტურაზე, წესდებასა და მარეგულირებელ საკანონმდებლო ნორმებზეა დამოკიდებული.¹²⁵⁷ ამის მიხედვით კეთდება არჩევანი როგორი სტრუქტურული ცვლილების განხორციელებაა სასურველი: აქციონერთა გადაწყვეტილების საჭიროების დაწესება; კონკრეტული რაოდენობის თანხების აკუმულირების შესაძლებლობა ან ნამეტი თანხის რეინვესტირება; საანგარიშგებო შედეგებზე გათვლილი სტრუქტურული ცვლილება; ვალდებულებების აღების არსებული საკანონმდებლო შეზღუდვების მხედველობაში მიღება; აქციონერთა პროტესტის უფლების საკანონმდებლო არსებობა თუ საგადასახადო ფაქტორ-გარემოებებზე გადამისამართება.¹²⁵⁸

კორპორაციის სტრატეგიული ელემენტის, კაპიტალის შეცვლა ანუ რეკაპიტალიზაციის განხორციელება, გავრცელებულ საშუალებას წარმოადგენს, რომლის რეალიზებისთვის შერწყმის ან რეკლასიფიცირების სტრუქტურა გამოიყენება.¹²⁵⁹ 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 რესტრუქტურისება რეკლასიფიცირებით ნიშნავს, რომ სამიზნე საზოგადოების წესდებაში ცვლილებების შეტანით, ხდება ჩვეულებრივ აქციათა რეკლასიფიცირება პრივილეგირებულ აქციებში, რომელიც,

¹²⁵⁴ რესტრუქტურისაციაში იგულისხმება საზოგადოების გაყოფა, მისი რომელიმე სამეწარმეო საქმიანობის მიმართულების გაყიდვა ან შვილობილი საწარმოსთვის გადაცემა, მთლიანი ან ნაწილობრივი ლიკვიდაცია, აქციათა გამოსყიდვა და რეკაპიტალიზაცია. იხ. *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap.13, 2000, P. 3.

¹²⁵⁵ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3rd ed., Vol. 4., 2010, P. 174.

¹²⁵⁶ 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).

¹²⁵⁷ მაგალითად, კაპიტალის რესტრუქტურისაცია, ე.წ. *Dual-Class*-ის სახით აშშ-ის ფასიანი ქაღალდების ბაზრის კანონმდებლობით აკრძალულია. იხ. *Hannes, Takeover Defenses*, in: *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring*, (edit. *Vishwahath, Krishnamurti*), 2008, P. 255. მსგავსი რეგულაციაა ქართულ კანონმდებლობაში, აშშ-სგან განსხვავებით, საკორპორაციო კანონმდებლობაშია მოცემული. კერძოდ, მეწარმეთა შესახებ კანონის 52-ე მუხლის 1^ლ პუნქტი „საჯარო“ სს-ის აქციათა რეკლასიფიცირებასა და უფლებრივ რესტრუქტურისებას კრძალავს.

¹²⁵⁸ *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap.13, 2000, P. 4.

¹²⁵⁹ „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*, 3rd ed., Vol. 4., 2010, P. 4,72-76.

ეკაპობრივად, 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,¹²⁶⁰ ძირითადად, კვალიფიციური უმრავლესობით.¹²⁶¹

რეკაპიტალიზაციის დაფინანსების წყარო „ლევერიჯია.“ შესაბამისად, ახალი კომპანია, რომელიც შერწყმის შედეგად ყალიბდება, უპირატესად, სასესხო¹²⁶² კაპიტალიზაციის ფორმის მატარებელია. თავის მხრივ, სესხის აღება კაპიტალის სტრუქტურის შეცვლის საუკეთესო საშუალებას წარმოადგენს.¹²⁶³

კაპიტალის რესტრუქტურისაცია დაუფლებისგან 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“ შექმნას გაანეიტრალებს.¹²⁶⁴

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.¹²⁶⁵

¹²⁶⁰ აქციონერთა კრების გადაწყვეტილების მიღებისგან თავის არიდების საშუალებაა, თუ სამიზნე საზოგადოების აქციონერები ექსტრარდინალურ დივიდენდს ფულით ან დებეტით მიიღებენ. ისინი შედარებით დაბალი ღირებულების მქონე ჩვეულებრივი აქციის მფლობელები ხდებიან ახალ, „ლევერეჯირებულ“ კომპანიაში. აღნიშნული რესტრუქტურისაცია ემსახურება აქციონერთა ღირებულების ზრდას მათი წლიური შემოსავლების ზღვრული მაჩვენებლის ზრდით, რომელიც დებეტის აქციაში (*equity*) გადაცვლის შედეგად მიიღწევა. წილთა შემცირების ბაზისზე იზრდება ერთი აქციიდან გამომდინარე შექმნილი შემოსავალი. იხ. *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap.13, 2000, P. 5, 13-14.

¹²⁶¹ *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap.13, 2000, P. 5.

¹²⁶² სესხის აღების საჭიროება ახალი აქციების გამოშვების დაფინანსებისთვის ხორციელდება. იხ. *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3rd ed., Vol. 4., 2010, P. 176-178.

¹²⁶³ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3rd ed., Vol. 4., 2010, P. 174.

¹²⁶⁴ *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap.13, 2000, P. 25-36.

¹²⁶⁵ *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,

3.4.3.3.3.6.

დაუფლებისგან დაცვის სხვა საშუალებათა განმარტებისთვის

ძირითადი თავდაცვითი სტრატეგიების გარდა, რომელთა შორის არჩევანის გაკეთება ღირეპქტორთა კომპეტენციაში შედის, რასაც ისინი ფიდუციურ მოვალეობათა და თავდაცვის მექანიზმის ადეკვატურობის 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.¹²⁶⁶ მისი გამოყენების შინაარსობრივი დატვირთვა შემძენი საზოგადოების აქციათა იმაზე ადრე შესყიდვაში მდგომარეობს, ვიდრე თავად ეკვიერი კომპანია სამიზნე საზოგადოების განთავსებულ აქციათა „მტრულ“ შეძენას დაასრულებდეს.¹²⁶⁷ საპასუხო შეძენის განხორციელება, ასევე, „მტრული“ შეთავაზებით ხდება.¹²⁶⁸ 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“.¹²⁶⁹

„მტრული“ სატენდერო შეთავაზების მიღების შემდეგ, თუ ღირეპქტორატის განკარგულებაში ეფექტური თავდაცვის საშუალება არ არის და აშკარაა, რომ სამიზნე საზოგადოება თავს ვერ დაიცავს არასასურველი შეძენისგან, მაშინ სამიზნე საზოგადოების მენეჯმენტი კონკურენტი შეძენის, ე.წ. *White knight* მოძებნას იწყებს. ეს უკანასკნელი სამიზნე საზოგადოებასთან აქციათა შეძენის შესახებ მოლაპარაკებას აწარმოებს, ანუ ხდება „მტრული“ შეძენის ჩანაცვლება „მეგობრული“ მესამე პირის მიერ.¹²⁷⁰ თავდაცვის ამ მეთოდის მიზანი სამიზნე საზოგადოების დამოუკიდებელი არსებობის შენარჩუნება არ არის. მიუხედავად იმისა, რომ შედეგი ერთი და იგივე ღება – სამიზნე საზოგადოება წყვეტს არსებობას, რეალურად, კორპორაციის შესყიდვა არასასურველი მესამე პირისგან აღარ ხდება.¹²⁷¹

საიდანაც 75 მენეჯმენტის საკუთრებაშია. რეკაპიტალიზაციის პირობების თანახმად, საჯარო აქციონერები, რომელთა საკუთრებაში 925 აქციაა, უფლებამოსილი 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\$, ხოლო ახალი აქციის - 2.50\$, $12.50:5=2.50$), იმ პირობით, რომ აქციონერების ანაზღაურების სახედ ნაღდი ფული ან დებეტია განკუთვნილი, ხოლო 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, ხოლო პოსტ-რეკაპიტალიზაციის ეტაპზე მისი წილობრივი მაჩვენებელი 29%-ს აღწევს.

¹²⁶⁶ *Hannes, Takeover Defenses*, 2008, P. 252.

¹²⁶⁷ *Gevurtz, Corporation Law*, 2th ed., 2010, P. 708.

¹²⁶⁸ *Lipton, Steinberger, Takeovers & Freezeouts*, 2002, chap.6., P. 239-245.

¹²⁶⁹ *Haas, Corporate Finance*, 2011, P. 711.

¹²⁷⁰ *Hannes, Takeover Defenses*, 2008, P. 253.

¹²⁷¹ *Haas, Corporate Finance*, 2011, P. 710.

სამიზნე საზოგადოებას შეუძლია გამოუშვას საკმაოდ დიდი რაოდენობის აქციები, რითიც ეკვაირის პროცენტულ მონაწილეობას შეამცირებს. ამასთან, გამოშვებულ აქციებს გადასცემს შედარებით „მეგობრულ“ მესამე პირს, ე.წ. *White square*-ის. მესამე პირთან იდება „უმოქმედობის ხელშეკრულება“ (“*standstill agreement*“), რომლის მთავარ პირობაა, რომ (ა) შემსყიდველი პირი შეზღუდულია აქციათა სამომავლო რეალიზირების შესაძლებლობით; (ბ) შეთანხმება კრძალავს საკონტროლო უფლების სამიზნე საზოგადოების 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.¹²⁷²

დაცვის პრევენციული კომბინაციური მეთოდი, ე.წ. *lock-up* ტაქტიკა. მისი ყველაზე გავრცელებული გამოვლინებაა “*crown jewel*“.¹²⁷³ სამიზნე საზოგადოების მენეჯმენტმა შესაძლებელია, არასასურველი შეძენის პრევენცირების მიზნით, მესამე პირს შესთავაზოს ძირითადი ქონების ან ბიზნესის საქმიანობის მიმართულების შეძენა მორიგებაზე დაფუძნებულ ფასად იმ შემთხვევაში, თუ სამიზნე საზოგადოებას მოუწევს „მტრული“ შეძენისგან „გაქცევა“.¹²⁷⁴ „ჩამკეტი“ 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.¹²⁷⁵

დაბოლოს, „რაიდერის“ კონკურენტი შემძენი კომპანიის მოძებნის სანაცვლოდ, შესაძლებელია სამიზნე საზოგადოებამ კაპიტალის ბაზარზე განთავსებული საკუთარი აქციების გამოსყიდვის შესახებ სატენდერო შეთავაზება გააკეთოს.¹²⁷⁶ ეს ტაქტიკა დაუფლების სრულად თავიდან აცილების მეთოდურ მიდგომას არ წარმოადგენს, თუმცა შემძენისთვის დაუფლების შედეგად წარმოშობილ სინერჯიზმის ეფექტს ეკონომიკურ ღირებულებას უკარგავს. ეკვაირს კიდევ შეუძლია გააკეთოს სატენდერო შეთავაზება იმ აქციათა შესყიდვის შესახებ, რომელიც სამიზნე საზოგადოებას დარჩა.¹²⁷⁷ მისი გამოყენებით, სამიზნე საზოგადოების მენეჯმენტი იმედოვნებს „რაიდერისთვის“ კონკურენტული გარემოების შექმნას და დარჩენილი აქციების მაღალ ფასად გაყიდვას. მიუხედავად ამისა, სამიზნე საზოგადოების განთავსებულ აქციათა რაოდენობა

¹²⁷² *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 672.

¹²⁷³ შეად. *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3rd ed., Vol. 4., 2010, P. 178-180.

¹²⁷⁴ *Haas, Corporate Finance*, 2011, P. 709.

¹²⁷⁵ *Gevurtz, Corporation Law*, 2nd ed., 2010, P. 710. შეად. *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap. 13, 2000, P. 23-24.

¹²⁷⁶ 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).

¹²⁷⁷ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3rd ed., Vol. 4., 2010, P. 173.

მინიმალურ მაჩვენებლამდეა დაყვანილი საკუთარი აქციების გამოსყიდვის შედეგად.¹²⁷⁸

3.4.4. შექენის ფინანსური ასპექტები: ფინანსური ანგარიში და ანაზღაურების საშუალებები

3.4.4.1. ფინანსური ანგარიშის ადგილი კორპორაციულ კომბინაციათა პროცესში

დამკვიდრებული წესია, რომ ეკვაიერი კომპანიის მიერ სხვა საზოგადოების გაცემული აქციების სუბსტანციური შექენის შემთხვევაში მან (ეკვაიერმა) უნდა წარადგინოს ფინანსური ანგარიში, რომელიც დაფუძნებულია საზოგადოების საბალანსო მონაცემებზე, ფულადი ნაკადებისა და შემოსავლების შესახებ დოკუმენტებზე.¹²⁷⁹ „ლია“ კორპორაციას საკანონმდებლო დონეზე მოეთხოვება აფირმატული ინფორმაციის გახსნილობა ანგარიშვალდებულების კოორდინირებული მექანიზმების საშუალებით.¹²⁸⁰ ფინანსური ანგარიშგება შიდა კონტროლის განხორციელების სამართლებრივი საშუალებაა.¹²⁸¹

ფინანსური აღრიცხვისა და ანგარიშგების¹²⁸² 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.¹²⁸³ ფინანსური ანგარიშგების ეკონომიკური გავლენა პოსტტრანზაქციული ხასიათის მატარებელია.¹²⁸⁴ მისი მთავარი დანიშნულება ეკვაიერი საზოგადოების ფინანსურ მდგომარეობაზე ტრანზაქციის სამომავლო გავლენის დეტერმინაციაა. კორპორაციის ღირებულება გამოითვლება მისი სიდიდისა და სამომავლო შემოსავალთა რეალურ პერსპექტიულობაზე დაყრდნობით.¹²⁸⁵ მისი გამოთვლის უმნიშვნელოვანეს სეგმენტს მიმდინარე შემოსავლების შესახებ სწორი ინფორმაციის¹²⁸⁶ ხელმისაწვდომობა

¹²⁷⁸ *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap. 13, 2000, P. 36-41. კორპორაციათა დაუფლებისგან დაცვის კიდევ ბევრი სახეობა არსებობს დაწვებული „მოსამსახურეთა საკუთრებაში არსებული აქციათა 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.

¹²⁷⁹ *Ferris, Drake, Accounting and Tax factors in Mergers and Acquisitions*, 2008, P. 160-161.

¹²⁸⁰ *Hazen, The Law of Securities Regulation*, 6th ed., 2009, P. 510-520.

¹²⁸¹ *Hamilton, Rasmussen, Guide To Internal Controls*, 2007, P. 41-46.

¹²⁸² 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.

¹²⁸³ *Oesterle, Mergers and Acquisitions*, 2006, P. 173.

¹²⁸⁴ მიუხედავად იმისა, რომ ფინანსური საკითხების განსაზღვრა და შეთანხმება შექენის ტრანზაქციის შემადგენელი ნაწილია, მისი უპირველესი დანიშნულება, ტრანზაქციის ღირებულებისა და სამომავლო შედეგების სავარაუდო გამოთვლაა, რომელიც სათანადო პრინციპებზე დაყრდნობით უნდა განხორციელდეს. იხ. *Earl, Relationship of Financial Statement to Valuation*, in: *Financial and Accounting Provisions in Acquistiions Agreements*, ABA, 1999, P. 1-2.

¹²⁸⁵ *Haas, Corporate Finance*, 2011, P. 119-147.

¹²⁸⁶ *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 257.

წარმოადგენს.¹²⁸⁷ თავის მხრივ, ფინანსური ანგარიშგება საერთო პრინციპებზე დაყრდნობით უნდა შესრულდეს.¹²⁸⁸

რაც უფრო მაღალია მიმდინარე შემოსავლების მაჩვენებელი, მით მეტია სამომავლო შემოსავლები და კომპანიის ღირებულება. მიმდინარე შემოსავლებისა და სამომავლო ღირებულების ურთიერთმიმართების დადგენა პოტენციური ტრანზაქციის წარმატებული დაგეგმარების უმნიშვნელოვანესი ფაქტორია.¹²⁸⁹

¹²⁸⁷ Oesterle, Mergers and Acquisitions, 2006, P. 173.

¹²⁸⁸ პრინციპები ფინანსური ანგარიშგების შესრულების წყაროს წარმოადგენენ. აშშ-ში ასეთი პრინციპების ძირითად წყაროს „ზოგადი საანგარიშებო პრინციპები“ (*“Generally accepted accounting principles” (“GAAP”)*) წარმოადგენს. მისი პრაქტიკულ სექტორამდე „მიტანა“ ზოგადი სექტორის ისეთი უმსხვილესი ორგანიზაციების მიერ ხდება, როგორცაა „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, 5th ed., 2010, P. 470.

¹²⁸⁹ კორპორაციას აქვს მიმდინარე და სამომავლო ღირებულება, რომელიც ერთი ობიექტის ორ სხვადასხვა პერიოდში შეფასებას მოიცავს. ის გამომდინარეობს, 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 გამოიმუშავებული შემოსავალი მოცემულ დროსა და მომავალ კონკრეტულ თარიღს შორის. სამომავლო ღირებულის განსაზღვრისთვის ოთხი სახის ინფორმაციაა საჭირო: ინვესტირებული თანხის რაოდენობა; სამომავლო კონკრეტული თარიღი; კოეფიციენტური მაჩვენებელი, რომლითაც გამოითვლება ამჟამინდელ და სამომავლოდ, შერჩეულ თარიღს შორის მისაღები შემოსავალი; სიხშირე/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 განხორციელდეს და სამომავლოდ გასურთ მიიღოთ 65 000 ლარი, რამდენი უნდა დააბანდოთ, რომ მიიღოთ მომავალში 65 000 ლარი, ანუ რა არის მისაღები შემოსავლის დღევანდელი ღირებულება. თუ სამომავლოდ, მაგალითად, 13 წლის შემდეგ მისაღები 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, 10th ed., 2007, P. 322-326; Pinto, Branson., Understanding Corporate Law, 3rd 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

ლოგიკურია, რომ თუ შემქმნ 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*.¹²⁹⁰ მეთოდური მიდგომის პარალელურად, ფინანსური აღრიცხვიანობის გამოსატვის საბაზისო დოკუმენტთა სახეები კონკრეტული ტრანზაქციის მიმართ მათი რელევანტურობის მიხედვით გამოიყენება.¹²⁹¹ რაც შეეხება მეთოდურ მიდგომებს, მათი ორი ძირითადი სახეობიდან, ამჟამად, მხოლოდ ერთი, „შესყიდვის მეთოდი“ გამოიყენება, რამდენადაც 2001 წელს ფინანსური საანგარიშგებო სტანდარტების ბორდმა¹²⁹² შერწყმისა და შექმნის ფინანსურ საანგარიშო მეთოდად მხოლოდ *“purchase method”*¹²⁹³ დატოვა.¹²⁹⁴ ამით, *FASB* ათწლეულების განმავლობაში არსებული სადავო საკითხი, თუ რომელი მეთოდის გამოყენება იქნებოდა კომბინაციათა ფინანსური ანგარიშის შესადგენად უფრო პერსპექტიული და მიზანშეწონილი, რეგულატორული დათქმით გადაჭრა.¹²⁹⁵

მოკლედ, ფინანსური ანგარიშგების განხორციელების პროცედურული ადგილი პრეტრანზაქციულ ქმედებათა შორის დგას, რომელიც, შედეგიანობის მხრივ, ეკვაიერი კორპორაციის ფინანსურ მაჩვენებლებზე პოსტტრანზაქციული ეფექტის გათვლის მეთოდურ მიდგომას წარმოადგენს.

3.4.4.2. „შექმნის მეთოდი“ – კორპორაციულ კომბინაციათა ფასის და ტრანზაქციის შედეგების ანგარიშგების მეთოდი

კორპორაციულ კომბინაციათა ღირებულების გამოანგარიშების დანიშნულება შესრულებული ტრანზაქციის შედეგად ფორმირებული ან რეკონსტრუქტირებული საწარმოს ეკონომიკური მაგნიტუდის

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.*

¹²⁹⁰ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3th ed., Vol. 4., 2010, P. 63.*

¹²⁹¹ 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.*

¹²⁹² *Financial Accounting Standards Board (“FASB”).*

¹²⁹³ ცნობილია, ასევე, როგორც *“acquisition method.”*

¹²⁹⁴ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3th ed., Vol. 4., 2010, P. 64.*

¹²⁹⁵ 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.*

განსაზღვრაში მდგომარეობს.¹²⁹⁶ მიზნის მიღწევის მეთოდთა სხვადასხვაობა ტრანზაქციის სტრუქტურასა¹²⁹⁷ და ფინანსური ანგარიშგების შესრულების დადგენილ სტანდარტებზეა დამოკიდებული.¹²⁹⁸ იმ ტრანზაქციათა მიმართ, რომლის დროსაც სამიზნე საზოგადოების აქციათა 50%-ზე მეტის შექმნა ხდება, მხოლოდ „შექმნის მეთოდი“ უნდა იქნეს გამოყენებული.^{1299, 1300}

„პულინგის მეთოდისგან“¹³⁰¹ განსხვავებით,¹³⁰² რომელიც კომბინაციაში 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, „შექმნის მეთოდი“ მოითხოვს შექმნილი საზოგადოების ქონების რევალვაციას (გადაფასებას)¹³⁰³ გამოსყიდვის ფასის ბაზისზე.¹³⁰⁴ დასრულებული ტრანზაქციის შედეგად შექმნილი ქონებისა და გამოშვებული აქციების შესახებ არსებული ჩანაწერების შექმნის მეთოდით გამოთვლას ისტორიული ღირებულების¹³⁰⁵ ძირითადი პრინციპები უღვეს საფუძვლად. პრინციპთა დიფერენცირებას

¹²⁹⁶ *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 258.

¹²⁹⁷ *Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials*, 2000, P. 696-700.

¹²⁹⁸ შექმნის 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.

¹²⁹⁹ *Oesterle, Mergers and Acquisitions*, 2006, P. 181.

¹³⁰⁰ გამონაკლისია *LBO*, რამდენადაც ტრანზაქციაში მონაწილე სუბიექტები სამიზნე საზოგადოების სუბსტანციურ, აქციათა საკონტროლო პაკეტს ან მნიშვნელოვან წილს ფლობენ სასესხო დაფინანსებით შექმნამდე. იხ. *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5th ed., 2010, P. 479-480.

¹³⁰¹ *Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials*, 2000, P. 695-699.

¹³⁰² იხ. *Flom, Mergers & Acquisitions: The Decade in Review*, 54 U. Miami L.Rev., 2000, P. 760-761.

¹³⁰³ FASB 2001 წლამდე უშვებდა არამატერიალური ქონების ასახვას, უბრალოდ შემქმნის მისი ეტაპობრივი ამორტიზაციის შესაძლებლობას აძლევდა. 2001 წლის შემდგომ კორპორაცია ვეღარ დაქვითავს და ის უბრალოდ უნდა გადააფასოს.

¹³⁰⁴ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3th ed., Vol. 4., 2010, P. 64, 68.

¹³⁰⁵ 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, როგორც გუდვილია, რადგან, როგორც წესი, ის ამორტიზირებას არ ექვემდებარება. იხ. *Oesterle, Mergers and Acquisitions*, 2006, P. 182-183. გუდვილის ამორტიზირება შესაძლებელია შემდეგ შემთხვევაში: თუ ეკვიერი 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 შემქმნ 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.

ტრანზაქციის კომპლექსურობა განაპირობებს.¹³⁰⁶ თუ სამიზნე საზოგადოების ქონების შექმნის სანაცვლოდ შემძენი ფულს იხდის, მაშინ, ისტორიული ღირებულების საფუძველზე, შემძენის ფინანსურ უწყისში პირდაპირი (გადახდილი) ღირებულება დაფიქსირდება.¹³⁰⁷

მიუხედავად ზემოაღნიშნულისა, შექმნის მეთოდის არსი შექმნის ფასის განსაზღვრასა და პოსტტრანზაქციული კომბინირებული საბალანსო მონაცემების ზუსტ გათვლაშია. კერძოდ, შექმნის მეთოდის თანახმად, განისაზღვრება სამიზნე საზოგადოების შესყიდვის ფასი ან მთლიანი შექმნის ღირებულება. შექმნის მეთოდით ფასის განსაზღვრისთვის გამოიყენება „ღირებულების განაწილების“¹³⁰⁸ მიდგომა. „განაწილების“ მიდგომის გამოყენებით, შექმნის მეთოდით, ხდება ჯერ მატერიალური და შემდეგ არამატერიალური წმინდა ქონებრივი სიკეთის (*net assets*) გადაცემა შემძენი კომპანიისთვის იმ ფასად,¹³⁰⁹ რაც მას ნასყიდობის ხელშეკრულებით ტრანზაქციის შესრულების დღეს ჰქონდა.¹³¹⁰ შესაძენი ქონებისა და ვალდებულებების ერთიანი შეფასების

¹³⁰⁶ კომპლექსურობას განაპირობებს შესასყიდ საგანთა/ქონებათა სიმრავლე და გადახდის საშუალებათა კომბინირებული სახე (მაგალითად, ფული და აქცია ერთდროულად).

¹³⁰⁷ სამიზნე საზოგადოებამ გადასცა 100 000 ლარის ღირებულების შენობა, რის სანაცვლოდაც, ეკვაიერმა გადაიხადა 100 000 ლარი. მას სხვაგვარად, კონვენციონალურ ანგარიშგებასაც უწოდებენ. იხ. *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3rd ed., Vol. 4., 2010, P. 65.

¹³⁰⁸ cost allocation approach.

¹³⁰⁹ ეს არის, ე.წ. *fair value*, რომელიც ქვემოთ იქნება განმარტებული.

¹³¹⁰ *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 განჩნდა აღნიშნული ცვლილების შედეგად. გადასინჯული ვარიანტი მოითხოვს, რომ შემძენმა საზოგადოებამ ცნოს შექმნილი 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 შექმნილ 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 შექმნის დასრულების დროით. ორივე წესის არსებით მოთხოვნად დარჩა, რომ კორპორაციულ კომბინაციებს შორის ანგარიშგების მეთოდად მხოლოდ „შექმნის მეთოდი“ უნდა იქნეს გამოყენებული. ამასთან, SFAS-ის 141-ე წესი შექმნის ისეთ ხარჯებს, როგორც სამართლებრივი მომსახურების გადასახადი, აუდიტორული თუ საანგარიშო წარმოების შესასრულებლად გაღებული ან საინვესტიციო ბანკების ჰონორარია (*deal expenses*), კაპიტალიზირებას ახდენს და ანაწილებს შექმნილ 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*, 3rd 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 შექმნის თარიღად ადგენს სამიზნე საზოგადოებაზე კონტროლის მოპოვების მომენტს. სწორედ, შექმნის ეს თარიღი შეესაბამება ტრანზაქციის *დასრულების თარიღს*, ვიდრე გამოცხადებისა თუ

შემდეგ,¹³¹¹ მათი გადაცემის სამართლებრივი აღრიცხვა ეკვაიერი კომპანიის ბალანსზე ხდება (*recording in the book of the acquiring company*),¹³¹² სადაც წმინდა ქონებრივი სიკეთე (*net assets*) შექმნილი ქონებისა და ნაკისრი ვალდებულებების სხვაობის ტოლია. შექმნის ფასი, მოცემული შემთხვევისთვის, უდრის შექმნის ტრანზაქციაში შექმნის მიერ გადახდილი კომპენსაციის საერთო ღირებულებისა და ნაკისრ ვალდებულებათა ჯამს.^{1313,1314} ნებისმიერი რაოდენობის თანაფარდობითი სხვაობა, რომელიც შექმნის დასრულების (*closing-date*) მომენტისათვის შესაძენ ქონებას ჰქონდა და აღემატება ეკვაიერი საზოგადოების მიერ გადახდილ კომპენსაციას, არის გუდვილი (*Goodwill*).¹³¹⁵ სხვა სიტყვებით: შექმნის 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 შექმნი საზოგადოების მიერ რეალურად გადახდილ ანაზღაურებას შორის სხვაობა წარმოიშობა, მაშინ სახეზეა გუდვილი.¹³¹⁶ ეს იმ შემთხვევაში ხდება, როდესაც ეკვაიერი, სამიზნე საზოგადოებაზე კონტროლის მოპოვების მიზნით, მისი ღირებულების გარდა, პრემიუმთანხასაც იხდის. გადახდილი პრემიუმთანხა მიიჩნევა გუდვილად. გუდვილი არის სამიზნე საზოგადოების იდენტიფიცირებადი ანუ ამოცნობადი ქვემდებარებული ქონება.

შექმნის მოტივთა შორის ინფორმაციის სწორი ანალიზის შესაძლებლობა სამიზნე საზოგადოების შექმნის უმთავრეს მოტივატორს წარმოადგენს, რამეთუ ეკვაიერი უკეთ ხედავს შესაძენი ქონების რეალურ ეკონომიკურ ღირებულებას, ვიდრე მისი მიმდინარე საბაზრო ღირებულებაა. პრემიუმთანხის გადახდას სწორედ ეს პრეკონდიცია განაპირობებს.¹³¹⁷ სხვა სიტყვებით, შექმნი საზოგადოების გუდვილი არის ქონების სახე,¹³¹⁸ რომელიც წარმოადგენს სამომავლო ეკონომიკურ

ხელმოწერის თარიღს, როგორც ეს წინა რედაქციაში იყო. იხ. *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5th ed., 2010, P. 471-476.

¹³¹¹ 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*”).

¹³¹² *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5th ed., 2010, P. 470.

¹³¹³ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3th ed., Vol. 4., 2010, P. 65-66.

¹³¹⁴ მაგალითად, თუ ეკვაიერი საზოგადოება სამიზნე საზოგადოებას მისი ქონებისა და ვალდებულებების სანაცვლოდ აძლევს ეკვაიერ კომპანიაში 60 000 აქციას, რომლის ნომინალი 10 ლარია, ხოლო საბაზრო ღირებულება 35 ლარს წარმოადგენს, ხოლო ქონებასთან ერთად იღებს 900 000 ლარის მოცულობის ვალდებულებას, მაშინ შექმნის ფასი ეკვაიერისთვის იქნება (60 000 * 35 =) 2 100 000 ლარს დამატებული ვალდებულებათა ეკვივალენტი, ანუ 900 000, რაც, ჯამში 3 მილიონს უდრის (აღნიშნული მაგალითი ორეტაპიანი შექმნის საფუძველზეა მოყვანილი, რომელიც შერწყმით სრულდება.)

¹³¹⁵ *Oesterle, Mergers and Acquisitions*, 2006, P. 182.

¹³¹⁶ შეად. *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 259.

¹³¹⁷ იხ. *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 527-530.

¹³¹⁸ SFAS-ის 141-ე და 141R-ს შორის ერთ-ერთი განსხვავება გუდვილის გამოთვლის მექანიზმშიც არის. მოდიფიცირებული წესი მოითხოვს, რომ შექმნი საზოგადოებისგან

მოგებას, რაც შესაძენ ქონებრივ სიკეთეთა შორის, შექმნის ფორმირების ეტაპზე, ინდივიდუალურად ამოუცნობი, არაიდენტიფიცირებული იყო.¹³¹⁹ შექმნის მეთოდი, „პულინგის მეთოდისგან“ განსხვავებით, სწორედ გუდვილის იდენტიფიცირების შესაძლებლობას იძლევა, რომლის დაფიქსირება შექმნის კორპორაციის პოსტრანზაქციული საბალანსო აღრიცხვის დოკუმენტში ხდება.¹³²⁰ კერძოდ, SFAS 141R მოითხოვს, რომ მიმართებელმა საზოგადოებამ, გუდვილისგან განცალკევებით, ცნოს (*recognize*) იდენტიფიცირებული ქონებისა და ვალდებულებების „საბაზრო ფასი“ შექმნის დღეს (*closing-date*) და გამოითვალოს „საბაზრო ფასში“ სამომავლო ცვლილებები. შექმნის მეთოდის M&A-ის პროცესთან მიმართების სრულფასოვანი გაანალიზებისთვის, აუცილებელია SFAS-ის მიერ დადგენილი „ფასის“ შინაარსობრივი დეტერმინაცია.¹³²¹

3.4.4.2.1. სამართლიანი ღირებულება (“*fair value*”)

სამართლიანი ღირებულების დეფინიციას სხვადასხვა რეგულაცია ახდენს.¹³²² შექმნის მეთოდის გაანალიზების სუბსტანციური ელემენტი მისი საბაზრო ღირებულების მიმდინარე მაჩვენებელია. სამართლიანი ღირებულების მიმდინარე მაჩვენებელისა და საზოგადოების საბალანსო დოკუმენტში არსებულ მონაცემთა სხვაობა, როგორც წესი, დადებითია.¹³²³ 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.¹³²⁴ მოდიფიცირებული დეფინიციის ლაიტმოტივი გასვლის (“*exit*”) ფასის დადგენაში მდგომარეობს. გასვლის ფასი ის ღირებულებაა, რომელსაც ბაზრის მონაწილე გამყიდველს კომპანიის, ქონების ან ინვესტიციის სანაცვლოდ უხდის.¹³²⁵ ბაზრის ცვალებადობისა და სამართლებრივი

გუდვილის აღიარება/ცნობა მოხდეს შექმნის დღეს, რომელიც გამოითვლება არა მარტო „საბაზრო ფასსა“ და შექმნის 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, შექმნის მიერ სამიზნე საზოგადოებაში არსებული მცირე აქციონერთა ინტერესების აღიარება შექმნის გუდვილის გამოთვლის საფუძვლად 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, 3rd ed., Vol. 4., 2010, P. 65.

¹³¹⁹ Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities, 5th ed., 2010, P. 470.

¹³²⁰ Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3rd ed., Vol. 4., 2010, P. 68.

¹³²¹ Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities, 5th ed., 2010, P. 471.

¹³²² აშშ-ში მის დეტერმინაციას ფასიანი ქაღალდების კომიტეტი, ერთი მხრივ, და, მეორე მხრივ, ფინანსური ანგარიშგების ოფიციალური სტანდარტების 157-ე წესი (SFAS 157) აკეთებს.

¹³²³ Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3rd ed., Vol. 4., 2010, P. 65,67.

¹³²⁴ Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities, 5th ed., 2010, P. 473.

¹³²⁵ ამის საპირისპიროდ, არის “*entry*” ფასი, რომელიც შექმნის მიერ კონტროლის მოპოვებაში გადახდილ თანხას გულისხმობს. Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities, 5th ed., 2010, P. 473.

რეგულაციების მოდერნიზების პროცესი გასვლის ფასს მეკეთრ ფლუქტუაციურ ხასიათს ანიჭებს. მეტი სიცხადისათვის, კომპანიის საბალანსო მონაცემებში დაფიქსირებული მაჩვენებლები საზოგადოების „გასაყიდ საბაზრო ღირებულებას“ არ ასახავს და ის, როგორც წესი, უფრო მაღალ ფასად იყიდება.¹³²⁶ ეს კი დამოკიდებულია ბაზარზე არსებულ მდგომარეობაზე. 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.¹³²⁷

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.¹³²⁸

სამართლიანი ფასის განსაზღვრება აქციონერთა ეფრაიზალის კონცეფტუალურ იდენტობაში მოდის ორეტაპიანი შექმნის მეორე ეტაპზე მცირე აქციონერთა გაძევების (*freeze-out*) პროცესის მიმდინარეობისას, სადაც კორპორაციის „იძულებით“ დატოვების სანაცვლოდ აქციაში გადახდილი ფასი ითვლება „სამართლიანად“, თუ ის ბაზარზე არსებულ აქციის სამართლიან ღირებულებას აღემატება.^{1329, 1330}

¹³²⁶ „საბაზრო ფასის“ განსაზღვრის შესახებ უამრავი სასამართლო გადაწყვეტილება არსებობს. ზოგადად, იხ. *Radin, The Business Judgment Rule*, 6th ed., Vol. II, 2009, P. 1584-1648.

¹³²⁷ ორიგინალი დეფინიცია აშშ-ის ფასიანი ქაღალდების კომიტეტის (*SEC*) მიერ იყო დადგენილი. მას, ასევე, განმარტავს *GAAP*. უკანასკნელი „სამართლიან 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] მოპოვების თარიღი: [03/09/2012].

¹³²⁸ *Radin, The Business Judgment Rule*, 6th ed., Vol. II, 2009, P. 1584-1605.

¹³²⁹ *Gevurtz, Corporation Law*, 2th ed., 2010, P. 772.

¹³³⁰ შეად. *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 464.

3.4.4.2. „შექენის მეთოდის“ გავლენა საწარმოს ფინანსურ მონაცემებზე¹³³¹

კორპორაციულ კომბინაციათა ფინანსური ანგარიშგების „შექენის მეთოდით“ შედგენამ განაპირობა ტრანზაქციის შედეგად ფორმირებული კომბინირებული საბალანსო აღრიცხვის მონაცემებში არამატერიალური ქონებრივი სიკეთის კაპიტალიზაცია.¹³³²

არსებობს გრძელვადიანი და მოკლევადიანი საინვესტიციო ქონება.¹³³³ 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.¹³³⁴ 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.¹³³⁵ ამ გარემოებათა გათვალისწინება ფინანსური ანგარიშგების სისტემური ანალიზის საფუძველზეა შესაძლებელი. ფინანსური ანგარიში ეხება ეკვაიერის მიერ სამიზნე საზოგადოების შექენაში გადახდილი აკუმულირებული თანხებისა და მის სანაცვლოდ მიღებული ქონებრივი სიკეთისა თუ ვალდებულების შესახებ კომბინირებული საბალანსო მონაცემთა შედგენას.

როგორც აღინიშნა, შექენის მეთოდის მიხედვით, დგება 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.¹³³⁶ კორპორაციის საბალანსო მონაცემებმა ცვლილება ორი მიმართულებით შეიძლება განიცადოს. პირველი, არამატერიალური ქონებრივი სიკეთის, უპირატესად, გუდვილის, როგორც ნამატის კუთხით

¹³³¹ ფინანსური მონაცემების ქვეშ საწარმოს ქონებრივი მდგომარეობისა (*financial report*) და საბალანსო აღრიცხვის (*balance sheet*) შესახებ დოკუმენტები მოიაზრება.

¹³³² *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5th ed., 2010, P. 470-477.

¹³³³ long-term/short-term assets.

¹³³⁴ *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5th ed., 2010, P. 474.

¹³³⁵ *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5th ed., 2010, P. 474.

¹³³⁶ კაპიტალიზაცია ნიშნავს შექენილი იდენტიფიცირებადი (მაგრამ არა იდენტიფიცირებული) არამატერიალური ქონებრივი სიკეთის ღირებულებით შეფასებას და მათ საბალანსო მონაცემებში ასახვას. იხ. *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5th ed., 2010, P. 476.

და მეორე, სამიზნე საზოგადოებისთვის გაცემული აქციის ღირებულების მხრივ, რომელიც ანაზღაურების ნომინალურ ღირებულებაზე მაღალია.

3.4.4.2.2.1. „კაპიტალნამატი“

სამიზნე საზოგადოების შექმნის ანაზღაურების სახე ფული, ფასიანი ქაღალდი ან მათი ჰიბრიდული ვარიანტია.¹³³⁷ სამიზნე საზოგადოებისთვის შექმნის აქციური დაფინანსების დროს აქციათა ფასი მნიშვნელოვან როლს თანამაშობს. აქციას ორგვარი ფასი აქვს: ნომინალური¹³³⁸ და საბაზრო. „ხელის გაწვდენის“¹³³⁹ 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.¹³⁴⁰

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: გამომუშავებული ნამატი, გადახდილი ან კონტრიბუციული ნამატი, ფიქსირებული ქონების რევალვაციით (ღირებულების გადაფასებით) მიღებული ნამატი და რედუქციული ნამატი, რომელიც გაწერილი კაპიტალის შემცირების შედეგად წარმოიშობა.¹³⁴¹ 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.¹³⁴² ნამატის კლასობრივი ჩამონათვალიდან, შექმნა შერწყმის შედეგად, წარმოიშობა კაპიტალნამატი, რომელიც საბალანსო მონაცემებში უნდა აისახოს. შექმნის მეთოდი მისი ფინანსური ანგარიშგების ნუსხაში წარმოჩენას უზრუნველყოფს.

შემთხვევის ჰიპოტეტურ მონაცემებზე დაყრდნობით განხილვა მოვლენის ნათელ პანორამას შექმნის.

¹³³⁷ *Frensch*, *The Social Side of Mergers and Acquisitions*, 2007, P. 126.

¹³³⁸ არსებობს ნომინალის არმქონე ფასიანი ქაღალდები, თუმცა, მათი გამოყენება ტრანზაქციათა დაფინანსებისთვის, როგორც წესი, არ ხდება.

¹³³⁹ *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.

¹³⁴⁰ *Cox, Hazen*, *Treatise on The Law of Corporations*, 3rd ed., Vol. 4., 2010, P. 65.

¹³⁴¹ არსებობს მეხუთე კატეგორია, ე.წ. შემოწირული ნამატი (*donated surplus*), რომელიც უკავშირდება ისეთ საგამონაკლისო შემთხვევას, როგორც აქციების კორპორაციისთვის დაბრუნება. იხ. *Henn*, *Cases and Materials on Corporations*, 1974, P. 821.

¹³⁴² *Cox, Hazen*, *Treatise on The Law of Corporations*, 3rd ed., Vol. 3, 2010, P.468-472.

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, შექენამდე 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 შექენის განსახორციელებლად საჭიროა A-ს 60 000 აქციის მის ქონებაში გადაცემა. 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 * 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 კაპიტანამატი ეწოდება, რომელიც A-ს საბალანსო მონაცემებში ტრანზაქციის გავლენით გამოწვეულ ცვლილებას მიეკუთვნება. შესაბამისად, შექენის შემდგომ, A კომპანიის საბალანსო საერთო ქონებრივი მაჩვენებელი, მხოლოდ ანაზღაურების სისტემური მიდგომის შედეგად, 2.1 მილიონი ლარით გაიზრდება. ეს ტრანზაქციის წარმატებულობის უპირველესი მაჩვენებელია, რადგან მისი დადების უპირველესი ეკონომიკური პერსპექტივა რეალიზდება: ორივე საზოგადოების განცალკევებული შეფასების ჯამი ნაკლებია შექენა/შერწყმის შედეგად ფორმირებული საწარმოს საბალანსო მონაცემების ჯამზე.¹³⁴³ შესაბამისად, ტრანზაქცია მომგებიანად ანუ „შემდგარ გარიგებად“ ჩაითვლება.¹³⁴⁴

3.4.4.2.2. გუდვილი

კორპორაციის შექენის შედეგად ჩამოყალიბებული კომბინირებული საბალანსო აღრიცხვის შეცვლის მეორე მნიშვნელოვან სეგმენტს არამატერიალური ქონებრივი სიკეთე, გუდვილი წარმოადგენს. ფინანსური ანგარიშგების მიზნებისთვის, რომელიც პირდაპირ კავშირშია გუდვილის განსაზღვრის მონაცემებთან, აუცილებელია შექენის ფასის მის პრეკონდიციად განმარტება.

სამიზნე კომპანიისთვის გადახდილი შექენის ფასი (შფ) არის მთლიანი შექენილი იდენტიფიცირებადი მატერიალური და არამატერიალური ქონებრივი სიკეთის საბაზრო ღირებულებისა (სღკ) და აღებული ვალდებულებების სხვაობას (სღგ) დამატებული გუდვილი (სღგგ). შფ-სა და სღგ-ს შორის სხვაობა წმინდა ქონებრივი ღირებულების ტოლია.¹³⁴⁵ წმინდა ქონებრივი ღირებულება კომპანიის ღირებულების

¹³⁴³ პოსტტრანზაქციული საბალანსო მონაცემების სქემატური ანალიზი, იხ. *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5th ed., 2010, P. 478.

¹³⁴⁴ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3th ed., Vol. 4., 2010, P. 67-68.

¹³⁴⁵ *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5th ed., 2010, P. 474.

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.¹³⁴⁶ ამასთან, ღირებულება მოიცავს კომპანიის სახელწოდებას, მოსამსახურეთა დაქირავებასა და ტრენინგებს, კომპანიის საპროდუქტო ხაზის განვითარებას, ახალი ბრენდების შექმნას, ახალ მომხმარებელთა მოზიდვას და არსებულის შენახუნების ბაზას და სხვა.¹³⁴⁷ აღნიშნული ელემენტები “going concern“-ის კონცეფციის შემადგენელი ნიუანსებია. “going concern“-ის ღირებულების სხვა ასპექტიდან უმნიშვნელოვანესია გუდვილი და მისი გამოანგარიშების კონცეფცია.¹³⁴⁸

გუდვილი აისახება სამეწარმეო საქმიანობის ღირებულებაზე, როგორც “going concern“-ის სტრატეგიაზე, რომელიც წარმოიშობა კორპორაციათა შორის 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.¹³⁴⁹ „შეძენის მეთოდის“ არსი მდგომარეობს გამოთვლილი

¹³⁴⁶ გუდვილის ეკონომიკურ გამოთვლასთან დაკავშირებით, იხ. Schanz, D., Schanz, S., Business Taxation and Financial Decision, 2011, P. 315-320.

¹³⁴⁷ Haas, Corporate Finance, 2011, P. 125.

¹³⁴⁸ Haas, Corporate Finance, 2011, P. 126-127.

¹³⁴⁹ „დადებითი გუდვილი“ 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 მოლაპარაკებით 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, 5th 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 ხარჯებში 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, 3th ed., Vol. 4., 2010, P. 66.

გუდვილის ღირებულების საბალანსო მონაცემებში ასახვაში.¹³⁵⁰ ფინანსურ მონაცემებში ნებისმიერი ცვლილება, ფინანსური ანგარიშგების შესახებ წესების სავალდებულო მოთხოვნის თანახმად,¹³⁵¹ დაუყოვნებლივ უნდა აისახოს¹³⁵². გუდვილი კი არის ის არამატერიალური სიკეთე, რომელიც სამიზნე საზოგადოების შექმნას ზუსტი ეკონომიკური გათვლის შედეგად მოსდევს და განმაპირობებელი ფაქტორია საბალანსო მონაცემებში ცვლილებების განხორციელებისა.¹³⁵³ გუდვილის გამოთვლა, თავის მხრივ, უმნიშვნელოვანესი *ex ante* ქმედებაა, რომლითაც საზოგადოების პოსტტრანზაქციული ბალანსის *de lege ferenda* პანორამას პრეტრანზაქციულ ეტაპზე ხელმისაწვდომს ხდის.

უმარტივესი განმარტებით, გუდვილი არის შემქმენი კომპანიის მიერ სამიზნე კორპორაციის ქონებაში გადახდილ და ამ ქონების საბაზრო ღირებულებას შორის სხვაობა.^{1354, 1355} გუდვილის გამოთვლა ჰიპოთეტური მონაცემების მეშვეობით 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.¹³⁵⁶ 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 „შექმენის მეთოდი“ წარმოადგენს. შექმენის მეთოდი პოსტტრანზაქციული კორპორაციის საბალანსო მონაცემების, ტრანზაქციის ღირებულებისა და არამატერიალური ქონებრივი სიკეთის ბალანსში დაფიქსირების აპრობირებული მეთოდია. ზოგადად, შექმენის მეთოდით გამოთვლილი და მიღებული კორპორაციულ კომბინაციათა ფინანსური ანგარიშგება კომპანიის ღირებულების დადგენის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან სეგმენტს წარმოადგენს. კომპანიის ღირებულების გამოთვლა სააქციო საზოგადოების შექმენა/შერწყმის ბაზისზე რესტრუქტურირებისა და დაგეგმარებისა და შედეგთა სარგებლიანობის განსაზღვრის ერთ-ერთი მთავარი ფაქტორ-პოსტულატია.

3.4.4.3. შექმენის დაფინანსების საშუალებები: ფული თუ აქცია?!

შექმენის ტრანზაქციის შესრულების ფინანსურ ასპექტთა შორის დაფინანსების ანუ ანაზღაურების სახის განსაზღვრა კომბინაციის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი მხარეა.¹³⁵⁷ ტრანზაქციის ღირებულების გადახდის

¹³⁵⁰ *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 260-261.

¹³⁵¹ *Hazen, The Law of Securities Regulation*, 6th ed., 2009, P. 510-515.

¹³⁵² *Haas, Corporate Finance*, 2011, P. 126.

¹³⁵³ *Oesterle, Mergers and Acquisitions*, 2006, P. 183.

¹³⁵⁴ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3th ed., Vol. 4., 2010, P. 66.

¹³⁵⁵ *Ferris, Drake, Accounting and Tax factors in Mergers and Acquisitions*, 2008, P. 166-169.

¹³⁵⁶ *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5th ed., 2010, P. 475; *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3th ed., Vol. 4., 2010, P. 66; *Haas, Corporate Finance*, 2011, P. 126-127.

¹³⁵⁷ ანაზღაურების სახე გავლენას ახდენს ტრანზაქციის შესრულების ტიპზე. გადახდის საშუალებად ფულის არჩევის შემთხვევაში, შემქმენს შეუძლია ერთი ან ორეტაპიანი

სახეობის დაგეგმარება შედეგებზე ზეგავლენის მოხდენის შესაძლებლობით კვლევის ობიექტივში ექცევა. გადახდის საშუალებათა შერჩევაში ტრანზაქციის ორივე მხარე აქტიურად მონაწილეობს. შემსყიდველი მხარის უპირველესი ამოცანაა შეაფასოს საკუთარი აქციების არსებული და პოტენციური (სინერგიზმის წარმომშობი) ღირებულება და სამიზნე საზოგადოების ღირებულებასთან თანაფარდობით გადახდის ადეკვატურ საშუალებაზე შეაჩეროს არჩევანი. თავის მხრივ, გამყიველი კორპორაცია განსაზღვრავს საკუთარ საბაზრო ღირებულებას და შეთავაზებულ ფასთან თანაფარდობით გაყიდვის მისთვის მისაღებ მექანიზმს ღებულობს.¹³⁵⁸

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).¹³⁵⁹ კომპენსაციის სახე შესაძლებელია იყოს ფიქსირებული ან ცვალებადი, რაც ცალმხრივად დამოკიდებულია მხარეთა შეთანხმებაზე. ასევე, ანაზღაურების საშუალებათა კონკრეტული სახის ან შერეული ვარიანტის წარმოებაა შესაძლებელი.¹³⁶⁰

კომპენსაციის სახეთა შორის დომინირებული მდგომარეობა ფულს, აქციას და მათ კომბინირებულ ვარიანტს უკავია.¹³⁶¹ 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.¹³⁶² თუ ეკვაიერი საწარმოს მენეჯმენტმა იცის, რომ მისი აქციის საბაზრო ღირებულება გადაფასებულია (*overvalued*),¹³⁶³ მაშინ, შემძენის პერსპექტივიდან, სასურველია გადახდის საშუალებად აქცია იქნეს შეთავაზებული.¹³⁶⁴

შეძენის 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.

¹³⁵⁸ Vishwanath, Krishnamurti, Design of Consideration in Acquisitions: Cash and Stock Offers, 2008, P. 158.

¹³⁵⁹ Mantysaari, The Law of Corporate Finance: General Principles and Eu Law, vol. III, 2010, P. 479.

¹³⁶⁰ Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities, 5th ed., 2010, P. 422.

¹³⁶¹ 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, 5th ed., 2010, P. 421.

¹³⁶² Klein, Coffee, Business Organization and Finance, 10th ed., 2007, P. 380-382.

¹³⁶³ Rhoders-Kropf, Viswanathan, Market Valuation and Merger Waves, J Fin 59, 2004, P. 2685-2718.

¹³⁶⁴ Frensch, The Social Side of Mergers and Acquisitions, 2007, P. 99.

აქციების შეთავაზება ორი სახის მეთოდურ მიდგომას შეიცავს: ფიქსირებული აქციით ან ფიქსირებული ღირებულებით.¹³⁶⁵

ფიქსირებული აქციების შეთავაზების შემთხვევაში, კომპენსაციისთვის გადასახდელ აქციათა რაოდენობა განსაზღვრულია, მაგრამ მისი ღირებულება მერყევია ეკვაიერი 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.¹³⁶⁶ ამასთან, წილობრივი მანკენებელი აქციის ფასის ცვალებადობით არ იცვლება.¹³⁶⁷

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, ეკვაიერი 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 ეკვაიერ კორპორაციას მოუწევს 33.33 მილიონი აქციის გადაცემა. ფიქსირებული ღირებულების დროს, შემძენი საზოგადოების საკუთრების წილობრივი სტრუქტურის შეცვლის მაღალი ალბათობა არსებობს.¹³⁶⁸

შემსყიდველი კომპანიის მეორე პერსპექტივა მისთვის არასასურველი შედეგების მომტანია. კერძოდ, თუ ეკვაიერი საწარმოს აქციები იმაზე ნაკლებად არის შეფასებული ვიდრე მისი პოტენციური საბაზრო ღირებულებაა, ტრანზაქციაში გადახდის სახედ აქციების განსაზღვრა მიმავრთებელი საზოგადოებისთვის უარყოფითი შედეგების გამომწვევი იქნება, რადგან სამიზნე საზოგადოების აქციონერები მაღალი სინერგიზმის კოეფიციენტის მესაკუთრენი გახდებიან.¹³⁶⁹ ამიტომ, ასეთი ტიპის გადახდის საშუალება ყოველთვის კომპლექსურობით გამოირჩევა.¹³⁷⁰ მაგრამ მისი არჩევა ისეთი დადებითი მოტივითაც ხასიათდება, როგორც ტრანზაქციის საგადასახადო ვალდებულებებისგან გათავისუფლება.¹³⁷¹

¹³⁶⁵ Vishwanath, Krishnamurti, Design of Consideration in Acquisitions: Cash and Stock Offers, 2008, P. 146.

¹³⁶⁶ Vishwanath, Krishnamurti, Design of Consideration in Acquisitions: Cash and Stock Offers, 2008, P. 157.

¹³⁶⁷ Vishwanath, Krishnamurti, Design of Consideration in Acquisitions: Cash and Stock Offers, 2008, P. 147.

¹³⁶⁸ Mantysaari, The Law of Corporate Finance: General Principles and Eu Law, vol. III, 2010, P. 480.

¹³⁶⁹ Frensch, The Social Side of Mergers and Acquisitions, 2007, P. 100.

¹³⁷⁰ Bainbridge, Mergers and Acquisitions, New York, 2003, P. 175-177.

¹³⁷¹ Ginsburg, Levin, Mergers, Acquisitions, and Buyouts, Vol. 2, 2003, chap. 6, P. 16.

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.¹³⁷² 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.¹³⁷³

პარალელურად, ფულით ანგარიშწორება საგადასახადო ასპექტების ამოქმედებას იწვევს.¹³⁷⁴ 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.¹³⁷⁵ მისი მთავარი უპირატესობა, ეკვაიერი კომპანიის პერსპექტივიდან, რთული სასესხო დაფინანსების პროცედურებისგან თავის არიდება, სხვა კორპორაციის აქციონერებთან კონტროლის განაწილებისგან (შემცირებისგან) თავდაცვა,¹³⁷⁶ ტრანზაქციის აქციებით დაფინანსებისთვის ახალი აქციების გამოშვების ხარჯზე არსებულ აქციონერთა, ზოგადად კი, საზოგადოების აქციათა ღირებულების შემცირებისთვის გვერდის ავლაში მდგომარეობს.¹³⁷⁷ გადახდის საშუალებად ფულის არჩევის კიდევ ერთი დადებითი მხარე შეძენი კომპანიის არასტაბილური საბაზრო მდგომარეობაა.¹³⁷⁸ შესაბამისად, შერწყმით შეძენის დროს, სამიზნე საზოგადოების აქციონერთა ეკვაიერი კომპანიის სამომავლო წარმატებულობის მიმართ არსებული სკეპტიციზმი, ფულადი კომპენსაციისთვის უპირატესობის მინიჭების დამატებითი ფაქტორია.¹³⁷⁹

რაც შეეხება გადახდის დროსა და ფასს, ის, როგორც წესი, მხარეთა შორის მოლაპარაკების ეტაპზე ფორმირდება. შესაძლებელია გადახდის დროდ ტრანზაქციის დახურვის დღე ან ტრანზაქციის დახურვიდან ნებისმიერი თარიღი ან პირობადებულად განისაზღვროს.¹³⁸⁰

¹³⁷² *Mantysaari*, *The Law of Corporate Finance: General Principles and Eu Law*, vol. III, 2010, P. 479.

¹³⁷³ *McLaney*, *Business Finance*, 6th ed., Harlow, 2003, P. 381.

¹³⁷⁴ *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.

¹³⁷⁵ *Vishwanath, Krishnamurti*, *Design of Consideration in Acquisitions: Cash and Stock Offers*, 2008, P. 150.

¹³⁷⁶ *Betton, Eckbo, Thorburn*, *Corporate Takeovers*, in: *Empirical Corporate Finance*, (edit. *Eckbo*), 2008, chap. 15.

¹³⁷⁷ *Depamphilis*, *Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5th ed., 2010, P. 421-422.

¹³⁷⁸ შეძენი საზოგადოების არასტაბილური მდგომარეობის არსებობის შემთხვევაში, სამიზნე აქციონერთათვის გადახდის მისაღებ საშუალებას, ფულის ალტერნატივად, ობლიგაცია დგას. ამას განაპირობებს სასესხო ფასიანი ქაღალდის სამართლებრივი ბუნება, რომლის მიხედვითაც, კომპანიის გაკორტრების ან ლიკვიდაციის ეტაპზე, ისინი მოთხოვნის ბოლო „რიგში“ (ე.წ. *residual claim*) არ აღმოჩნდებიან და უფლებამოსილნი იქნებიან აქციონერებზე წინ დაიკმაყოფილონ თავიანთი მოთხოვნა. იხ. *McLaney*, *Business Finance*, 6th ed., Harlow, 2003, P. 382-384.

¹³⁷⁹ *Mantysaari*, *The Law of Corporate Finance: General Principles and Eu Law*, vol. III, 2010, P. 480.

¹³⁸⁰ *Mantysaari*, *The Law of Corporate Finance: General Principles and Eu Law*, vol. III, 2010, P. 481.

სუბსტანციური მნიშვნელობის არის ფასზე შეთანხმება. ფასის დადგენა ტრანზაქციის დახურვის დღეს ხორციელდება. ეს ორი მთავარი გარემოებით არის განპირობებული.

პირველი, მხარეთა შორის შექმნის ხელშეკრულებაზე ხელმოწერიდან ტრანზაქციის დახურვამდე დროის ინტერვალი საკმაოდ დიდია. დროის ხანგრძლივობა სამიზნე საზოგადოების ღირებულების ცვალებადობაზე აისახება. შესაბამისად, ხელმოწერისას დადგენილი თანხა ტრანზაქციის დახურვის ეტაპზე¹³⁸¹ ვადამოსული გადახდის ტოლი აღარ იქნება. თუ სამიზნე საზოგადოებამ გარკვეული ზარალი განიცადა, მისი შედეგები შემქენ კომპანიას შეერაცხება. ამიტომ, მხარეები შეთანხმებაზე ხელმოწერისას კონსესუსს აღწევენ შემდეგ დებულებაზე: თუ შეთანხმებიდან გადახდამდე რაიმე ცვლილებას, დადებითს ან უარყოფითს განიცდის სამიზნე ან ეკვაიერი საზოგადოება,¹³⁸² მაშინ მხარეები ტრანზაქციის დახურვის დღეს (ანუ შეთანხმებულ პირობათა შესრულების დღეს, როდესაც მხარეები შეთანხმებულ ფულსა თუ ქონებას გადასცემენ ერთმანეთს)¹³⁸³ სხვაობის გათვალისწინებით, პასუხისმგებელი იქნებიან ადეკვატური ფასის გადახდაზე, ანუ იმის პროპორციულ გადახდაზე, რაც შეთანხმებაში განისაზღვრა.¹³⁸⁴

მეორე, მხარეებს შეუძლიათ ხელშეკრულებაში შესყიდვის ფასის ველი შეუვსებელი დატოვონ, მაგრამ შეთანხმების ერთ-ერთ დებულებად განსაზღვრონ შექმნის ფასის გამოთვლის მექანიზმები და დრო. ფასის გამოანგარიშების თარიღი, რეკომენდირებულია იყოს ტრანზაქციის დახურვის დღე. ეს განპირობებულია შეთანხმებიდან ტრანზაქციის დახურვამდე არსებული ინტერვალითა და შესასრულებელ ქმედებათა სიმრავლით. არსებულ დროის ინტერვალში შექმნის ფასის გამოთვლის ისეთი ფუნდამენტური მონაცემები დგება, როგორც საზოგადოების საბალანსო მაჩვენებლები ან მისი ეკონომიკურ-სამართლებრივი მდგომარეობაა, ე.ი. მხარეები ელოდებიან “*due diligence*“-ის (DD) შედეგებს, რის საფუძველზეც, ტრანზაქციის დახურვის დღეს დააფიქსირებენ შექმნის საბოლოო, კონსტრუქტირებულ ფასს.¹³⁸⁵

ლოგიკურია, რომ “*due diligence*“ კორპორაციულ კომბინაციათა განხორციელების, ღირებულებაზე შეთანხმების, სინერჯიზმის მაჩვენებლის გამოთვლის, კორპორაციული მართვისა თუ კორპორაციის სამეწარმეო მიმართულებათა განვითარებულობის შესახებ ინფორმაციის მოპოვებისა და ინფორმირებული გადაწყვეტილების მიღების წინაპირობაა. მისი კომპეტენტური განხორციელება ტრანზაქციის წარმატებულობის საზომი ერთეულია.

¹³⁸¹ ABA, *The M&A Process, A practical Guide for the Business Lawyer*, 2005, P. 279-298.

¹³⁸² *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5th ed., 2010, P. 424-425.

¹³⁸³ *Swartz, Lee, The Corporate, Securities, and M&A Lawyer's Job*, 2007, P. 55; *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5th ed., 2010, P. 187-192.

¹³⁸⁴ *Goldberg, Acquisition Agreements from a Business Perspective*, in: *PLI, Doing Deals 2008: Understanding the Nuts & Bolts of Transactional Practice, Corporate Law and Practice Course Handbook Series*, 2008, P. 214-216.

¹³⁸⁵ *Mantysaari, The Law of Corporate Finance: General Principles and Eu Law*, vol. III, 2010, P. 482.

3.4.5. M&A-ის პროცესუალური შესრულების პრინციპული 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.¹³⁸⁶ ბიზნეს-სტრატეგიითა წარმატებულად ინტეგრაციის სისტემური მეთოდია, სამოსამართლო სამართალში წარმოშობილი¹³⁸⁷ და სამეწარმეო სამართალში გავრცელებული, „ორმაგი გულმოდგინების“¹³⁸⁸ დოქტრინა.¹³⁸⁹ მარტივი განმარტებით, *DD* ერთგვარი მცდელობაა, გამოირკვეს და დადასტურდეს,¹³⁹⁰ ემთხვევა თუ არა ეკვიერის წარმოდგენები მისაერთებელი ან შესაძენი კომპანიის რეალურ სამეწარმეო საქმიანობის ოპერაციულ და მენეჯერულ ბალანსირებულ მართვას,¹³⁹¹ საბაზრო წარმოების პროდუქტის ხარისხს, ფინანსურ სტაბილურობასა და ეკონომიკური ზრდის პოტენციურ შესაძლებლობებს.¹³⁹² კორპორაციულ კომბინაციათა პროცესში ჩართვის მომენტიდან, *DD* არის სამიზნე საზოგადოების შესახებ იმდენი ინფორმაციის მოპოვებისა და ანალიზის მცდელობა, რაც ინფორმირებული სამეწარმეო გადაწყვეტილების მიღების საფუძველს შექმნის და ეკვიერს შესაძლებლობას მისცემს სწორად შეაფასოს სამიზნე საზოგადოების ღირებულება.¹³⁹³ მის ფარგლებში *M&A* ფორმირებისთვის სუბსტანციურ დოკუმენტთა პროცედურული, შინაარსობრივი, ღირებულებითი და პერსპექტივათა ანალიტიკური უზრუნველყოფა ხორციელდება. ის ტრანზაქციის საბოლოო სტრუქტურის ჩამოყალიბების სისტემური მეთოდია. იმავდროულად, მისი არსი კომპანიის შექმნის სამიზნე ობიექტად განსაზღვრის საფუძველთა¹³⁹⁴ აუდიტორულ შემოწმებაშია, რა დროსაც, დროის

¹³⁸⁶ Lajoux, Elson, *The Art of M&A Due Diligence*, 2010, P. 3.

¹³⁸⁷ Lajoux, Elson, *The Art of M&A Due Diligence*, 2010, P.3-4.

¹³⁸⁸ Halibozek, Kovacich, *Mergers and Acquisition Security*, 2005, P. 162-164.

¹³⁸⁹ მისი ერთიანი სახის საკანონმდებლო დეფინიცია არ არსებობს. შედეგად, მის შინაარსობრივ ელემენტებს შორის ურთიერთკავშირის დადგენა დოქტრინალურ დონეზეა შესრულებული. იხ. Howson, *Due Diligence: The Critical Stage in Mergers and Acquisitions*, 2003, P. 4.

¹³⁹⁰ Lajoux, Elson, *The Art of M&A Due Diligence*, 2010, P. 30-31.

¹³⁹¹ Lajoux, Elson, *The Art of M&A Due Diligence*, 2010, P. 6-7.

¹³⁹² 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.

¹³⁹³ Brown, *Grandfathering Can Seriously Damage Your Wealth: Due Diligence in Mergers and Acquisitions of Medical Device Companies*, 36 *Gonz. L. Revv.*, 2001, P. 323, 325.

¹³⁹⁴ სინერგიზმის ეფექტის მიღება, შეუფასებლობა ან გადაფასება, მარკეტინგული მდგომარეობისა და რისკების პრეტრანზაქციული შეფასებების დადასტურება/უარყოფა, საბაზრო მდგომარეობის გაუმჯობესების პერსპექტივები - შემსყიდველი კორპორაციის შექმნის მოტივთა შორის უმთავრესს დებულებებს წარმოადგენენ, რომელთა შემოწმება

გარკვეულ მონაკვეთში,¹³⁹⁵ სამიზნე საზოგადოებიდან მიღებული სხვადასხვა კატეგორიისა და ფორმატის ინფორმაციის „რენტგენირება“ ხდება.¹³⁹⁶

ინფორმაციის მენეჯმენტი DD-ის პროცესის¹³⁹⁷ განუყოფელი ნაწილია.¹³⁹⁸ DD-ის პრინციპული არსი მყიდველ და გამყიდველ კორპორაციას შორის ინფორმაციის ასიმეტრიულობის შემცირების, პოსტრანაზქციული ინტეგრირების აქტიურ ფაზაში „სიურპრიზების“ თავიდან აცილების სისტემურ მეთოდშია.¹³⁹⁹ 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.¹⁴⁰⁰ მან, ასევე, უნდა იმსჯელოს იმაზე, შედის თუ არა ინფორმაციის გაცემა საწარმოს ინტერესებში.¹⁴⁰¹ DD და მასთან დაკავშირებული ინფორმაციის გამჟღავნება წარმოადგენს რისკის¹⁴⁰² მენეჯმენტის¹⁴⁰³ ინსტრუმენტს¹⁴⁰⁴ და განსაზღვრავს რისკების განაწილებას საწარმოთა დაუფლების ტრანზაქციის მხარეთა, მყიდველსა და გამყიდველს შორის.¹⁴⁰⁵ თუმცა, DD-ის ერთადერთი მიზანი შესასყიდი კომპანიის პრობლემების აღმოჩენა ან რისკების იდენტიფიცირება არ არის.¹⁴⁰⁶ ის ხელს უწყობს

DD-ის ანალიტიკური პროცესის შესწავლის საგანია. იხ. *Halibozeck, Kovacich, Mergers and Acquisition Security*, 2005, P. 159-161.

¹³⁹⁵ *Lajoux, Elson, The Art of M&A Due Diligence*, 2010, P. 20-21.

¹³⁹⁶ პრაქტიკოსი იურისტებისთვის ის, ხშირად, პაციენტის ექიმთან ფსიქოლოგიური შემოწმების გაგვლასთან 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.

¹³⁹⁷ „ორგანიზაციის გულმოდგინების“ პროცესის შესახებ, იხ. *Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials*, 2000, P. 635-667.

¹³⁹⁸ *Mantysaari, The Law of Corporate Finance: General Principles and Eu Law*, vol. III, 2010, P. 427.

¹³⁹⁹ *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.

¹⁴⁰⁰ 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*, 5th ed., 2009, P. 205-236. შეად. *ABA Section of Antitrust Law, The Merger Review Process*, 4th ed., 2012, P. 38-53.

¹⁴⁰¹ *Becker in Bürgers/Körber, Heidelberger Kommentar zum Aktiengesetz*, C.F. M Iler Verlag, 2008, S. 609. მითითებულია: *რობაქიძე*, ინსაიდერული ინფორმაციის ბოროტად გამოყენებული გარიგებები და კერძო სამართლებრივი შედეგები, წიგნში: საკორპორაციო სამართლის კრებული, (რედ. *ბურდული*), 2011.

¹⁴⁰² *Moeller, Sarbanes-Oxley Internal Controls*, 2008, P. 241-285.

¹⁴⁰³ *Calder, Corporate Governance*, 2008, P. 95-107.

¹⁴⁰⁴ *Sheppey, McGill, Sarbanes-Oxley*, 2007, P. 253-270.

¹⁴⁰⁵ შეად. *Mantysaari, The Law of Corporate Finance: General Principles and Eu Law*, vol. III, 2010, P. 486.

¹⁴⁰⁶ არაკომპეტენტური აუდიტორული ფორმებისა და იურიდიული კომპანიების მიერ DD-ის არასწორი გაგების შედეგად, ისინი სამიზნე საზოგადოების ყველა სეგმენტში

ტრანზაქციის სტრუქტურულ სახესხვაობათა შორის ყველაზე მისაღები კომბინაციის შერჩევას.¹⁴⁰⁷ აუდიტორული შემოწმება პოტენციური მყიდველის მიერ სამიზნე საზოგადოების საბაზრო პოტენციალისა და შესაძლო სინერჯიზმის წარმოშობის¹⁴⁰⁸ მაგნიტუდის განმსაზღვრელ სისტემურ მეთოდად გამოიყენება, თუ მისი მიზანი, უპირატესად, სარგებლის მიღებაში მდგომარეობს.¹⁴⁰⁹

DD კორპორაციულ ტრანზაქციათა სტრუქტურების განგრძობადი პროცესია.¹⁴¹⁰ მისი დაწყების არსი მყიდველი კომპანიის *Caveat emptor*-შია.¹⁴¹¹ „ორმაგი გულმოდგინების“ კომბინაციაში ინტეგრირების თვითრეგულირებადი ნიშნების გვერდით სავალდებულო ელემენტებიც იკვეთება.¹⁴¹²¹⁴¹³ დაწყებასავალდებულო ელემენტების არსებობა სპეციალური პროცედურული სქემის განხორციელების საფუძველია. სამიზნე საზოგადოების მონიშნის შემდგომ, ხდება DD-ის განხორციელების გეგმის შედგენა¹⁴¹⁴ და გუნდის ფორმირება,¹⁴¹⁵ ხოლო

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 შექმნის შედეგთა ინტეგრირებას უნდა წარმოადგენდეს, ხოლო შემძენი კომპანიისთვის წარმოადგენს, 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.

¹⁴⁰⁷ „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 რვეერსული 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 ხელშემკვრელი 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.

¹⁴⁰⁸ *Farhadi, Tovstiga, Post-Merger Growth Due Diligence*, 2010, P. 187.

¹⁴⁰⁹ *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. Revv., 2001, P. 323.

¹⁴¹⁰ *ABA, The M&A Process*, 2005, P. 178.

¹⁴¹¹ *Howson, Due Diligence: The Critical Stage in Mergers and Acquisitions*, 2003, P. 4.

¹⁴¹² თვითრეგულირების არსი მდგომარეობს საკანონმდებლო იმპერატიული ნორმების არარსებობაში, რომელიც DD-ის დაწყებას სავალდებულო რეგულაციებით გაამყარებდა. მისი სავალდებულო ხასიათი ნების ავტონომიისა და მყიდველი კომპანიის დირექტორატის ფიდუციურ მოვალეობათა კვეთის წერტილში გადის. შემძენი კორპორაციის მენეჯმენტი ფიდუციურად 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 ფიდუციური მოვალეობა. იხ. *Halibozeck, Kovacich, Mergers and Acquisition Security*, 2005, P. 159-160. შეად. *Radin, The Business Judgment Rule*, 6th ed., Vol. I, 2009, P. 1252-1274.

¹⁴¹³ შეად. *ქორია, ქერაშვილი, Mergers & Acquisitions – საწარმოთა შერწყმა და შექმნა*, 2012, გვ. 173-174.

¹⁴¹⁴ *Howson, Due Diligence: The Critical Stage in Mergers and Acquisitions*, 2003, P. 6.

მხარეთა მიერ (ძირითადად, პოტენციური მყიდველი) გამოთხოვილი (ე.წ. *checklist*)¹⁴¹⁶ და წარმოდგენილი ინფორმაციული ნაკადის¹⁴¹⁷ საფუძველზე ფორმირდება დოკუმენტური ან ელექტრონული მონაცემთა ვირტუალური ბაზა¹⁴¹⁸ (*date room*),¹⁴¹⁹ რომელზე წვდომა მხარეთა თანხმობისა და ავტორიზების გარეშე შეუძლებელია;¹⁴²⁰ მონაცემთა ბაზაში არსებული ინფორმაცია ხარისხობრივად კლასიფიცირდება, იმიჯნება ინფორმაცია შინაარსობრივი მონაცემების მიხედვით და განისაზღვრება იმ ინტერნალურ და ექსტერნალურ¹⁴²¹ მიმართულებათა ორიენტირები, რა კუთხითაც უნდა იქნეს ეს ინფორმაცია გამოყენებული. მოთხოვნილი და მიწოდებული ინფორმაციის სახე მხარეთა შეთანხმებაზეა დამოკიდებული,¹⁴²² რომელსაც განსაზღვრავს აუდიტორული შემოწმების¹⁴²³ თუ რომელი ან რამდენი სახის შემოწმება იგეგმება ტრანზაქციაში მონაწილე მხარეთა მიერ.¹⁴²⁴ 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, სამიზნე კომპანიის ღირებულების განსაზღვრას, ტრანზაქციის ფასის გამოთვლასა და რისკების შეფასებას, ეკონომიკური პერსპექტივების მოცემულ მომენტში აღქმასა და ტრანზაქციის ინტეგრირებას.^{1425, 1426}

DD-ის სახეობა¹⁴²⁷ მრავალი და ცვალებადია კომბინაციაში მონაწილე მხარეთა დაფუძნებისა თუ ფუნქციონირების ადგილის სოციალურ-ეკონომიკური ჩვეულებებისა და სამართლებრივ-ეროვნულ სისტემათა განსხვავებულობის პროპორციულად.¹⁴²⁸ მაგრამ კომერციულ, სამეწარმეო და სამართლებრივ ტრადიციებსა და პრაქტიკაში

¹⁴¹⁵ ABA, *The M&A Process*, 2005, P.192.

¹⁴¹⁶ *World Law Group*, *International Business Acquisitions*, 2th ed., (edit. *Whalley, Semler*), 2000, P. 402-411.

¹⁴¹⁷ 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.

¹⁴¹⁸ *Lajoux, Elson*, *The Art of M&A Due Diligence*, 2010, P. 18-19.

¹⁴¹⁹ *Howson*, *Due Diligence*, 2003, P. 72; *ABA*, *The M&A Process*, 2005, P. 179-181.

¹⁴²⁰ *ABA*, *The M&A Process*, 2005, P. 196-198.

¹⁴²¹ *Bhagaban, Raskhit, Debasish*, *Corporate Restructuring*, 2009, P. 135.

¹⁴²² *Mantysaari*, *The Law of Corporate Finance: General Principles and Eu Law*, vol. III, 2010, P. 427.

¹⁴²³ ინტერნალური კონტროლის გამკაცრებულ სახეს სარბანეს-ოქსლეს აქტის 404 ნაწილი იმპერატიულად ადგენს. იხ. *Galpin, Herndon*, *The Complete Guide to Mergers and Acquisitions*, 2007, P. 28-35.

¹⁴²⁴ *Bhagaban, Raskhit, Debasish*, *Corporate Restructuring*, 2009, P. 139.

¹⁴²⁵ *Farhadi, Tovstiga*, *Post-Merger Growth Due Diligence*, in: *Value in Due Diligence*, (edit. *Gleich, Kierans, Hasselbach*), 2010, P. 187-193.

¹⁴²⁶ DD-ის კორპორაციულ ტრანზაქციათა მიმართებისა და მისი განხორციელების პროცედურული ადგილის უკეთ გასაგებად, იხილეთ II დიაგრამა.

¹⁴²⁷ მაგ. იხ. *Lajoux, Elson*, *The Art of M&A Due Diligence*, 2010, P. 4-5.

¹⁴²⁸ *Bhagaban, Raskhit, Debasish*, *Corporate Restructuring*, 2009, P. 140-142.

დამკვიდრებული მიმართულებებიდან დომინანტური სამართლებრივი, ფინანსური და კომერციული¹⁴²⁹ აუდიტია.¹⁴³⁰

3.4.5.2. DD-ის ძირითადი სახეები: ფინანსური DD და სამართლებრივი DD

3.4.5.2.1. სამართლებრივი DD

კორპორაციის სწორი ორგანიზაციულ თუ სტრატეგიულ სტრუქტურულ-იერარქიული რესტრუქტურისაცია, როგორც M&A-ის შესაბამისი პროცესუალური მიზეზობრივი კავშირის პოსტინტეგრაციული შედეგი, ირიბად, DD-ის ორ ძირითად ტიპზე: სამართლებრივ (*Legal DD*) და ფინანსურ (*Finacial DD*) აუდიტზეა დამოკიდებული.¹⁴³¹

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.¹⁴³² შედეგად, LDD სამ მთავარ მიზანს აერთიანებს: გამოავლინოს სამიზნე საზოგადოების ნებისმიერი პოტენციური ვალდებულება, აღმოაჩინოს საკანონმდებლო და სახელშეკრულებო სამართლებრივი დაბრკოლებები და მოამზადოს საბოლოო შეთანხმების საფუძვლები.¹⁴³³

სამიზნე საზოგადოების ვალდებულებები სამ კატეგორიად იყოფა: მიმდინარე, სამომავლო და გარემოებებზე დამოკიდებულ ვალდებულებად. მიმდინარე ვალდებულების განსაზღვრა სამიზნე საზოგადოების საბალანსო მონაცემებიდან, დადებული ხელშეკრულებიდან და რეესტრის ჩანაწერში არსებული რაიმე სახის ვალდებულებით დატვირთვის შესახებ ამონაწერიდან გაცილებით ადვილად იდენტიფიცირებადია. ის დაფიქსირებულ ვალდებულებათა კატეგორიას მიეკუთვნება, რომელთა ანალიზი ინფორმაციულ ბაზაში კვლევის შედეგად მიიღწევა. პრობლემურია სამომავლო ისეთი ვალდებულებები, რომელთა შესახებ

¹⁴²⁹ 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.

¹⁴³⁰ აუდიტორული ფორმების მიერ სამიზნე საზოგადოების შემოწმების პრაქტიკული ინტეგრირება მხოლოდ შერწყმის ან „მეგობრული“ შექმნის, ანუ მოლაპარაკებით წარმოებულ ტრანზაქციათა პროცედურული განხორციელების სეგმენტს წარმოადგენს, რადგან „მტრული“ დაუფლების დროს, პრაქტიკულად, გამორიცხულია სამიზნე საზოგადოების მიერ „რაიდერი“ კომპანიისთვის ინფორმაციის გახსნილობა და საზოგადოების ეკონომიკურ-სამართლებრივი თუ მარკეტინგული რეტროსპექტრული ან პროსპექტული წარმოდგენების შექმნაში თანამშრომლობა. იხ. *Horn, Cross-Border Mergers and Acquisitions and the Law*, 2001, P. 7-8; *Goshen, Ovsky, The Essential Role of Securities Regulation*, Duke L. J., No. 4, Vol. 55, 2006, P. 755-766.

¹⁴³¹ *Howson, Due Diligence*, 2003, P. 45-77.

¹⁴³² ეს საკითხები კორპორაციული მართვის საუკეთესო პრაქტიკასთან შესაბამისობის დადგენის მეთოდური ანალიზისთვის გამოიყენება.

¹⁴³³ *Howson, Due Diligence*, 2003, P. 68.

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.¹⁴³⁴ 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 ეკვიერი კომპანიისთვის.¹⁴³⁵

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.¹⁴³⁶ ძვირად ღირებული საადვოკატო მომსახურების მიღება და გაწეილი სასამართლო პროცესი ტრანზაქციის საერთო შედეგების უარყოფით მაჩვენებელს წარმოადგენს.¹⁴³⁷

სამართლებრივი აუდიტის ფარგლებში მოწმდება სამიზნე კომპანიის ორგანიზაციული მოწყობა, კონცერნირებულ ან ჰოლდინგურ 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 საზოგადოების არსებული ლიცენზიები/პატენტები რამდენად გადაცემაუნარიანნი არიან.¹⁴³⁸

საკანონმდებლო და სახელშეკრულებო სამართლებრივი დაბრკოლებების გამოვლენისა და ანალიზის ეტაპზე ხდება საწარმოს წესდებაში არსებული აქციათა ოფციონების, იჯარის ხელშეკრულებით ნაკისრი ვალდებულებების, სამიზნე საზოგადოების ქონების გამოყენების შემზღვეველი 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.¹⁴³⁹ მოწმდება ნებისმიერი სახის ნებართვა ან ლიცენზია, რომელიც სამიზნე საზოგადოების სამეწარმეო საქმიანობის კანონიერი მოთხოვნების ფარგლებში განხორციელებისთვის არის აუცილებელი.¹⁴⁴⁰

¹⁴³⁴ *Howson, Due Diligence, 2003, P. 69.*

¹⁴³⁵ ქონებრივი შეძენის ეტაპზე შემძენი კომპანია იმ ვალდებულებათა კონტროლის მექანიზმებს ფლობს, რომელთა „გადაბარების“ „სურვილიც“ მას გააჩნია.

¹⁴³⁶ *Swartz, Lee, The Corporate, Securities, and M&A Lawyer's Job, 2007, P. 49,50.*

¹⁴³⁷ *Howson, Due Diligence, 2003, P. 69.*

¹⁴³⁸ შეად. *Mantysaari, The Law of Corporate Finance, vol. III, 2010, P. 429.*

¹⁴³⁹ *Halibozek, Kovacich, Mergers and Acquisition Security, 2005, P. 161, 162.*

¹⁴⁴⁰ *Howson, Due Diligence, 2003, P. 70.*

LDD-ის ბოლო მიზნობრივ ჯგუფში ნასყიდობის ხელშეკრულების პირობათა ფორმირების საფუძვლების მომზადება შედის. კომპანიის ყიდვა და მისი შექმნა 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.¹⁴⁴¹ ამ ეტაპზე მხარეებს წარედგინებათ სამართლებრივი აუდიტის ანალიტიკური შედეგები,¹⁴⁴² რომელიც ტრანზაქციის დებულებათა ფორმირების გაანალიზებულ და თემატურად სტრუქტურირებულ აუდიტორულ დასკვნაშია მოცემული.^{1443, 1444}

3.4.5.2.2. ფინანსური 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.¹⁴⁴⁵ FDD მოიცავს შესაძენი საწარმოს ფინანსური შემოსავლების, საბალანსო მონაცემთა და ფულადი ნაკადების მოძრაობის ყველა დეტალს,¹⁴⁴⁶ რათა შეფასებულ იქნეს ბოლო წლებში სამიზნე საზოგადოების ფინანსურ-ეკონომიკური აქტივობები.¹⁴⁴⁷ 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, გამოიძუშავენ თუ არა იმ ოდენობის შემოსავალს, რაც მისი საექსპლუატაციო ხარჯების ანაზღაურებას სჭირდება და არის თუ არა კორპორაცია შესაბამისად ლიკვიდური.¹⁴⁴⁸

FDD სინერჯიზმის სავარაუდო განსაზღვრის სისტემური საშუალებაა. ის მოიცავს საწარმოს ფინანსური დოკუმენტების ანალიზს, იკვლევს აუდიტის ბოლო ანგარიშებს,¹⁴⁴⁹ ადგენს მისი ანალიზის აუდიტორულ მოხსენებასთან შესაბამისობას,¹⁴⁵⁰ იკვლევს არსებულ ბიზნესგეგმებსა და პროექტებს, საბანკო ანგარიშებსა და ავტორიზებულ

¹⁴⁴¹ Galpin, Herndon, *The Complete Guide to Mergers and Acquisitions*, 2007, P. 33, 35.

¹⁴⁴² ABA, *The M&A Process*, 2005, P. 198-200..

¹⁴⁴³ Howson, *Due Diligence*, 2003, P. 71.

¹⁴⁴⁴ რა თქმა უნდა, სამართლებრივი შემოწმების ზემოაღნიშნული მოცემულობა ამომწურავი არ არის და ის კიდევ ბევრ დეტალს აერთიანებს, რაც გასაანალიზებელ საკითხთა და დოკუმენტთა ჩამონათვალიდანაც ნათლად ჩანს. იხ. *World Law Group, International Business Acquisitions*, 2th ed., (edit. Whalley, Semler), 2000, P. 402-411.

¹⁴⁴⁵ Bhagaban, Raskhit, Debasish, *Corporate Restructuring*, 2009, P. 137.

¹⁴⁴⁶ Lajoux, Elson, *The Art of M&A Due Diligence*, 2010, P. 36-43.

¹⁴⁴⁷ Vishwahath, Krishnamurti, *Searching for Acquisitions*, 2008, P. 30.

¹⁴⁴⁸ Vishwahath, Krishnamurti, *Searching for Acquisitions*, 2008, P. 31.

¹⁴⁴⁹ FDD არ არის საზოგადოებისთვის აუდიტის განხორციელება. ის გაცილებით ფართო ცნებითი კატეგორიაა. განსხვავებისთვის, იხ. Howson, *Due Diligence*, 2003, P. 48, 49.

¹⁴⁵⁰ არსებობს სასამართლო პრაქტიკა, როდესაც შემქმნმა არ შეასრულა ფინანსური DD და დაეკრძალა 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.

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*), კონგლომერიტულ კომპანიებთან დადებულ ტრანზაქციებსა და საგადასახადო ასპექტებს და მათ შესაბამისობას საკანონმდებლო მოთხოვნებთან.¹⁴⁵¹ 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 ურთიერთმიმართება, არსებული რეზერვები და მათი გამოყენების ტენდენციები.¹⁴⁵²

აღნიშნული საკითხების ანალიზის დასრულების შემდეგ კეთდება დეტალური წერილობითი მოხსენება, რომელიც სამეწარმეო საქმიანობის ყველა ასპექტს მოიცავს.¹⁴⁵³ 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 შემძენ 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 შექმნა/შერწყმის შესახებ.¹⁴⁵⁴

4. კორპორაციათა შერწყმა და მისი შესრულების სტრატეგიები

4.1. შერწყმით შექმნის არსის განმარტებისთვის

დაფუძნების/დაარსების ეროვნული ადგილმდებარეობის სახელმწიფო საზღვრებში ფუნქციონირებად საწარმოთა შორის¹⁴⁵⁵ კონტროლის

¹⁴⁵¹ იხ. *Bhagaban, Raskhit, Debasish, Corporate Restructuring*, 2009, P. 137; *World Law Group, International Business Acquisitions*, 2th ed., (edit. *Whalley, Semler*), 2000, P. 480,409.s

¹⁴⁵² *Howson, Due Diligence*, 2003, P. 53-66.

¹⁴⁵³ მოხსენება ცნობილია, როგორც “*Long Form Report*”. იხ. *Howson, Due Diligence*, 2003, P. 50.

¹⁴⁵⁴ *Howson, Due Diligence*, 2003, P. 67.

¹⁴⁵⁵ აღნიშნულის დაკონკრეტების აუცილებლობა საერთაშორისო (სახელმწიფოთაშორისო) შერწყმისა და შექმნის მექანიზმთა განსხვავებული რეგულაციური მოწესრიგების არსებობამ განაპირობა. იხ. *Horn, Cross-Border Mergers and Acquisitions and the Law*, vol. 15, 2001, P. 3-30.

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 არაკოდფიცირებული¹⁴⁵⁶ „სამართლებრივი ფენომენია“¹⁴⁵⁷ მისი აბრევიატურის მარტივი გაშიფვრა ორ, ერთმანეთთან მჭიდრო კავშირში მყოფ კორპორაციულ ქმედებას გამოსახავს: შექენას და შერწყმას. უკანასკნელი სამართლის ქმნილებაა.¹⁴⁵⁸ მისი განხორციელება საკანონმდებლო რეგულაციების გვერდის ავლით შეუძლებელია.¹⁴⁵⁹ შესრულების ობიექტურ შესაძლებლობას კორპორაცია იძლევა. საკანონმდებლო რეგულირების განსხვავებულობის მიუხედავად, მათ შორის დისკურსიული დილემა, ფაქტობრივად, არ არსებობს.¹⁴⁶⁰ M&A კონტროლის მოპოვების სამ ძირითად ოფციონად იშლება: ქონებრივი შექენა/გაყიდვა, წილობრივი შექენა/გაყიდვა და შერწყმა ან კონსოლიდაცია.¹⁴⁶¹ პირველი ორი ზემოთ იქნა განხილული.¹⁴⁶² შექენის ბოლო, ჰომოგენურ ოფციონს, შერწყმის ინსტიტუტი წარმოადგენს.¹⁴⁶³ შერწყმა, კორპორაციის დონეზე, სამიზნე საზოგადოების სრული, მთლიანი ქონებრივი შექენაა.¹⁴⁶⁴

შერწყმის ჰომოგენურობა მისი სპეციფიკური ფინანსური და სამართლებრივი გამოვლინებებით ყალიბდება. ის არის მოლაპრაკებადაქვემდებარებული ტრანზაქცია,¹⁴⁶⁵ რომელიც ორივე მონაწილე პარტნიორი კომპანიის მენეჯმენტის მხარდაჭერით ხორციელდება.¹⁴⁶⁶ მხარეთა შორის ურთიერთობები პარიტეტულობის პრინციპის დაცვით ვითარდება. შერწყმის არსობრივი შედეგი არის ორი კომპანიის გაერთიანების შედეგად ერთი ახალი კომპანიის დაარსება ან ტრანზაქციაში მონაწილე რომელიმე საზოგადოების

¹⁴⁵⁶ Swartz, Lee, *The Corporate, Securities, and M&A Lawyer's Job*, 2007, P. 10.

¹⁴⁵⁷ იხ. Kwall, *What is a Merger? The Case for Taxing Cash Mergers Like Stock Sales*, 32 *Iowa J. Corp. L.* 2006, P. 8, 20.

¹⁴⁵⁸ Cox, Hazen, *Business Organizations Law*, 3rd ed., 2011, P. 605; Swartz, Lee, *The Corporate, Securities, and M&A Lawyer's Job*, 2007, P. 8.

¹⁴⁵⁹ Cox, Hazen, *Treatise on The Law of Corporations*, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 41,42; Fletcher *Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2009, P. 43-46.

¹⁴⁶⁰ შეად. Rock, *The Corporate Form As A Solutions to A Discursive Dilemma*, 2005, P. 2-25.

¹⁴⁶¹ Gevurtz, *Corporation Law*, 2nd ed., 2010, P. 675; Thomson, *Business Planning For Mergers and Acquisitions*, 2nd ed., 2001, P. 11.

¹⁴⁶² დოქტრინალურად განვითარებულია თეზა, რომ კორპორაციული კომბინაციის მეოთხე ვარიანტი აქციათა გადაცვლის (*share exchange*) სახეა. თუმცა, არსობრივად ის შექენის ნაირსახეობას წარმოადგენს და მათ შორის მარგინალური ზღვრის ხელგონური დაწესება რაიმე თეორიულ-პრაქტიკულ დატვირთვას არ შეიცავს. იხ. Cox, Hazen, *Treatise on The Law of Corporations*, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 55. შეად. Cox, Hazen, *Business Organizations Law*, 3rd ed., 2011, P. 605.

¹⁴⁶³ Fletcher, *Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2009, §7040, P.7,8.

¹⁴⁶⁴ იხ. Clark, *Corporate Law*, 1986, P. 464. ნაშრომში გამოყენებულია სიტყვათა შეთანხმება „შექენითი შერწყმა“, რომელიც ხაზს უსვამს კორპორაციულ კომბინაციათა დიფერენცირებულ სტრატეგიათა ერთიან მიზანს: სხვა კომპანიის შექენას და მასზე კონტროლის მოპოვებას. შეად. Fletcher, *Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 6A, 1997, §2840, P. 374-376.

¹⁴⁶⁵ *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.

¹⁴⁶⁶ *Ravenscraft, Scheler*, *Mergers, Sell-offs, & Economic Efficiency*, 1987, P. 129-132.

სამართალსუბიექტობის შეწყვეტა მეორე კომპანიასთან მიერთების გზით.¹⁴⁶⁷ მისი შედეგები *ipso iure*¹⁴⁶⁸ განისაზღვრება.¹⁴⁶⁹ შექმნისგან განსხვავებით, შერწყმის მიზანი არ არის სამიზნე საზოგადოების კონკრეტული სამეწარმეო საქმიანობის შესყიდვა ან/და ვალდებულებათა სახელშეკრულებო „გადარჩევა“.¹⁴⁷⁰ ორი კორპორაციის გაერთიანების სუბსტანციური მიზანი საბაზრო/მარკეტინგული და ბიზნეს საქმიანობის მაქსიმალური ეფექტიანობის მიღწევაა.¹⁴⁷¹ მარკეტინგულ მაქსიმას შერწყმის ეკონომიკური მოდელის ანალიზი გეოგრაფიულად განსხვავებული ბაზრის შერწყმით ათვისებასა და ჰომოგენური ან დიფერენცირებული პროდუქციის კომბინირებაზე დაყრდნობით სრულდება.¹⁴⁷² ეკონომიკური მოდელის მისადაგება შერწყმის ანალიზთან, დახვეწილი ანტიმონოპოლიური და სამეწარმეო რეგულაციური მართლწესრიგის მქონე ქვეყნებსა¹⁴⁷³ და კავშირებში,¹⁴⁷⁴ შერწყმის პროცესის სახელმძღვანელო პრინციპების, ე.წ. გაიდლაინების შექმნის ან გადასინჯვის¹⁴⁷⁵ ფუნდამენტია,¹⁴⁷⁶ რომელთა გამოყენება კონკურენტულ საბაზრო ურთიერთობებში აქტიურად ხდება.¹⁴⁷⁷

შერწყმის სპეციფიკურობის ამხსნელი სამი ძირითადი ჰიპოთეზა თეორიების¹⁴⁷⁸ სახით არის ფორმულირებული. პირველი, ეს არის

¹⁴⁶⁷ Halibozek, Kovacich, Mergers and Acquisition Security, 2005, P. 5,6.

¹⁴⁶⁸ Cox, Hazen, Business Organizations Law, 3th ed., 2011, P. 605.

¹⁴⁶⁹ ესენია: შერწყმის პოსტრანზაქციული შედეგები, მართვის სტრუქტურა, აქტივებისა და პასივების ტრანსფერირება და უფლებამონაცვლეობა, ორივე კორპორაციის აქციონერთა უფლებების საკანონმდებლო დაცულობა. იხ. Cox, Hazen, Business Organizations Law, 3th ed., 2011, P. 604-625; Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, 1986, P. 503-514; Fletcher, Fletcher Cyclopaedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2009, §7327-49, P. 671-694.

¹⁴⁷⁰ Halibozek, Kovacich, Mergers and Acquisition Security, 2005, P. 5.

¹⁴⁷¹ Thomson, Business Planning For Mergers and Acquisitions, 2th ed., 2001, P. 19-21.

¹⁴⁷² 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.

¹⁴⁷³ მაგალითად, აშშ, სადაც ფედერალური სავაჭრო კომისია (*Federal Trade Commission (FTC)*) დებულობს პორიზონტალური შერწყმის სახელმძღვანელო პრინციპებს. მაგ. იხ. *U.S. Department of Justice and Federal Trade Commission, Horizontal Merger Guidelines*, No. 1806, Antitrust 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.

¹⁴⁷⁴ მაგალითად, ევროპის კავშირი, სადაც 2008 წელს ევროპის კომისიამ არა პორიზონტალური 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.

¹⁴⁷⁵ *Sidak, Teece, Rewriting the Horizontal Merger Guidelines in the Name of Dynamic Competition*, 16 Geo. Mason L. Rev., 2009, P. 885-894.

¹⁴⁷⁶ 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:

¹⁴⁷⁷ 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.

¹⁴⁷⁸ არსებობს სხვა თეორიებიც: *Efficiency Theory, Monopoly Theory, Valuation Theory, Process Theory, Raider Theory, Disturba nce Theory, Empire-building Theory*, რომლებიც შერწყმის

ინტერნალიზების 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 შესახებ კომპეტენტურ 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. შექმნილი 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.¹⁴⁷⁹

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 ცოდნაა საჭირო).¹⁴⁸⁰

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.¹⁴⁸¹

შერწყმის ინდუქციური ანალიზი მისი მიზნობრიობის არსის კვლევიდან 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

ეკონომიკური მაჩვენებლების განსაზღვრის მთავარ ორიენტირებს განსაზღვრავენ. იხ. *Bhagaban, Raskhit, Debasish, Corporate Restructuring*, 2009, P. 84,85.

¹⁴⁷⁹ *Bhagaban, Raskhit, Debasish, Corporate Restructuring*, 2009, P. 82.

¹⁴⁸⁰ *Bhagaban, Raskhit, Debasish, Corporate Restructuring*, 2009, P. 83.

¹⁴⁸¹ *Bhagaban, Raskhit, Debasish, Corporate Restructuring*, 2009, P. 84.

განხორციელების ისეთი პროცესუალური საკითხებისა, როგორც 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 რესტრუქტურისაციას 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.¹⁴⁸² გაერთიანების შედეგად შექმნილი საზოგადოება შეიძლება ახლად ფორმირებული ან შერწყმის ტრანზაქციის მიზნებისთვის ტრანზაქციის შესრულებამდე დაფუძნებული კომპანია იყოს.¹⁴⁸³ ახალი კომპანია, როგორც წესი, ფინანსურ-ეკონომიკური და სოციალური სტრუქტურით (მუშა-მოსამსახურეთა, მომწოდებელთა, დასაქმებულთა და მომხმარებელთა რაოდენობა) გაცილებით კომპლექსურია, ვიდრე მისაერთებელი საწარმო. მიმართებული კორპორაცია პოსტტრანზაქციულ აქტივობებში განაგრძობს ფუნქციონირებას, რჩება იურიდიულ პირად, რის გამოც მას „გადარჩენილ“ (*surviving*) კომპანიას უწოდებენ.¹⁴⁸⁴ კომბინაციაში მონაწილე მეორე პარტნიორი კომპანია წყვეტს არსებობას ანუ წყვეტს დამოუკიდებელ სუბიექტად ფუნქციონირებას, რის გამოც ის მიერთებულ, „გამქრალ“ საწარმოდ მოიხსენიება.¹⁴⁸⁵

შერწყმის გამოვლინების ორი ძირითადი სახე არსებობს: შერწყმა შთანთქმით და კონსოლიდაციით.¹⁴⁸⁶ 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. 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, როგორც 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

¹⁴⁸² მეწარმეთა შესახებ კანონის მე-14⁴ მუხლი; R.M.B.C.A. § 11.02(a).

¹⁴⁸³ *Bhagaban, Raskhit, Debasish*, Corporate Restructuring, 2009, P.66.

¹⁴⁸⁴ *Gevurtz*, Corporation Law, 2th ed., 2010, P. 676.

¹⁴⁸⁵ *Cox, Hazen*, Business Organizations Law, 3th ed., 2011, P. 607.

¹⁴⁸⁶ *Pinto, Branson*, Understanding Corporate Law, 3rd ed., 2009, P. 144.

შერწყმის ტრანზაქციათა ტიპოლოგიური და კლასობრივი განსხვავებულობა საერთო ნიშნის ქვეშ ერთიანდება: მეორე პირველის შესრულების სამართლებრივ მექანიზმს წარმოადგენს. „სვოპ“ შერწყმა ერთ-ერთი ასეთი კლასის ტრანზაქციას განეკუთვნება.¹⁴⁸⁷

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,¹⁴⁸⁸ სადაც მონაწილე კომპანიებს დამოუკიდებელი სამართალსუბიექტის სტატუსი მოლაპარაკების დასრულების ეტაპამდე უნარჩუნდებათ.¹⁴⁸⁹ შერწყმის გეგმაში, რომელიც ორივე კომპანიის აქციონერთა საერთო კრების მიერ მისაღებ კორპორაციულ დოკუმენტს განეკუთვნება,¹⁴⁹⁰ 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.¹⁴⁹¹ სხვა სიტყვებით, სამიზნე საზოგადოების შთანქმედა ხორციელდება შემდეგი სქემით: იწყება მოლაპარაკების წარმოება ტრანზაქციის თაობაზე. მოლაპარაკების მიღწევის შემდგომ იხსნება ქონების სატრანსფერო ფანჯარა, სადაც სამიზნე საზოგადოების აქტივებისა და პასივების ტრანსფერირების სანაცვლოდ ხდება შემძენი საზოგადოების აქციათა გადაცემა სამიზნე კომპანიის აქციონერთათვის. პოსტტრანზაქციულ ეტაპზე, სამიზნე საზოგადოება წყვეტს არსებობას და ხდება მისი აქტივებისა და პასივების მიმართებული კორპორაციის აქტივებისა და პასივებთან კომბინირება.¹⁴⁹²

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“¹⁴⁹³ და „წილის ფიქციური ტრანსფერის“¹⁴⁹⁴ არსიდან გამომდინარეობს.¹⁴⁹⁵ მიერთებული საზოგადოების აქციონერები ეკვაიერ კომპანიაში ფლობენ წინა კომპანიაში არსებულ აქციებსა და მიმართებული კომპანიის მიერ ტრანზაქციის დასაფინანსებლად გამოშვებულ ახალ აქციებს.¹⁴⁹⁶

¹⁴⁸⁷ “*stock-swap statutory merger*”. ის ასევე ცნობილია “*plain vanilla merger*”-ის სახელით. იხ. *Oesterle, Mergers and Acquisitions*, 2006, P. 5.

¹⁴⁸⁸ *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2009, P. 82-84.

¹⁴⁸⁹ *Haas, Corporate Finance*, 2011, P. 593-595.

¹⁴⁹⁰ *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2009, P. 65-70.

¹⁴⁹¹ *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2009, P. 14.

¹⁴⁹² *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3th ed., Vol. 4, 2010, P. 57,58.

¹⁴⁹³ “*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.

¹⁴⁹⁴ “*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.

¹⁴⁹⁵ 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.

¹⁴⁹⁶ *Oesterle, Mergers and Acquisitions*, 2006, P. 6.

შერწყმის განხორციელების აღნიშნული სახის დადებით მხარეს მისი საგადასახადო რეგულაციები წარმოადგენს.¹⁴⁹⁷ ის ექცევა რეორგანიზაციის განმარტებაში.¹⁴⁹⁸ 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.¹⁴⁹⁹

შერწყმის ამ სახეობის¹⁵⁰⁰ შედეგად ეკვიერ 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 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.¹⁵⁰¹

დასასრულ, 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.

4.2.12. „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.¹⁵⁰² ტრანზაქციის არსი მდგომარეობს მისაერთებელი საწარმოს აქციონერთათვის საზოგადოების ქონების გადაცემის კონტრიბუციად ნაღდი ფულის გადაცემაში. წინა ტექნიკისგან განსხვავებით, მისაერთებელი კორპორაციის აქციონერები ეკვიერ კომპანიას აქტივებსა და პასივებს გადასცემენ, რითიც მათი კაპიტალის

¹⁴⁹⁷ Haas, Corporate Finance, 2011, P. 597.

¹⁴⁹⁸ IRC. 338(a)(1)(A). იხ. Federal Income Tax, Code and Regulations, (edit. Dickinson), 2012-2013, P. 341.

¹⁴⁹⁹ Burke, Federal Income Taxation of Corporations and Stockholders, 6th ed., 2007, P. 268-277.

¹⁵⁰⁰ 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 სუბტიპი, ე.წ. *merger of equals*. იხ. Haas, Corporate Finance, 2011, P. 598.

¹⁵⁰¹ საგამონაკლისო შემთხვევისთვის, იხ. Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3th ed., Vol. 4, 2010, P. 55-57.

¹⁵⁰² Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2009, P. 102-106.

დენვესტირებას ახორციელებენ. გამონაკლისი არსებობს იმ შემთხვევისთვის, თუ მიერთებული კორპორაცია ანაზღაურების სახედ მიმართებული კორპორაციის ხმის უფლების არმქონე პრივილეგირებულ ან ჩვეულებრივ აქციებს ან სასესხო ფასიან ქაღალდებს მიიღებს.¹⁵⁰³

შერწყმის აღნიშნული ტექნიკა ორეტაპიანი შექმნის რელევანტურ სექციას წარმოადგენს.¹⁵⁰⁴ კაპიტალის ბაზარზე საკონტროლო პაკეტის დაუფლება „რაიდერს“ სამიზნე საწარმოს შთანთქმის ჰიპოტეტურ წინაპირობებს უკვალიფიცირებს.¹⁵⁰⁵ ზღვრული მანვენებლის მიღწევა (20%-35%) საერთო კრების გადაწყვეტილების მიმართულების მიმცემი ხდება. სამიზნე საზოგადოებაში შემქმნი ამტკიცებს შერწყმის გეგმას. ეკვივრე შექმნის მეორე ეტაპზე შერწყმის ტაქტიკური სვლით სამიზნე კომპანიაში დარჩენილ აქციონერებს განდევნის.¹⁵⁰⁶ ამისთვის ის მცირე აქციონერებს სთავაზობს ფულს. ორეტაპიანი შექმნის 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.¹⁵⁰⁷ მცირე აქციონერთა ინტერესების დაცვის კუთხით, მსგავსი ტიპის ტრანზაქციის მიზანი და განდევნილ აქციონერთა „სამართლიანი“ მოპყრობა სასამართლო მტკიცების საგანია. ტრანზაქცია¹⁵⁰⁸ უნდა ემსახუროდეს ბიზნესსტრატეგიებით გამყარებულ კომერციულ მიზნებს.¹⁵⁰⁹ მოკლედ, აღწერილი მოცემულობა მშობელი კორპორაციის მიერ შვილობილ კომპანიაში მცირე აქციონერთა მოცილების და მის 100%-იან შვილობილ საწარმოდ გარდაქმნის მექანიზმია.¹⁵¹⁰

შერწყმის აღნიშნული სახის მთავარი ნიშანსვეტი სამიზნე საზოგადოების მეწილეთა ფაქტობრივ დენვესტირებასა და საგადასახადო ასპექტებშია. პირველ შემთხვევაში, ისინი ფულის ან ხმის უფლების არმქონე ფასიან ქაღალდთა სანაცვლოდ საზოგადოებას „თმობენ“. გადაწყვეტილება აქციონერთა საერთო კრების კომპეტენციის ფარგლებში მიიღება.¹⁵¹¹ 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.¹⁵¹² საგადასახადო მიზნებისთვის კი, საწარმოს დონეზე მიღებული შემოსავალი უკვე დასაბეგრ კატეგორიაში ექცევა, რადგან არ ჯდება

¹⁵⁰³ Oesterle, Mergers and Acquisitions, 2006, P. 7.

¹⁵⁰⁴ იხ. Irving Bank Corp. v. Bank of New York, 530 N.Y.s.2d. 757 (N.Y.Sup.Ct. 1988).

¹⁵⁰⁵ Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 133.

¹⁵⁰⁶ იგივე: “back-end merger“. იხ. Oesterle, Mergers and Acquisitions, 2006, P. 21; Ventrizzo, Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposal, Working Paper №137, 2009, P. 31.

¹⁵⁰⁷ Gevurtz, Corporation Law, 2nd ed., 2010, P. 760-764.

¹⁵⁰⁸ 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, 2nd ed., 2010, P. 765-768.

¹⁵⁰⁹ Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 134-136.

¹⁵¹⁰ Oesterle, Mergers and Acquisitions, 2006, P. 21-23; Gevurtz, Corporation Law, 2nd ed., 2010, P. 765.

¹⁵¹¹ Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2009, §7183, P. 513,514.

¹⁵¹² Haas, Corporate Finance, 2011, P. 599.

რეორგანიზაციის დეფინიციაში.¹⁵¹³ ამიტომ, მსგავსი ტიპის შერწყმის არასასურველ მხარეს აქციონერთა დონეზე საგადასახადო დაბეგვრა წარმოადგენს.¹⁵¹⁴

მეორე მხრივ, შერწყმის ეს სახე საშუალებას აძლევს შემქენ კომპანიას თითქმის ყოველგვარი სტრუქტურული ცვლილებისგან აირიდოს თავი. ფულის სანაცვლოდ სამიზნე სს-ის ქონების მიღება და მისი დაშლა ისე, რომ შექმნილი საწარმოს აქციონერები წილობრივ მონაწილეობას „გადარჩენილ“ კომპანიაში არ დებულობენ, ეკვიური კომპანიის აქციონერთა სტრუქტურაზე დადებით გავლენას ახდენს. კერძოდ, არ იცვლება აქციონერთა პროფილი, არ ხდება ფასიან ქაღალდთა სუსტი კონცენტრაციების შექმნა სხვა აქციონერთა შემომატების ხარჯზე და მათთვის კონტროლის მექანიზმთა განაწილება. ეკვიური 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.¹⁵¹⁵ სასესხო კაპიტალი ობლიგაციებისა და ახალი აქციების გამოშვებაში ინვესტირდება.¹⁵¹⁶ სხვა სიტყვებით, შესაძლებელია კაპიტალის სტრუქტურის შეცვლა აქტივების პასივებთან (*equity/debt-financing*) თანაფარდობის გაზრდით.¹⁵¹⁷ ეკვიური კომპანიის აქციონერთა საკუთრებაში აღმოჩნდება სასესხო თანხების მაღალი პროცენტული მაჩვენებლებით კაპიტალიზებული კორპორაცია, როგორც პოსტტრანზაქციულად ჩამოყალიბებული ერთეული.

4.2.13. 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 შეზღუდვას.¹⁵¹⁸ ანალოგიური შედეგების დადგომის ბუფერული ზონის შექმნა სამწვეროვანი შერწყმის¹⁵¹⁹ პრაქტიკული სისტემატიზირებით შეიძლება.¹⁵²⁰ შექმნილი ბუფერის უტილიზირების რამდენიმე პრინციპული ფაქტორი არსებობს. წვერთა სიმრავლე კომბინაციურ სვლას ართულებს. შერწყმის კომპლექსური ტრანზაქცია გამოიყენება სამიზნე საზოგადოების ვალდებულებათა მის ვალდებულებად ავტომატური ტრანსფორმაციისა და არასასურველი პასუხისმგებლობის თავიდან აცილებისთვის.¹⁵²¹ ტაქტიკური სვლა შერწყმის უარყოფითი ელემენტების მოცილებისა და

¹⁵¹³ Federal Income Tax, Code and Regulations, (edit. Dickinson), 2012-2013, P. 341,342.

¹⁵¹⁴ Lind, Schwarz, Lathrope, Rosenberg, Fundamentals of Corporate Taxation, 8th ed., 2012, P. 14-19.

¹⁵¹⁵ Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 6A, 1997, §2840, P. 374-376.

¹⁵¹⁶ Booth, Financing the Corporation, 2010, P. 2-37.

¹⁵¹⁷ Lind, Schwarz, Lathrope, Rosenberg, Fundamentals of Corporate Taxation, 8th ed., 2012, P. 121-135.

¹⁵¹⁸ Cox, Hazen, Business Organizations Law, 2011, P. 618,619.

¹⁵¹⁹ Palmiter, Corporations, 2006, P. 608-609.

¹⁵²⁰ Ginnings, Jones, Triangular Mergers in Texas, 12 Hous. L. Rev., 1975, P. 307.

¹⁵²¹ Ginnings, Jones, Triangular Mergers in Texas, 12 Hous. L. Rev., 1975, P. 319.

შექმნის დადებითი ასპექტების კომბინირებული ვარიანტის მაქსიმალურ უტილიზაციას ნორმატიული წესრიგის დარღვევის გარეშე ახდენს.¹⁵²² კომპლექსურობის დადებითი მხარე ტრანზაქციის მარტივი იმპლემენტირებაა. შერწყმის ტრადიციულად რთული მხარე მონაწილე პარტნიორთა ინდივიდუალური კრების გადაწყვეტილების საჭიროებაა. ეკვაიერი კომპანიის მენეჯმენტი სამწვეროვანი შემენით საკუთარი ძალის დემონსტრირებას¹⁵²³ და აქციონერთა კონტროლის მანიპულაციურ შეზღუდვას სტრატეგიული დაგეგმარებით აღწევს. სამკუთხა შერწყმა შემქმნი კორპორაციის აქციონერთა მიერ შერწყმის დამტკიცების პროცედურას არ საჭიროებს. საკმარისია ბორდის გადაწყვეტილება, რადგან ნებადართული აქციების გაცემა დირექტორთა კომპეტენციას განეკუთვნება,¹⁵²⁴ გარდა იმ შემთხვევისა, თუ ტრანზაქციისთვის საჭირო ნებადართულ აქციათა საკმაოდ რაოდენობა არ აქვს და აუცილებელია წესდებაში ცვლილების შეტანა ახალი აქციების გამოშვების გადაწყვეტილების მისაღებად.¹⁵²⁵ ხმის მიცემის განუხორციელებლობა აქციონერთა ეგრაიზალის უფლებას არ წარმოშობს. მოთხოვნის არარსებობა და ტრანზაქციის დამტკიცების ბიუროკრატიული მოთხოვნების გვერდის ავლა სამწვერიანი შერწყმის სტრატეგიის გამოყენების წამახალისებელი ნიუანსებია. მაგრამ არსებობს კიდევ ერთი ნიუანსი - სამიზნე საზოგადოების კრედიტორთა ეკვაიერი კომპანიის მევაღედ ტრანსფორმირების დასაშვებობა. სვოპი სამიზნე საზოგადოების მევაღის მოთხოვნის სუბიექტს ცვლის. შემქმნის 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.¹⁵²⁶ უკანასკნელი ტაქტიკური სვლა, შემქმნი კორპორაციას *entity shielding* მექანიზმის პრაქტიკულ ადაპტირებას უწყობს ხელს.¹⁵²⁷

ლოგიკურია, რომ კომბინაციის კომპლექსურობა გართულებულ სამართლებრივ კონსტრუქციებს წარმოშობს. ტრანზაქციის სისტემური მიდგომის არსი ორ გამოვლინებაში კონსტრუქტირდება: სამიზნე საზოგადოებასთან პირდაპირ სამკუთხა შერწყმასა და რევერსულ სამკუთხა შერწყმაში.

4.2.1.3.1. პირდაპირი სამკუთხა შერწყმა

პოტენციური შემქმნის მიერ სამიზნე კომპანიაში შეღწევის მომდევნო ეტაპზე ტრანზაქციის სტრუქტურების პროცესი იწყება. სამკუთხა შერწყმის სუბტიპი პირდაპირი სამკუთხა შერწყმაა.¹⁵²⁸ სამწვეროვანი

¹⁵²² Note, Three-Party Mergers: The Fourth Form of Corporate Acquisition, 57 Va. L. Rev., 1971, P. 1242-1248.

¹⁵²³ Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3th ed., Vol. 2, 2010, P. 43-48.

¹⁵²⁴ *ob. Equity Group Holdings v. DMG, Inc.*, 576 F.Supp. 1197 (S.D.Fla. 1983).

¹⁵²⁵ *Gevurtz*, Corporation Law, 2th ed., 2010, P. 691.

¹⁵²⁶ Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3th ed., Vol. 4, 2010, P. 52.

¹⁵²⁷ *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

¹⁵²⁸ *ob. Kwall*, What is a Merger? The Case for Taxing Cash Mergers Like Stock Sales, 32 Iowa J. Corp. L. 2006, P. 15-16.

შერწყმის უპირატესობათა 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“ კომპანიას¹⁵²⁹ ბიზნესსაქმიანობის კონკრეტული მიზნით: შერწყმის ტრანზაქციის შესრულებისთვის. დაფუძნებული კომპანია არის ეკვაიერის სრულ საკუთრებაში არსებული შვილობილი კომპანია. მისი კაპიტალიზაციის წყარო შემძენი კორპორაციის მიერ გადაცემული შეტანაუნარიანი ობიექტებია.¹⁵³⁰ სანაცვლოდ, შემძენი კორპორაცია იღებს აქციათა პაკეტს.¹⁵³¹ ხაზგასასმელია, რომ შემძენი კორპორაცია „საჯარო“ კორპორაციაა, ხოლო ახლად დაფუძნებული სუბსიდიარი მხოლოდ ტრანზაქციის მიზნებისთვის არის შექმნილი.¹⁵³²

ჩვეულებრივ შერწყმას პარტნიორი კომპანიების აქციონერთა საერთო კრების გადაწყვეტილება სჭირდება. სამწვეროვანი შერწყმის შესრულება, რეალურად, ტიპიური შერწყმაა, რომელიც აუცილებლად აქციონერთა მიერ უნდა იქნეს დამტკიცებული.¹⁵³³ სამკუთხა შერწყმის დროს ეს საკითხი დილემას არ წარმოშობს. გადაწყვეტილების მიღება შემძენის შვილობილი კომპანიის მიერ ხდება. „ფანტომ“ 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.¹⁵³⁴ 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 საზოგადოების აქციების მესაკუთრენი ხდებიან.¹⁵³⁵

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,¹⁵³⁶ მათთვის ეფრაიზალის უფლების ჩამორთმევისა და სამიზნე საზოგადოების

¹⁵²⁹ *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).

¹⁵³⁰ Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3rd ed., Vol. 2, 2010, P. 322-327.

¹⁵³¹ Bhagaban, Raskhit, Debasish, Corporate Restructuring, 2009, P. 73.

¹⁵³² Hamilton, Corporations, 2000, P. 614.

¹⁵³³ Gevurtz, Corporation Law, 2nd ed., 2010, P. 690.

¹⁵³⁴ Haas, Corporate Finance, 2011, P.603.

¹⁵³⁵ Cox, Hazen, Business Organizations Law, 2011, P. 627.

¹⁵³⁶ არსებობს საგამონაკლისო შემთხვევა. თუ სამწვეროვანი შერწყმის შედეგად შემძენი საზოგადოების აქციონერთა შერწყმამდე არსებული ხმის უფლების სტრუქტურა შესუსტდება 5-6%-ით, მაშინ აქციონერები შერწყმის განხორციელებას კენჭი უნდა უყარონ. იხ. M.B.C.A. §6.21(f), Official Comment, 2009.

განცალკევებულ სუბიექტად შენარჩუნებაში მდგომარეობს.¹⁵³⁷ თუ შემძენი კორპორაცია შვილობილი კომპანიის გაუქმებას გადაწყვეტს, მან უნდა გამოიყენოს „მოკლე“ შერწყმის დებულებები.¹⁵³⁸ შედეგები ტიპური შერწყმის ანალოგიური იქნება.

4.2.1.3.2. რევერსული სამკუთხა შერწყმა

სამკუთხა შერწყმის მეორე სუბტიპია რევერსული შერწყმა.¹⁵³⁹ 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.¹⁵⁴⁰ რევერსული სამკუთხა შერწყმის პროცედურული თავისებურება ეკვაიერის შვილობილი კომპანიის პოსტტრანზაქციული ბედით აიხსნება.¹⁵⁴¹ სამიზნე საზოგადოებასა და შემძენის სუბსიდიარს შორის შერწყმის ხელშეკრულებაში კომბინაციის სახედ სამიზნე საზოგადოების მიმართებულ საზოგადოებად განსაზღვრა ხდება.¹⁵⁴² მიერთების გეგმა სუბსიდიარის ფუნქციონირების შეწყვეტას გულისხმობს. შედეგი დგება ჩვეულებრივი შეძენის მსგავსი, მაგრამ ინტერფეისია, თითქოს სამიზნე საზოგადოება ეკვაიერი კომპანიის შვილობილი საწარმოს შეძენის ინიციატორი და განმახორციელებელი იყოს. ინტერფეისი რეალურად არსებულ ინტერიერს შებრუნებულ სახეს აძლევს, რის გამოც მსგავსი ტიპის სტრუქტურულ ტრანზაქციას „რევერსული“ შერწყმა ეწოდება.¹⁵⁴³

ეს სტრატეგია შემძენ კორპორაციას საშუალებას აძლევს სამიზნე საზოგადოება ფაქტობრივად მიიერთოს, მაგრამ ისე, რომ მან (სამიზნემ) სამართალსუბიექტობა შეინარჩუნოს. სამიზნე საწარმოს იურიდიული თვითმყოფადობის შენარჩუნება შემძენთან სახელშეკრულებო ურთიერთობის ჩამოყალიბებით მიიღწევა, რაც ერთგვარ საფრთხეს ქმნის,

¹⁵³⁷ Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3th ed., Vol. 4, 2010, P. 53.

¹⁵³⁸ Cox, Hazen, Business Organizations Law, 2011, P. 626.

¹⁵³⁹ Bhagaban, Raskhit, Debasish, Corporate Restructuring, 2009, P. 74.

¹⁵⁴⁰ Hamilton, Corporations, 2000, P. 617,618.

¹⁵⁴¹ Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials, 2000, P. 714-716.

¹⁵⁴² Schneeman, The Law of the Corporations and Other Business Organizations, 5th ed., 2010, P. 490-491.

¹⁵⁴³ *ob. 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 ეკვაიერი 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 მფლობელი ხდებიან და შესაძლებელია ფულის სანაცვლოდ მოუწიოთ საწარმოში თავიანთი ინტერესის დათმობა, შეიძლება „გადარჩენილი“ კორპორაციად ჩაითვალოს. სტატუსის ცალმხრივი განუსაზღვრელობა ტრანზაქციის „თავდაყირა შერწყმად“ (ე.წ. *upside-down merger*) კვალიფიცირებას იწვევს, რომელიც სამიზნე საზოგადოების აქციონერთა უფლებრივი მდგომარეობის გაუარესებას იწვევს. *ob. Gevurtz*, Corporation Law, 2th ed., 2010, P. 692.

რომ რევერსულ სამკუთხა შერწყმაში ანტი-განაწილებითი დათქმები¹⁵⁴⁴ იქნეს გათვალისწინებული, რომელიც უფლებათა და ვალდებულებათა არასასურველი გადასვლის პროცესის პრაგმატული განმსაზღვრელია.¹⁵⁴⁵

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.¹⁵⁴⁶

რევერსული სამკუთხა შერწყმის დაფინანსება შესაძლებელია აქციებით, ფულით, სასესხო ფასიანი ქაღალდით ან მათი კომბინირებული ვარიანტით. შესაბამისად, მისი გამოყენება სვობ შერწყმის, ფულის სანაცვლოდ გაერთიანების მიმართებითაც შეიძლება. სამკუთხა გაერთიანება მხოლოდ შერწყმის სტრატეგიებში არ ღავირებს. მისი უტილიზაცია შესაძლებელია სამიზნე საზოგადოების ქონებრივი შექმნის სტრუქტურირებისთვის.¹⁵⁴⁷

4.2.14. „მოკლე“ შერწყმა

„მოკლე“ შერწყმის სტრატეგია ორეტაპიანი შექმნის მეორე საფეხურზე გამოყენებად საშუალებასა¹⁵⁴⁸ და მშობელ-შვილობილ საწარმოს გაერთიანების შემთხვევებში გამოიყენება.¹⁵⁴⁹ ყველა სამართლებრივ სისტემაში შერწყმის სპეციფიკური სტატუსით სარგებლობს მშობელ-შვილობილ საწარმოს შორის (და რევერსულად) შერწყმის კომბინაცია და ექვემდებარება ნორმატიულ წესრიგს.¹⁵⁵⁰ მისი განხორციელების კომპეტენციის მოპოვების წინაპირობა შვილობილ საწარმოში ხმის უფლების მქონე აქციათა მინიმუმ 90%-ის ფლობაა.¹⁵⁵¹ „მოკლე ფორმის შერწყმა“ შვილობილი კომპანიის მიერთების გზით არის „აღმაგალი შერწყმა“ (ე.წ. *upstream-merger*),¹⁵⁵² 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

¹⁵⁴⁴ „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.

¹⁵⁴⁵ *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.

¹⁵⁴⁶ *Cox, Hazen*, *Treatise on The Law of Corporations*, 3th ed., Vol. 4, 2010, P. 54.

¹⁵⁴⁷ *Cox, Hazen*, *Business Organizations Law*, 2011, P. 629.

¹⁵⁴⁸ *Haas*, *Corporate Finance*, 2011, P. 600.

¹⁵⁴⁹ *Fletcher*, *Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2009, P. 35.

¹⁵⁵⁰ M.B.C.A. §11.05.

¹⁵⁵¹ *Fletcher*, *Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2009, P. 36.

¹⁵⁵² *Oesterle*, *Mergers and Acquisitions*, 2006, P. 10.

დაბრკოლების გარეშე შეუძლია.¹⁵⁵³ „აღმავალი“ შერწყმის შესრულება მხოლოდ მშობელი კორპორაციის ბორდის კომპეტენციის ფარგლებში ხორციელდება, რადგან შერწყმა არ იწვევს შემძენი საზოგადოების წესდებაში ცვლილებების შეტანას, არ ამცირებს აქციონერთა ხმის უფლებებს და არ საჭიროებს დამატებითი აქციების ავტორიზებას.¹⁵⁵⁴ შერწყმის ერთადერთი პროცედურული მოთხოვნაა, რომ შერწყმის ძალაში შესვლიდან 10 დღეში დაეგზავნოს სუბსიდიარის ყველა აქციონერს გაერთიანების ამოქმედების შესახებ შეტყობინება.¹⁵⁵⁵ გამარტივებული პროცედურული სქემის არსებობის გამო, შერწყმის ამ ფორმით შესრულებას დროის მცირე მონაკვეთი სჭირდება. შესაბამისად, ის „მოკლე ფორმის შერწყმად“ არის აღიარებული.¹⁵⁵⁶

„მოკლე“ შერწყმის მეორე სუბტიპს „დაღმავალი“ შერწყმა (ე.წ. *downstream-merger*) წარმოადგენს. შერწყმის უკანასკნელი ფორმა, განსხვავებით წინა სუბტიპისგან, გამკაცრებულ პროცედურას მოიცავს. მის შესასრულებლად აუცილებელია მშობელი კორპორაციის აქციონერთა საერთო კრების გადაწყვეტილება.¹⁵⁵⁷

„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.¹⁵⁵⁸ 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.¹⁵⁵⁹ ანალოგიურ მოწესრიგებას შეიცავს ქართული კანონმდებლობა, რომელიც სს-ის რეორგანიზაციის შესახებ მიღებული გადაწყვეტილებით უკმაყოფილო აქციონერს აძლევს საზოგადოების დატოვების შესაძლებლობასა და სამართლიანი ანაზღაურების მიღების უფლებას.¹⁵⁶⁰ 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

¹⁵⁵³ M.B.C.A. §11.05, Official Comment 2009.

¹⁵⁵⁴ M.B.C.A. §11.05, Official Comment 2009.

¹⁵⁵⁵ M.B.C.A. §11.05(b).

¹⁵⁵⁶ *Cox, Hazen*, Treatise on The Law of Corporations, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 49.

¹⁵⁵⁷ იხ. M.B.C.A. §11.04(b), §11.05, Official Comment 2009. შეად. *Cox, Hazen*, Treatise on The Law of Corporations, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 49.

¹⁵⁵⁸ *Fletcher*, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2009, P. 37.

¹⁵⁵⁹ *Fletcher*, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2009, P. 38; *Cox, Hazen*, Treatise on The Law of Corporations, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 50.

¹⁵⁶⁰ მეწარმეთა შესახებ კანონი, 51¹ მუხლის პირველი პუნქტი.

გადაცემული ნაღდი ფული აქციონერთათვის კაპიტალურ შემოსავლად მიიჩნევა, შესაბამისად ის დაბეგვრად კატეგორიაში მოქცევა.^{1561, 1562}

4.2.2. შერწყმის ძირითადი ტიპები

შერწყმის შესრულების ფორმისა და ტიპის ურთიერთგამიჯვნა თეორიულ და პრაქტიკულ ბაზისზეა აგებული. ფორმა შიდა სამართლებრივი ნების გამოვლენილ მიზნებზეა დამოკიდებული, 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 უკურეაქციას იწვევს. სტაბილურობის უკუ-რეაქცია 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, ხშირად, 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.¹⁵⁶³ სწორედ ასეთი „შემთხვევების“ შინაარსობრივი სეგმენტის მაფორმირებელი ელემენტები შერწყმის ტიპოლოგიურ სახესხვაობათა დიფერენცირებულ კლასებშია მიმოფანტული. ტიპოლოგიათა ჰეტეროგენულობა შერწყმის პორიზონტალურ, კონგლომერირებულ და ვერტიკალურ სუბტიპებს ქმნის.

¹⁵⁶¹ IRC. Sec. 1001(a). იხ. Federal Income Tax, Code and Regulations, (edit. *Dickinson*), 2012-2013, P. 536.

¹⁵⁶² შეად. *Cox, Hazen*, Treatise on The Law of Corporations, 3th ed., Vol. 4, 2010, P. 51; *Fletcher, Fletcher* Cyclopedic of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2009, P. 38,39.

¹⁵⁶³ აშშ-ში ასეთი *Clayton Act Section 7. ABA Section of Antitrust Law*, The Merger Review Process, 4th 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“.

4.2.2.1. „ჰორიზონტალური შერწყმა“

შერწყმის სახეობათა შორის, რომელიც ანტიმონოპოლიური კანონმდებლობის გააქტიურებას იწვევს, დომინირებული მდგომარეობა „ჰორიზონტალურ შერწყმას“ უკავია. შერწყმის „ჰორიზონტალურობას“ მასში მონაწილე პირთა შორის ბაზარზე არსებული პირდაპირი კონკურენტული გარემო განაპირობებს.¹⁵⁶⁴ კონკურენციის განმსაზღვრელ ფაქტორთა მთელი კასკადი არსებობს.¹⁵⁶⁵ პირდაპირი კონკურენცია გამოიხატება ორი კორპორაციის მიერ ერთი და იგივე პროდუქტის წარმოებით, ბიზნესსაქმიანობის განხორციელებისა და მოცემულ, ერთ გეოგრაფიულ არეალში არსებულ ბაზარზე ფუნქციონირებით.¹⁵⁶⁶ „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.¹⁵⁶⁷ „ეკონომიკური ეფექტურობა“ აღწერს შემთხვევას, რომელიც ეკონომიკურად შეფასებადი ქონების საერთო ღირებულების ზრდას იწვევს საზოგადოებაში (ფართო გაგებით).¹⁵⁶⁸ შერწყმის კონტექსტში, „ეკონომიკური ეფექტურობა“ არსებული ქონების უკეთესად უტილიზირების შესაძლებლობას კომბინაციის ინტეგრირების გზით ზრდის.¹⁵⁶⁹ მეორე მხრივ, მსხვილი კაპიტალის კონცენტრირება ოლიგოპოლური მდგომარეობის წარმოშობის მაღალ ალბათობას ქმნის.¹⁵⁷⁰ იმისთვის, რომ ჰორიზონტალური შერწყმა ეფექტური შედეგის მატარებელი იყოს, აუცილებელია მსხვილი კონცენტრაციების შექმნა, რაც მცირე კომპანიებს არ ძალუძთ.¹⁵⁷¹ მეგა კაპიტალიზირებული „მერჯერი“¹⁵⁷² ანტიმონოპოლიურად რეგულირებული ტრანზაქციაა.

შერწყმის შედეგების კონკურენტულ გარემოზე ზეგავლენის მაკვალიფიცირებელი რამდენიმე ფაქტორია. პირველი, კომბინირებულ საწარმოთა შესაძლებლობა აკონტროლოს ბაზარზე არსებული ფასები, მიიღოს ისეთი გადაწყვეტილება, რომელიც სარეალიზაციო საქონლის ჰომოგენურ ან ჰეტეროგენულ სახეს წარმოშობს, რაც, ლოგიკურად, სხვა კომპანიებს ბაზრის კონტროლის საშუალებას უზღუდავს ან ართმევს.

¹⁵⁶⁴ *Gaughan*, Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings, 5th ed. 2011, P. 13.

¹⁵⁶⁵ *Church*, Conglomerate Mergers, in 2 Issues in Competition Law and Policy, ABA Section of Antitrust Law, 2008, P. 1506.

¹⁵⁶⁶ *Ravenscraft, Scheler*, Mergers, Sell-offs, & Economic Efficiency, 1987, P. 22.

¹⁵⁶⁷ *Williamson*, Mergers, acquisitions, and Leveraged Buyouts: An efficiency assessment, 1990, P. 3.

¹⁵⁶⁸ *Brodley*, The Economic Goals of Antitrust: Efficiency, Consumer Welfare and Technological Progress, 62, N.Y.U. L. Rev., 1987, P. 1020-1025.

¹⁵⁶⁹ *ABA Section of Antitrust Law*, Mergers and Acquisitions, 3th ed., 2008, P. 233-236.

¹⁵⁷⁰ *Fletcher*, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 10A, 2011, P. 246-256; *Cox, Hazen*, Treatise on The Law of Corporations, 3th ed., Vol. 4, 2010, P. *ABA Section of Antitrust Law*, Mergers and Acquisitions, 3th ed., 2008, P. 409,410.

¹⁵⁷¹ მსხვილი კონცენტრაციის შექმნის კლასიკური მაგალითი *Daimler-Benz*-ის ჰორიზონტალური შერწყმით ამალგამაციაა. იხ. *Bhagaban, Raskhit, Debasish*, Corporate Restructuring, 2009, P. 71.

¹⁵⁷² მაგალითად, 1998 წელს ორი უმსხვილესი ნავთობკომპანიის *Exxon*-სა და *Mobil*-ის ჰორიზონტალური მერჯერის ღირებულებამ 78.9\$ მილიარდი შეადგინა, ხოლო 2009 წელს *Pfizer*-სა და *Wyeth*-ის ჰორიზონტალურმა შერწყმამ - 68\$ მილიარდი. იხ. *Gaughan*, Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings, 5th ed. 2011, P. 14.

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.¹⁵⁷³

4.2.2. „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 დოქტრინის¹⁵⁷⁴ 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.^{1575, 1576} ისინი ერთი და იგივე სამეწარმეო საქმიანობას ეწევიან, მაგრამ სხვადასხვა დონეზე. „ვერტიკალური შერწყმა“¹⁵⁷⁷ ხორციელდება ორ, განსხვავებული პროდუქტის მწარმოებელ ან მომსახურების განმახორციელებელ საწარმოს შორის, როდესაც პირველი მსგავს ინდუსტრიაში ფუნქციონირებად მეორე, წარმოების განვითარების განსხვავებულ ფაზაში მყოფ, საწარმოს იერთებს.¹⁵⁷⁸ ტიპურად, მეორე კომპანიის პროდუქტი პირველი საწარმოს სრული წარმატებულობის მიღწევის ბოლო ეტაპზე სხვა საქონლის წარმოებისთვის გამოიყენება.¹⁵⁷⁹ 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“ კონსტრუირებაა.¹⁵⁸⁰ ტრანზაქცია კომპანიის შესაძლებლობათა ფართო ასპარეზის შექმნას ემსახურება მანუფაქტურული წარმოების გაფართოების კუთხით.

ვერტიკალური შერწყმა, ჰორიზონტალურთან მიმართებით, ნაკლებად ქმნის ეკონომიკურ და სამართლებრივ კონკურენციას.¹⁵⁸¹ მათ შორის სუბსტანციური სხვაობაა. ჰორიზონტალური შერწყმის ეკვაიერი სუბიექტის პერსპექტივა ბაზარზე არსებული საქონლის შეცვლის (*substitute*) სინგულარულ სუროგატად ყოფნაში მდგომარეობს. მისგან განსხვავებით, ვერტიკალური შერწყმა მოიცავს ისეთ პროდუქტს,

¹⁵⁷³ *ABA Section of Antitrust Law, The Merger Review Process*, 4th ed., 2012, P. 4.

¹⁵⁷⁴ „პოტენციური კონკურენციის“ დოქტრინა პირველად 1964 წელს აშშ-ის უზენაესმა სასამართლომ გააუღერა. იხ. *United State v. Penn-Olin Chemical Co*, 378 U.S. P. 158.

¹⁵⁷⁵ *ABA Section of Antitrust Law, Mergers and Acquisitions*, 3th ed., 2008, P. 409-437.

¹⁵⁷⁶ შეად. *ABA Section of Antitrust Law, The Merger Review Process*, 4th ed., 2012, P. 6.

¹⁵⁷⁷ *Salinger, Vertical Mergers in Multi-Product Industries and Edgeworth's Paradoxes of Taxation*, 39 J. Indus. Econ., 1991, P. 545-548.

¹⁵⁷⁸ *Bhagaban, Raskhit, Debasish, Corporate Restructuring*, 2009, P. 72.

¹⁵⁷⁹ *Gaughan, Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, 5th ed. 2011, P. 14.

¹⁵⁸⁰ *ABA Section of Antitrust Law, Mergers and Acquisitions*, 3th ed., 2008, P. 439.

¹⁵⁸¹ *Yde, Non-Horizontal Merger Guidelines: A Solution in Search of A Problem?*, *Antitrust*, 2007, P.1-3.

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 წარმოადგენს. 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.¹⁵⁸² შესაბამისად, საბაზრო მდგომარეობის გაუმჯობესება და ფასების ზრდის ეფექტურობის მიღწევა ხდება. მოცემულობა „ჰორიზონტალური“ შერწყმის პოსტრანზაქციული 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.¹⁵⁸³

ზემოაღნიშნული ანალიზიდან გამომდინარე, „ვერტიკალური შერწყმა“, ეკონომიკური გაგებით, უპირატესად მოტივირებულია საქონელზე ფასების შემცირებითა და მასზე მოთხოვნის გაზრდით, განსხვავებით „ჰორიზონტალური“ შერწყმისგან.¹⁵⁸⁴ ამიტომ, „ვერტიკალური შერწყმა“ ანტიმონოპოლიური კანონმდებლობის მკაცრი მეთვალყურეობის ქვეშ ნაკლებად ექცევა,¹⁵⁸⁵ ვიდრე „ჰორიზონტალური შერწყმა“.¹⁵⁸⁶

4.2.2.3. კონგლომერატი

შერწყმის ტიპოლოგიური კლასიფიკაციის ბოლო ადგილზე კონგლომერირებული გაერთიანებაა. კონგლომერაცია ორი ისეთი კომპანიის შერწყმას ნიშნავს, რომელთაც ერთმანეთთან, ტრანზაქციის შესრულებამდე, არანაირი ეკონომიკური შემხებლობა ჰქონიათ.¹⁵⁸⁷ მისი ოპტიმალური შინაარსობრივი განმარტებით, კონგლომერირებულია შერწყმა, რომელიც არც ჰორიზონტალური და არც ვერტიკალური

¹⁵⁸² შემთხვევის საილუსტაციოდ: კომპანიას აქვს ორი სახის ალკოჰოლური პროდუქტი: არაყი და დასპირტული ღვინო, რომელიც მარტინის დასამზადებლად უნდა გამოიყენოს. შედეგად, თუ არყის ფასის 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*, 3rd ed., 2008, P. 440.

¹⁵⁸³ *ABA Section of Antitrust Law, Mergers and Acquisitions*, 3rd ed., 2008, P. 439-474.

¹⁵⁸⁴ შეად. *Williamson*, *Mergers, acquisitions, and Leveraged Buyouts: An efficiency assessment*, 1990, P. 4-7.

¹⁵⁸⁵ შეად. *ABA Section of Antitrust Law, The Merger Review Process*, 4th ed., 2012, P. 5-7.

¹⁵⁸⁶ *ABA Section of Antitrust Law, Mergers and Acquisitions*, 3rd ed., 2008, P. 441-443.

¹⁵⁸⁷ „კონგლომერირებული შერწყმა“, პირველად, აშშ-ის უზენაესი სასამართლოს გადაწყვეტილებაში იქნა განმარტებული. იხ. *FTC v. Procter & Gamble Co.*, 386 U.S. 568, 577 (1967).

შერწყმის კლასიკურ დეფინიციის არ ჯდება.¹⁵⁸⁸ მაგრამ შექმნა/შერწყმის სუბსტანციას პორტფოლიოს ექსპანსიის კონტექსტში ემთხვევა. კონგლომერირებული მერჯერით გენერირებული (წარმოებული) პორტფოლიოს ეკონომიკური სიმძლავრე¹⁵⁸⁹ ან პროდუქციის რაოდენობა ჩამოყალიბებული საწარმოს საბაზრო გავლენის ზრდას უწყობს ხელს. შედეგად, ის ანტიმონოპოლიური კანონმდებლობის რეგულატორულ სფეროში ექცევა.¹⁵⁹⁰

კონგლომერატის ორი ძირითადი სახე არსებობს: წმინდა და შერეული კონგლომერაცია.¹⁵⁹¹ პირველის მთავარი შინაარსობრივი პოსტულატი გასაერთიანებელ საწარმოთა შორის აბსოლუტურ გამიჯნულობაშია, რომელთაც ერთმანეთთან რაიმე ბიზნესსაქმიანობისა და სტრატეგიული ინტერესების შემხებლობა არ ჰქონიათ. ასეთი გაერთიანება ანტიმონოპოლიურად ნეიტრალურ ტრანზაქციას განეკუთვნება,¹⁵⁹² თუმცა, ხშირად ანტიმონოპოლიური ორგანოების დაინტერესების საგანი გამხდარა მსგავსი ტიპის კონსოლიდაცია და მისი მიზნები.¹⁵⁹³

პირველისგან განსხვავებით, შერეული კონგლომერირებული შერწყმა ისეთი ორი კორპორაციის გაერთიანებას მოიცავს, რომელთაც საქონელწარმოების ან ბაზრის გეოგრაფიული არეალის გაფართოება აინტერესებთ.¹⁵⁹⁴ კონგლომერატში მონაწილე საწარმოები კონკურენტები არ არიან. ისინი სხვადასხვა სფეროში ფუნქციონირებადი საწარმოებია, რომელთა შორის მყიდველ-გამყიდველის 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.¹⁵⁹⁵

¹⁵⁸⁸ Turner, Conglomerate Mergers and Section 8 of Clayton Act, 78 Harv. L. Rev., 1965, P. 1312-1317.

¹⁵⁸⁹ Church, Conglomerate Mergers, in 2 Issues in Competition Law and Policy, ABA Section of Antitrust Law, 2008, P. 1542-1545.

¹⁵⁹⁰ Church, Conglomerate Mergers, in 2 Issues in Competition Law and Policy, ABA Section of Antitrust Law, 2008, P. 1503.

¹⁵⁹¹ შეად. Church, Conglomerate Mergers, in 2 Issues in Competition Law and Policy, ABA Section of Antitrust Law, 2008, P. 1506-1507.

¹⁵⁹² Fletcher, Fletcher Cyclopaedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 10A, 2011, P. 258,259.

¹⁵⁹³ 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.

¹⁵⁹⁴ Ravenscraft, Scheler, Mergers, Sell-offs, & Economic Efficiency, 1987, P. 22,23.

¹⁵⁹⁵ 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.

5. II შუალედური დასკვნა

სტრუქტურული ცვლილების განხორციელების საფუძველად, შექმნა/შერწყმის შერჩევის მეთოდურ ბაზისად მათი კომპლექსურობა, კომბინაციათა ნაირსახეობა და სპეციფიკური საკორპორაციო/საგადასახადო საწყისები იქცა. შექმნა/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. შექმნა/შერწყმის პროცესუალური ქმედება 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. სინერგიზმის მიღება შექმნის, 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 რეალობის ამსახველია. მის პარალელურ სამართლებრივ განხორციელებაში შექმნა/შერწყმის სტრატეგიათა განხორციელების პროცესუალური საკითხებია განთავსებული, რომელთაც, თავის მხრივ, უარყოფითი ასპექტებიც ახასიათებთ. შესაბამისად, ნაშრომის მიმდინარე თავში შექმნა შერწყმის სტრატეგიულ ტაქტიკათა მანერასთან ერთად, გაანალიზდა ის თავდაცვის სამართლებრივი სტრატეგიები, რომელიც უარყოფითი შედეგების პრევენციისა თუ რეპრესიის პერსპექტიულ და აპრობირებულ მეთოდებთან ასოცირდება.

შექმნის/შერწყმის პოსტტრანზაქციული შედეგია კორპორაციის ფინანსური და აქციონერთა/ხელმძღვანელთა უფლებრივი რესტრუქტურისება. 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, შექმნა/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 სინერჯიზმი. სწორი სისტემური მიდგომისთვის, მათი განხილვა სექციურად განცალკევებულად უნდა შესრულდეს.

V. M&A-ის კონსტრუქციული სამართლებრივი და ეკონომიკური ფექტი სააქციო საზოგადოებაზე

1. სს-ის კონსტრუქციული ცვლილების შემადგენლობა

კორპორაციის სტრუქტურული ფენომენოლოგია ეს არის მისი კომპლექსური კონსტრუქციის მქონე მრავალწახნაგიან ელემენტთა იდეალტიპურ ინტერაქციათა კორპორაციულსამართლებრივი და ეკონომიკურ-მარკეტინგული დუალისტური ხასიათის დიფუზიურ ურთიერთკავშირთა შერაცხვა სამეწარმეო ურთიერთობად. ურთიერთქმედებათა გააქტიურებას ორგანიზაციული გარდაქმნის პრაქტიციკრება უდევს საფუძვლად. კაპიტალის მართვის ორგანიზაციული მეთოდის¹⁵⁹⁶ სისტემურად ფუნდამენტურ ცვლილებებს შორის¹⁵⁹⁷ რეორგანიზაცია „ხელფენური ქმნილების ეკონომიკური თამაშის“ ბოლო „სვლას“ წარმოადგენს.¹⁵⁹⁸ რეორგანიზაციის საფუძველთა შორის შექმნა/შერწყმა კლასიკური შემთხვევაა იმ მარტივი მიზეზის გამო, რომ კორპორაციული კომბინაციების ეს სახეები (მათი ნაწილი) რეორგანიზაციული¹⁵⁹⁹ ტრანზაქციებია.¹⁶⁰⁰ ისინი თავად წარმოადგენენ რეორგანიზაციას.¹⁶⁰¹

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.

მეორე განზომილება პირველ სვეტში არსებული გარდაქმნის პროცესის შედეგთა კორპორაციის მესაკუთრის (აქციონერის) უფლებებზე ასახვით ფორმირდება. აქციონერები ორ ქვეკატეგორიად კლასიფიცირდებიან: საკონტროლო პაკეტის მქონე და დისიდენტ

¹⁵⁹⁶ ეკონომისტები კორპორაციას საწარმოს მართვის „ორგანიზაციულ მეთოდს“ უწოდებენ. იხ. *Posner, The Economic Analysis of Law*, 2007, P. 409.

¹⁵⁹⁷ *Palmiter, Corporations*, 2006, P. 591-627.

¹⁵⁹⁸ *Gevurtz, Corporation Law*, 2th ed., 2010, P. 661.

¹⁵⁹⁹ *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 546-548.

¹⁶⁰⁰ *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 450.

¹⁶⁰¹ იხ. *Federal Income Tax, Code and Regulations*, (edit. *Dickinson*), 2012-2013, P. 341. მეწარმეთა შესახებ კანონის მე-14⁴ მუხლი.

აქციონერად.¹⁶⁰² პირობითი დიაგრამის 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.¹⁶⁰³

ზემოთ აღნიშნული კორპორაციის კონსტრუქციული ცვლილების საფუძველთა დეტალიზაციას ეხება. საზოგადოების სტრუქტურულ ელემენტებზე შექენა/შერწყმა, ორგანიზაციული ცვლილების გარდა, კონკრეტულ შემთხვევებში, „ცვლილების“ ანტონიმს, ლიკვიდაციას წარმოშობს. ლიკვიდაციის ცვლილებასთან ნათელ კონტრასტს მეწარმე სუბიექტის ორგანიზაციულობის ნებაყოფლობითი ტერმინაცია ქმნის. კორპორაციულ კომბინაციაში ის შექენის ინტეგრირების დასრულების ბოლო საფეხურზე განხორციელებადი ქმედებაა, რომელიც ბოლო სახის ფუნდამენტურ „ცვლილებათა“, უფრო სწორად, კონსტრუქციულ ცვლილებათა კატეგორიას განეკუთვნება.¹⁶⁰⁴

რაც შეეხება კონსტრუქციულ ეკონომიკურ ეფექტს, ის, რეკონფიგურირებულ საწარმოში სინერგიზმის პოტენციასა და სინერგიულ ეფექტში გამოიხატება. მისი სუბსტანციური შემადგენლობის კლასობრივი ანალიზი ბოლო მეექვსე თავშია წარმოდგენილი.

2. რეორგანიზაციული რანგის რესტრუქტურიზაცია

2.1. ორგანიზაციული კონვერსია

სს-ის სტრუქტურულ ელემენტთა პოსტტრანზაქციული მდგომარეობა ტრანზაქციის სახეობათა ცვლასთან ერთად ლავირებს. სს-ის სტრატეგიული რეკონსტრუქციის სტიგმა ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმისა და ფუნქციონალურობის ცვლილებაა.

ზოგადად, „რეორგანიზაცია“ ახლის შექმნის ქმედებას ან პროცესს აღნიშნავს.¹⁶⁰⁵ 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.¹⁶⁰⁶ მის

¹⁶⁰² *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 325-347, 360-370.*

¹⁶⁰³ მაგალითად, ფიდუციური ვალდებულებები. იხ. *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 119-124.*

¹⁶⁰⁴ *Hamilton, Freer, The law of Corporations, 6th ed., 2011, P. 398.*

¹⁶⁰⁵ *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 546.*

¹⁶⁰⁶ *Hamilton, Freer, The law of Corporations, 6th ed., 2011, P. 399.*

საფუძვლად M&A მხოლოდ სუბსტრაქციულად რანგირდება. კორპორაციულ კომბინაციათა კლასობრივი მოცემულობიდან, სს-ის, როგორც სამართალსუბიექტის გარდაქმნას, მოლაპარაკებადაქვემდებარებული,¹⁶⁰⁷ იგივე, კონტროლირებადი ტრანზაქცია უდევს საფუძვლად.¹⁶⁰⁸ კორპორაციის სრული ქონებრივი და წილობრივი შექმნა, შერწყმა და კონსოლიდაცია ასეთი ტიპის ტრანზაქციებია.¹⁶⁰⁹ მაგრამ რა კავშირია სს-ის სამართლებრივი ფორმის კონვერსიასა და შექმნის სპეციფიკურ სტრატეგიათა შორის და როგორ გენერირდება მისგან ორგანიზაციული ფორმის შეცვლა?!

მათ შორის კავშირის დადგენის ხაზი ნების ავტონომიურობის პრაქტიკული რეალიზების შესაძლებლობის ნორმატიულ დეკლარირებაზე გადის.¹⁶¹⁰ ტრანზაქციის დადების ნებაყოფლობითი ხასიათი რეორგანიზაციის შესრულების წინარე ელემენტს წარმოადგენს. შერწყმისა და კონსოლიდაციის განხორციელების ავტორიზება ტრანზაქციაში მონაწილე ორივე კომპანიის აქციონერთა საერთო კრების კომპეტენციაა.¹⁶¹¹ 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. შემქმნი კორპორაციის აქციონერთა კვალიფიცირებული უმრავლესობით მიღებული გადაწყვეტილება მაშინ არის საჭირო, თუ ტრანზაქცია წესდებაში ცვლილებას იწვევს, ან შეთანხმების შესასრულებლად განთავსებულ აქციათა დამატებით 20%-ის(თ) გაცემა/გაზრდა უწევს.¹⁶¹² კერძოდ, შედეგები სუბიექტებთან ერთად დიფერენცირდება. თუ ტრანზაქცია მიმართებული საზოგადოების წესდების ცვლილებას არ იწვევს,¹⁶¹³ შერწყმის ტრანზაქცია, „გადარჩენილი“ კომპანიისთვის ფუნდამენტური ცვლილების გამომწვევს ფაქტორად არ მიიჩნევა.¹⁶¹⁴ მაგრამ, თუ შერწყმის პროცესუალური შესრულებისას შემქმნი კომპანიის საწესდებო ცვლილების შეტანას განაპირობებს, მაშინ ასეთი ტრანზაქცია აშშ-ში ფუნდამენტური ცვლილების სახეობას წარმოადგენს.¹⁶¹⁵ ასეთ ეტაპზე, კორპორაციული კომბინაცია, არაპირდაპირ, ფუნდამენტური ცვლილების საფუძველია, მაგრამ ის ორგანიზაციულ კონვერსიას არ განაპირობებს, რამდენადაც საწესდებო ცვლილება დამატებითი აქციების ავტორიზების შესახებ ხორციელდება.

¹⁶⁰⁷ *Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials, 2000, P. 17-20.*

¹⁶⁰⁸ შეად. *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 16-19.*

¹⁶⁰⁹ *Rock, Kanda, Kraakman, Significant Corporate Actions, 2009, P. 141.*

¹⁶¹⁰ 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-14⁴ მუხლები და 54-ე მუხლის მე-6 პუნქტის (ბ) ქვეპუნქტი.

¹⁶¹¹ *Rock, Kanda, Kraakman, Significant Corporate Actions, 2009, P. 134.*

¹⁶¹² *Hamilton, Freer, The law of Corporations, 6th ed., 2011, P. 389.*

¹⁶¹³ შეად. *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 60-61.*

¹⁶¹⁴ *M.B.C.A. §11.04(g), Official Comment, 2009.* შეად. *Rock, Kanda, Kraakman, Significant Corporate Actions, 2009, P. 135.*

¹⁶¹⁵ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3th ed., Vol. 4, 2010, P. 260.*

საპირისპირო შედეგი დგება სამიზნე კორპორაციისთვის. შერწყმის შედეგად მისი ქონება, ლიკვიდაციის გარეშე, ანუ კაპიტალის უწყვეტი ეკონომიკური ხაზის შენარჩუნების პირობებში,¹⁶¹⁶ მართვის სამართლებრივ ფორმას იცვლის, რომლის აქციონერები მიმართებული კორპორაციის აქციონერები ხდებიან, ხოლო ქონებრივი სიკეთე ტრანსფერირდება ეკვაიერი კომპანიის ბალანსზე.¹⁶¹⁷ ორგანიზაციული კონვერსია საკანონმდებლო ნორმებით დადგენილი სარეგისტრაციო მონაცემთა ბაზაში სათანადო ცვლილებების შეტანის შემდგომ იძენს იურიდიულად მბოჭავ საჯარო ხასიათს.¹⁶¹⁸

შექნა/შერწყმის სამართლებრივი ეფექტურობა სს-ზე, როგორ ერთიან კონსტრუქციაზე, რა თქმა უნდა, ერთსახოვანი არ არის. კორპორაციის ფულით ან ქონებრივი ნაწილობრივი შექმნისას, რომელიც ორეტაპიან ტრანზაქციულ გარიგებად არ იყო თავიდანვე დასახული და ქონების/წილის სუბსტანციური ნაწილის შექმნას არ მოსდევს სამიზნე საზოგადოების შერწყმა, სამართლებრივი ფორმის ცვალებადობა არ ხდება.¹⁶¹⁹ მსგავსი შედეგით¹⁶²⁰ სრულდება სამკუთხა შერწყმა, როდესაც ტრანზაქციის მიზნებისთვის დაფუძნებული კორპორაცია განაგრძობს არსებობას (პირდაპირი სამკუთხა შერწყმა) ან უერთდება სამიზნე კომპანიას (რევერსული სამკუთხა შერწყმა). ეკვაიერის სუბსიდიარის დაარსება და მისი რეკონსტრუქცია შემძენი საზოგადოების ორგანიზაციულ კონვერსიას არ იწვევს. ამასთან, თუ ფორვარდული სამკუთხა შერწყმაა სახეზე, სამიზნე საზოგადოების ორგანიზაციული ფორმის გარდაქმნა ხდება, რომელიც შემძენის სუბსიდიარის სამართლებრივი ფორმით განაგრძობს 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.¹⁶²¹

ორგანიზაციული ფორმის შეცვლის ფუნდამენტური ცვლილება წყვეტს რეორგანიზებული კორპორაციის შექმნის ორიგინალურ “*nexus of contracts*“ ურთიერთობას.¹⁶²² „სახელშეკრულებო ერთიანობის“ მეტაფორა

¹⁶¹⁶ Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 660-693.

¹⁶¹⁷ Cox, Hazen, Business Organizations Law, 3th ed., 2011, P. 610-622.

¹⁶¹⁸ იხ. საქართველოს იუსტიციის მინისტრის 2009 წლის 31 დეკემბრის ბრძანება №241 „მეწარმეთა და არასამეწარმეო (არაკომერციული) იურიდიულ პირთა რეგისტრაციის შესახებ“ ინსტრუქციის დამტკიცების თაობაზე, მე-11 მუხლის მე-12 პუნქტი.

¹⁶¹⁹ Gevurtz, Corporation Law, 2th ed., 2010, P. 692-695, 701-703.

¹⁶²⁰ 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 გადასცემს. ქონების გადამცემა კორპორაცია სამართალსუბიექტობას ინარჩუნებს, ხოლო ხელშეკრულების მიზნებისთვის ახლად დაფუძნებული კომპანიის ერთადერთ აქტივს გადაცემული ქონება წარმოადგენს. ეს, ქონებრივი შექმნის მსგავსების პარალელურად, მას შერწყმისა და კონსოლიდაციისგან განასხვავებს. იხ. Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 562-564.

¹⁶²¹ Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 552-554.

¹⁶²² საკორპორაციო სამართლისა და კორპორაციის სახელშეკრულებო ურთიერთობათა ანთოლოგიად მიჩნევა, ჯერ კიდევ, რობერტ კლერკმა დააყენა ეჭვქვეშ. იხ. Klausner, The Contractarian Theory of Corporate Law: A Generation Later, The Journal of Corporate Law, 2006, P. 779.

უნიკალურ ურთიერთობას აღწერს, რომელიც აქციონერთა ან/და აქციონერთა და კორპორაციას შორის ჩამოყალიბდა.¹⁶²³ ორგანიზაციული კონვერსია კორპორაციის დაფუძნებითსამართლებრივი საწყისების მოშლას განაპირობებს, რომლის ერთგვარი რეაბილიტირება შერწყმის ტრანზაქციის მთავარ დებულებებში არსებული დათქმის საშუალებით ხორციელდება. ეს დათქმა, სამიზნე კორპორაციის „დათმობის“ სანაცვლოდ, მის აქციონერებს, ეკვიერ კომპანიაში ხელშეკრულებით შეთანხმებულ წილთა გადანაწილებას და აქციონერთა სტატუსის შენარჩუნებას გულისხმობს. ტრანზაქცია, ვალდებულებითსამართლებრივ ბუნებასთან ერთად, კორპორაციულსამართლებრივი სახის ელემენტების მატარებელიცაა. ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმის შეცვლა ფუნდამენტური კორპორაციული ცვლილების სახეობაა, რომელიც საზოგადოების წესდებასთან ერთად “*nexus of contracts*“ დოქტრინალური მეტაფორის სუბსტანციურ სუბსტრატს ქმნის.¹⁶²⁴

მოკლე დასკვნის სახით შეიძლება ითქვას, რომ შექმნა/შერწყმის საზოგადოების ორგანიზაციულ კონვერსიად დაკვალიფიცირება სამიზნე საზოგადოების 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 აღტერნატიული ფორმით შეცვლას გულისხმობს,¹⁶²⁵ ორი ან მეტი მეწარმე სუბიექტი შეიძლება იყოს ჩართული.

2.2. ტიპოლოგიური კონვერსია

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.¹⁶²⁶ ქმედებები, რომელთა მიზანია კომპანიისთვის საჯარო ხასიათის მიცემა, *going concer*-ის კონცეპტუალური გამოვლინებაა.¹⁶²⁷ კორპორაციის *going*

¹⁶²³ Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3th ed., Vol. 1, 2010, P. 150-159.

¹⁶²⁴ Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3th ed., Vol. 4, 2010, P. 262.

¹⁶²⁵ Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 553.

¹⁶²⁶ 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.

¹⁶²⁷ *Haas, Corporate Finance*, 2011, P. 125-127.

concer-ის ანტონიმური შინაარსის *going private*¹⁶²⁸ სს-ის ფუნდამენტური ცვლილების მეთოდს წარმოადგენს.¹⁶²⁹ მისი ფუნქციური უტილიზირება რამდენიმე მიმართულებით ხორციელდება.

პირველი, ეკვიური კომპანიის მიერ სამიზნე საზოგადოების დაუფლების ორეტაპიანი სტრატეგიის გამოყენების მეორე ეტაპზე მცირე აქციონერთა გაძევების სისტემური მიდგომის¹⁶³⁰ ქვესისტემურ მეთოდში აისახება.¹⁶³¹ აქციათა გაყოფასთან, საკუთარი აქციების გამოსყიდვასა და რეკაპიტალიზაციასთან ერთად, ის არის ორგანული ცვლილება, რომელიც კომპანიის ტიპოლოგიურ კონვერსიას განაპირობებს.¹⁶³² ის შეიძლება დაუფლების ბოლო სტადიაზე იქნეს გამოყენებული.¹⁶³³

ორეტაპიანი შექმნის პირველი ეტაპის (სატენდერო შეთავაზების) წარმატებით დასრულების შემდგომ, სამიზნე საზოგადოების მცირე აქციონერთა განდევნა სასესხო დაფინანსების ქვესახეობით მენეჯმენტის მიერ¹⁶³⁴ აქციათა გამოსყიდვის საშუალებით ხორციელდება. მსგავსი ტიპის ტრანზაქცია განსაკუთრებული გახსნილობის სამართლებრივ რეგულირებას ექვემდებარება.¹⁶³⁵ აშშ-ის ფასიანი ქაღალდების ბაზრის წესების რეგულირების ქვეშ¹⁶³⁶ ექცევა დელისტინგისკენ მიმართული ყველა ტრანზაქცია, რომელიც ჯდება „ტრანზაქციის ტესტის“ დეფინიციის და „ეფექტური ტესტის“ მოთხოვნებს აკმაყოფილებს. „ტესტის ეფექტურობა“ უმეტეს *LBO* ტრანზაქციაში აისახება, რამდენადაც ის სამიზნე საზოგადოების აქციათა დელისტინგს იწვევს.¹⁶³⁷ „ტრანზაქციის ტესტი“ მოიცავს ყველა სახის შექმნას, რომელიც აქციათა გამთავსებლის ან აფილირებული სუბიექტის მიერ ხორციელდება. ანუ, უნდა არსებობდეს შექმნისა და სამიზნე საზოგადოებას შორის საკონტროლო ურთიერთკავშირი, იმისათვის, რომ ტრანზაქცია მოექცეს *SEC 13E-3* წესის რეგულირების ფარგლებში.^{1638, 1639}

¹⁶²⁸ იხ. *O'Neals, Thompson, Oppression of Minority Shareholders and LLC Members*, rev. 2d. ed., 2009, §5.27.

¹⁶²⁹ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3th ed., Vol. 4, 2010, P. 140.

¹⁶³⁰ იხ. *Gevurtz, Corporation Law*, 2th ed., 2010, P. 765-779.

¹⁶³¹ *going private freeze-out*-ის სუბტიპურ გამოვლინებად განმარტა დელავერის სასამართლომ 1977 წელს. იხ. *Lynch v. Vickers Energy Corp.*, 383 A.2d 278 (Del. 1977).

¹⁶³² *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3th ed., Vol. 4, 2010, P. 140.

¹⁶³³ იხ. *Cox, Hazen, Business Organizations Law*, 3th ed., 2011, P. 658.

¹⁶³⁴ *Haas, Corporate Finance*, 2011, P. 662-663.

¹⁶³⁵ *Booth, Financing the Corporation*, 2010, P. 562.

¹⁶³⁶ „*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.

¹⁶³⁷ *Fleischer, Sussman, Takeover Defense*, vol. I, chap. 14, 2000, P. 19.

¹⁶³⁸ *Oesterle, Mergers and Acquisitions*, 2006, P. 136.

¹⁶³⁹ *SEC. 13E-3* წესს მნიშვნელოვანი გამონაკლისი აქვს 13E-3(გ)(1)-ის სახით: თუ ორეტაპიანი შექმნის სატენდერო შეთავაზებას შერწყმა მოჰყვება სატენდერო შეთავაზებიდან ერთი წლის განმავლობაში, ამასთან ეკვიური 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 შექმნის მიზნების ჩათვლით, რომ მას (ეკვიურს) სურდა, მეორე ეტაპზე შერწყმის განხორციელება, მაშინ (აღნიშნული

დელისტინგის 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 ორგანიზებულ ბაზარზე ლისტინგშია გატარებული. სტრატეგიაში საჯარო აქციონერთა აქციების შესყიდვით „ღია“ კორპორაციის „დახურულ“ კომპანიად გადაქცევა მოიაზრება.¹⁶⁴⁰ საჯარო აქციონერთა ტერმინაცია „რაიდერ“ კორპორაციას საშუალებას უზღუდავს სატენდერო შეთავაზებით დაუფლოს სამიზნე კომპანიის აქციათა საკონტროლო პაკეტს.¹⁶⁴¹ ზემოაღნიშნული ცხადყოფს დელისტინგის სტრატეგიის დუალისტურ და ატიპურ ბუნებას: ის შესაძლებელია გამოყენებულ იქნეს დაუფლების დასრულების სტრატეგიად და, იმავდროულად, დაუფლებისგან თავდაცვის მექანიზმად.

ტიპოლოგიური კონვერსიის განხორციელებას, დელისტიგის ტრანზაქციის გამოყენების საშუალებით, მესამე ფუნქციური მოტივატორიც აქვს. როგორც აშშ-ის ფედერალური საკანონმდებლო რეგულირება,¹⁶⁴² ისე მეწარმეთა¹⁶⁴³ და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონი¹⁶⁴⁴ სპეციალიზებულ მოთხოვნებს აწესებს იმ კომპანიისთვის, რომელიც კონკრეტული გარემოება/პირობების დაკმაყოფილების შემდეგ, ავტომატურად ხდება საკანონმდებლო მოთხოვნების მოქმედების გავრცელების სუბიექტი.¹⁶⁴⁵ 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.¹⁶⁴⁶ თუ კორპორაცია აკმაყოფილებს აღნიშნულ კრიტერიუმებს, მან უნდა მოამზადოს და შეავსოს ყოველკვარტალური, ყოველწლიური და სპეციალური მოხსენების ფორმები.¹⁶⁴⁷ ფედერალური კანონმდებლობა განსაკუთრებული ზედამხედველობის ქვეშ აქცევს სატენდერო შეთავაზებასა და წარმომადგენლის საშუალებით ხმის უფლების განხორციელების პროცედურებს. მენჯემენტი ან აქციონერი,¹⁶⁴⁸ რომელიც კორპორაციის ნებისმიერი კლასის აქციათა 10%-ის ან მეტის მფლობელია, სატენდერო

პირობების დროს) დელისტიგის 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.

¹⁶⁴⁰ *Haas, Corporate Finance*, 2011, P. 662.

¹⁶⁴¹ *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 913.

¹⁶⁴² *SEC. Rule 13E-3*.

¹⁶⁴³ მეწარმეთა შესახებ კანონის 55-ე მუხლის პირველი პუნქტი ასეთ მოთხოვნად აქციონერთა რაოდენობას განსაზღვრავს: თუ სს-ის აქციონერთა რაოდენობა მიაღწევს 100-ს, მაშინ სავალდებულო ხდება სამეთვალყურეო საბჭოს შექმნა.

¹⁶⁴⁴ ფასიანი ქაღალდების სამართალში ასეთ მოთხოვნათა კატეგორიას განეკუთვნება ანგარიშვალდებულ საწარმოდ ცნობის მომენტი, რამდენადაც ფასიანი ქაღალდების შესახებ კანონის რეგულაციები ანგარიშვალდებულ საწარმოდ გახდომასა და გარდაქმნის პროცედურას (მაგალითად, ემისიის პროსპერქტის შედგენა) მოწვევრიგების არეალში აქცევს.

¹⁶⁴⁵ *Cox, Hazen, Business Organizations Law*, 3th ed., 2011, P. 658-660.

¹⁶⁴⁶ იხ. *Securities Exchange Act 1934, Rule 12g-1*.

¹⁶⁴⁷ იხ. *Securities Exchange Act 1934, Rule 12, 13* –ის მიხედვით, ეს ფორმებია 10-K, 10-Q, 8-K.

¹⁶⁴⁸ *Oesterle, Mergers and Acquisitions*, 2006, P. 254-259.

შეთავაზებით აქციათა გამოსყიდვის (MBO) ან კონტროლის შეცვლის ტრანზაქციაში ჩართვის პოტენციური შანსისა და ზეგავლენის პრევენციების მიზნით, ვაღდებული ხდება ფედერალურ იმპერატიულ მოთხოვნას დაემორჩილოს და აწარმოოს სპეციალური ანგარიშების შევსება და უზრუნველყოს მათი მოხსენება.¹⁶⁴⁹ საზოგადოების მიერ ფინანსური მოხსენებისა და არსებული მდგომარეობის შესახებ ინფორმაციის გახსნილობის იმპერატიულ მოთხოვნათა დაუცველობა შეიძლება სასარჩელო წარმოებისა და აქციონერთა მხრიდან, ფიდუციური მოვალეობის დარღვევის ბაზისზე, აქციათა გამოსყიდვის საფუძველი გახდეს.¹⁶⁵⁰ მსხვილი კორპორაციისთვის მსგავსი საკანონმდებლო მოთხოვნების დაწესება და მათი შესრულება განსაკუთრებულ თანხებთან არის დაკავშირებული.¹⁶⁵¹ 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,¹⁶⁵² დელისტინგი არანაკლებ მნიშვნელოვანი, კაპიტალის ბაზრისთვის სახასიათო ფენომენია, რომლის ნორმატიულ რეგულირებაზე კანონმდებელი ხელს ვერ აიღებს. კორპორაციის ლისტინგი შეიძლება ჩაითვალოს სს-ის დადმაგალ ტიპოლოგიურ კონვერსიად, როგორც კონკრეტული გარემოების შედეგად წარმოშობილი მოვლენა. კონკრეტულ მოვლენათა ჯაჭვის ლოგიკური განვითარება ზოგადი საკანონმდებლო მოთხოვნიდან სპეციფიკურ რეგულაციებამდე დაიყვანება. ამიტომ,

¹⁶⁴⁹ Booth, Financing the Corporation, 2010, P. 564.

¹⁶⁵⁰ მაგ. იხ. Santa Fe Industries, Inc., v. Green, 430 U.S. 462, 480 (Sup. Ct. 1997). “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 „დახურული“ სს-ის პრივილეგიაა, დელისტინგის კიდევ ერთ მოტივატორს წარმოადგენს. იხ. Ventrizzo, 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, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 141-145.

¹⁶⁵¹ Booth, Financing the Corporation, 2010, P. 562-563.

¹⁶⁵² 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 Decision, 2011, P. 315-331.

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 შექენა/შერწყმის ტრანზაქციათა ინტერაქციული შედეგია. მიუხედავად იმისა, რომ ტიპოლოგიური კონვერსია კორპორაციისთვის „სინათლიდან სიბნელეში გადასვლად“ მოიაზრება,¹⁶⁵³ მისი გამოყენების სისწორე, კორპორაციის ეკონომიკურ-სამართლებრივი მდგომარეობიდან გამომდინარე, კონკრეტული გარემოების ანალიზის საფუძველზე უნდა შემოწმდეს.

3. აქციონერთა სტრუქტურულ-საინვესტიციო და უფლებრივი რეკლასიფიცირება

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.¹⁶⁵⁴ პირის მიერ კაპიტალის რამდენიმე სხვა პირის კაპიტალთან კონცენტრირება საინვესტიციო პორტფოლიოს დივერსიფიცირებულ ვარიანტს ქმნის. ეს არის პორტფოლიოს თეორიის შინაარსობრივი მოცემულობა.¹⁶⁵⁵ მისი პრაქტიცირება კორპორაციის სამართლებრივი ფორმის გამოყენებით ხორციელდება. ამ კუთხით, კორპორაცია სუბსტანციური რაოდენობის კაპიტალის გაერთიანების შედეგად წარმოშობილი პრობლემების (რისკის კონტროლის) გადაჭრის ძირითად მეთოდად განიხილება.¹⁶⁵⁶

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 შემოსავლებისგან, შესაძლებელია შემცირდეს მოსალოდნელი შემოსავლების შემცირების გარეშე.¹⁶⁵⁷ ამით, აქციონერის

¹⁶⁵³ Oesterle, Mergers and Acquisitions, 2006, P. 136.

¹⁶⁵⁴ იხ. Klein, Coffee, Business Organization and Finance, 11th ed., 2011, P. 243-245; Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, 1986, P. 115.

¹⁶⁵⁵ იხ. Haas, Corporate Finance, 2011, P. 198-200.

¹⁶⁵⁶ Posner, The Economic Analysis of Law, 2007, P. 392.

¹⁶⁵⁷ 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.

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.¹⁶⁵⁸ ლოგიკურად, რისკების შემცველ დივერსიფიცირებულ საინვესტიციო პორტფოლიოს „გადაზღვევა“ სჭირდება. გადაზღვევის კორპორაციულსამართლებრივი ხასიათის ქმედებად დაბანდებული კაპიტალის დივერსიფიცირება და სხვა ან იმავე გეოგრაფიული თუ სამეწარმეო სახის მქონე ბიზნესორგანიზაციაში ინვესტირება მიიჩნევა.¹⁶⁵⁹ შექმენა/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 მაკვალეფიცირებელი ფაქტორია.¹⁶⁶⁰

კორპორაციის სტრუქტურული ცვლილების ცენტრალური ობიექტი აქციონერთა სტრუქტურაა. რეორგანიზაციული ტიპის, საგადასახადო დაბეგურისგან თავისუფალ ტრანზაქციათა¹⁶⁶¹ 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 ანიჭებს.¹⁶⁶² ტრანზაქციის ნოტაცია ნიშნავს სამიზნე საწარმოს აქციათა დათმობის სანაცვლოდ „გადარჩენილი“ კორპორაციის აქციების მიღებას. შემძენ საზოგადოებაში სამიზნე კომპანიის პრეტრანზაქციული კაპიტალის ერთგვარი რეინვესტირება ხდება.¹⁶⁶³ როგორც ზემოთ აღინიშნა, საინვესტიციო პორტფოლიოს არსი კორპორაციაში კაპიტალდაბანდებას გულისხმობს. ინვესტიციის ორგანიზაციული მეთოდის (კორპორაციის) შეცვლა, პორტფოლიოს თეორიიდან გამომდინარე, ინვესტირებული კაპიტალის მართვის ფორმის შეცვლას უტოლდება. აღნიშნულიდან კი გენერირდება, რომ აქციონერთა კაპიტალის მართვის სამართლებრივი ფორმის შეცვლა, რეორგანიზაციული ტიპის ტრანზაქციათა შესრულების მეთოდიკის გამოყენებით, ინვესტიციის ფორმის შეცვლას გულისხმობს.¹⁶⁶⁴

ინვესტიციის ფორმის შეცვლის პარალელურად, იცვლება აქციონერთა სტრუქტურა. აქციონერთა სტრუქტურული ცვლილება შემძენი/მიმეგრებელი კორპორაციის პერსპექტივაში უნდა იქნეს

¹⁶⁵⁸ შეად. Klein, *Coffee, Business Organization and Finance*, 11th ed., 2011, P. 21-26.

¹⁶⁵⁹ შეადარე აქციონერის აქციურ უფლებებს (*stock rights*). Klein, *Coffee, Business Organization and Finance*, 11th ed., 2011, P. 295-298.

¹⁶⁶⁰ Haas, *Corporate Finance*, 2011, P. 197.

¹⁶⁶¹ Ginsburg, Levin, *Mergers, Acquisitions, and Buyouts*, Vol. 2, 2003, chap. 6, P. 16

¹⁶⁶² Gevurtz, *Corporation Law*, 2th ed., 2010, P. 675.

¹⁶⁶³ იხ. Gilson, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 341-343.

¹⁶⁶⁴ იხ. Gevurtz, *Corporation Law*, 2th ed., 2010, P. 675.

განხილული, რადგან სამიზნე საზოგადოება, რეორგანიზაციული ტიპის ტრანზაქციის შედეგად, როგორც წესი, არსებობას წყვეტს. „გადარჩენილ“ კომპანიას პოსტტრანზაქციულ ეტაპზე კომბინაციაში მონაწილე შემძენი (ანუ საკუთარი აქციონერებისა) და სამიზნე საზოგადოების აქციონერთა გაერთიანებით ფორმირებული, უფრო სწორად, რეკონსტრუქციურული აქციონერთა სტრუქტურა გააჩნია.

მოკლედ, შექენა/შერწყმის იმ სახეობათა გამოყენებით დადებული ტრანზაქციის შედეგად, რომელშიც ანაზღაურების სახედ შემძენი/მიმართებელი კომპანიის 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 შემძენი კორპორაციის აქციონერთა ახალი სტრუქტურა.

3.2. აქციონერთა უფლებრივი რეკლასიფიცირება

აქციონერს¹⁶⁶⁵ კორპორაციასთან წევრის კორპორაციულ-სამართლებრივი სტატუსი აკავშირებს. წევრობიდან გენერირდება პირის ქონებრივი და მმართველობითი უფლებები.¹⁶⁶⁶ კორპორაციულად მოწყობილი ორგანიზაციული გაერთიანების ფუნდამენტური კონცეფცია, კონტროლისა და საკუთრების განცალკევება სამეწარმეო საქმიანობის ყოველდღიურ და ჩვეულებრივ საკითხების გადაწყვეტას აქციონერის კომპეტენციის მიღმა ტოვებს.¹⁶⁶⁷ 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 შექენა/შერწყმის ინტეგრირების შედეგის შედეგად შეიძლება იქცეს. მსგავსი სუბსტანციური უფლებრივი ვარიაციების შექმნის მაღალი ალბათობის გამო, აქციონერთა მხრიდან რესტრუქტურისაციის ტრანზაქციათა მიმართ ხმის მიცემის ინსტიტუტით თანხმობის გამოხატვა არასასურველი უფლებრივი რეკლასიფიცირების პრევენციად გამოიყენება.¹⁶⁶⁸ მაგრამ ისმის კითხვა: რა შეიძლება იყოს აქციონერის უფლებრივი რეკლასიფიცირება, როგორ აისახება კორპორაციული კომბინაცია და რა გავლენას ახდენს მასზე?!

¹⁶⁶⁵ 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.

¹⁶⁶⁶ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3rd ed., Vol. 2, 2010, P. 452.

¹⁶⁶⁷ *Haas, Corporate Finance*, 2011, P. 499.

¹⁶⁶⁸ *Booth, Financing the Corporation*, 2010, P. 838-842.

აქციონერთა აქტივიზმისა და რეორგანიზაციული ტიპის ტრანზაქციათა მართვის ურთიერთკავშირი ნორმატიულ დონეზეა დადგენილი.¹⁶⁶⁹ ტრანზაქციაზე მოლაპარაკების დაწყების საწყის ეტაპზე ხდება კომბინაციის ბუნების განსაზღვრა სასურველია თუ მიუღებელი და რამდენად ჯდება დასახულ ბიზნესსტრატეგიათა კონტექსტში. აქციონერთა პრეტრანზაქციული დამოკიდებულება ახალი კომპანიის მიმართ მათ შემდგომი უფლებრივი მდგომარეობის არსობრივი განმსაზღვრელია.¹⁶⁷⁰ აქციონერის კორპორაციულ და კორპორაციის მიმართ შესაძლო უფლებათა კატალოგი მენეჯმენტის კონტროლისა და ინვესტირებული კაპიტალიდან სარგებლის მიღებას შორის ლავირებს. შექმნა/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 შექმნა), ასევე დისკრედიტირებული გარდაქმნა შესაძლებელია.

პირველ შემთხვევაში აქციონერი იმავე წილობრივი მონაწილეობით შედის შემქმნ კორპორაციაში, რაც მას გააჩნდა ყოფილ საწარმოში. ეს ნიშნავს, რომ მას იგივე უფლებრივი მდგომარეობისა და კლასის აქციაზე უნარჩუნდება 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.¹⁶⁷¹ 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,¹⁶⁷² რომ კონტროლი კორპორაციაში არსებობს მაშინ, როდესაც აქციონერი პირდაპირ ან არაპირდაპირ ფლობს ხმის მიცემის უფლებამოსილების ნახევარზე მეტს.¹⁶⁷³ თავის მხრივ, კონტროლს, რომელიც პირს მაკონტროლებელ აქციონერად აქცევს, სპეციფიკური პრემიუმდირებულება აქვს. პრემიუმდირებულება კი არამაკონტროლებელი აქციონერის აქციის საბაზრო ღირებულების დადებით სოლიდურ ნამატს წარმოადგენს,¹⁶⁷⁴ რომლის ფინანსურ სარგებლად გარდაქმნა კერძო მოლაპარაკებით წარმოებული კონტროლის

¹⁶⁶⁹ *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 65-70.*

¹⁶⁷⁰ *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 325.*

¹⁶⁷¹ შეად. *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3th ed., Vol. 2, 2010, P. 302-304.*

¹⁶⁷² *ib. Weinstein Enters., Inc., v. Orloff, 870 A.2d 499, 507 (Del. 2005).*

¹⁶⁷³ *Radin, The Business Judgment Rule, vol. I, 2009, P. 1126.*

¹⁶⁷⁴ *Booth, Financing the Corporation, 2010, P. 115-120.*

გაყიდვის¹⁶⁷⁵ ტრანზაქციის შედეგად ხდება.¹⁶⁷⁶ ამიტომ, კონტროლის სტრუქტურის შეცვლა,¹⁶⁷⁷ რეორგანიზაციული ტიპის ტრანზაქციის საშუალებით, არ იწვევს საკონტროლო პაკეტის მქონე აქციონერისთვის პრემიუმდირებულების გადახდას.¹⁶⁷⁸ მას იმავე რაოდენობის აქციები გადაეცემა შემქენ კორპორაციაში, რა რაოდენობასაც ფლობდა (როგორც წესი ეს მსგავსი პროპორციით ხდება, თუმცა მხარეთა მიერ სხვაგვარი შეთანხმება ტრანზაქციის დისპოზიციის განსაზღვრის ეტაპზე შესაძლებელი), მაგრამ კონცეპტრაცია სუსტდება და საკონტროლო მანევრებელი ახალი რეალობისთვის მის საკუთრებაში აღარ რჩება. შედეგად, სახეზეა აქციონერის წევრის სტატუსიდან გამომდინარე მმართველობითი უფლებამოსილების კონკრეტული სეგმენტის შეზღუდვა. რა თქმა უნდა, ისეთი ფუნდამენტურ უფლებათა რეკლასიფიცირება გამორიცხვულია, როგორც ახალ კომპანიაში ინფორმაციის გამოთხოვა (*terms of entry*) და დეინვესტირების განხორციელების (*exit strategy*) ორგანული უფლებებია.¹⁶⁷⁹

უფლებათა დისკრედიტებული კლასიფიცირება სხვადასხვა საფუძვლიდან გენერირდება. მათ შორის გამოირჩევა ტრანზაქციის სუბსტანციური სახე. სამიზნე კორპორაციის ფულით შექენის 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 ღირებულების ქმედებას *quo warranto* ხასიათი მიანიჭა და ტრანზაქცია დაიხურა, შეთანხმების დებულებათა შეცვლა აღარ შეუძლია.¹⁶⁸⁰ ტრანზაქციაზე მოლაპარაკების დაწყების ეტაპზე, სამიზნე კომპანიის აქციონერისთვის აქციის სამომავლო რენტაბელობის მანევრებლის არასწორი აღქმის (ანუ აქცია არის „სათანადოდ შეუფასებელი,“ ე.წ. *undervalued*, რაზეც შემქენის სინერჯიზმის 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 შექენა 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,

¹⁶⁷⁵ კონტროლის გაყიდვის მექანიზმებზე, იხ. *Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials*, 2000, P. 221; *Gevurtz, Corporation Law*, 2nd ed., 2010, P. 661-675.

¹⁶⁷⁶ *Dyck, Zingales, Private Benefits of Control: An International Comparison*, 2001, P. 2-4.

¹⁶⁷⁷ იხ. *Easterbrook, Fischel, The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, P. 131-138.

¹⁶⁷⁸ შეად. *Sepe, Rogers, Private Sale of Corporate Control: Why The European Mandatory Bid Rule is Inefficient*, 2010, P. 8-18.

¹⁶⁷⁹ *Armour, Hansmann, Kraakman, Agency Problems and Legal Strategies*, 2nd ed., 2009, P. 39-42.

¹⁶⁸⁰ შეად. *Oesterle, Mergers and Acquisitions*, 2006, P. 55-62.

ანალიზის შედეგები ყოველთვის გარემოებით მოცემულ მონაცემთა მახვევებზეა დამოკიდებული.¹⁶⁸¹

მაგრამ, თუ აქციონერი პრეტრანზაქციულ ეტაპზე ხედავს მისი კაპიტალის სავარაუდო დეინვესტირების ევენტუალურ საფრთხეებს, მას სამართლებრივი მართლწესრიგი¹⁶⁸² სარფიანი დეინვესტირების¹⁶⁸³ ნორმატიულ საშუალებას აძლევს.¹⁶⁸⁴ აღნიშნული რისკის მატარებელი, ძირითადად, არა საკონტროლო პაკეტის მქონე აქციონერები არიან, რომელთაც ტრანზაქციის დადების შესახებ გადაწყვეტილების მიღებაზე ზეგავლენის მოხდენის არსებითად მნიშვნელოვანი ბერკეტი არ გააჩნიათ.¹⁶⁸⁵ 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,¹⁶⁸⁶ აქციათა სუსტი კონცენტრაციების შექმნას ან, აქციიდან გამომდინარე, უფლებათა საზიანო რეკონსტრუქციას (ხმის უფლების შეზღუდვა, კუმულაციური ხმის მიცემის უფლებისა¹⁶⁸⁷ და უპირატესი შესყიდვის უფლების გაუქმება), შესაძლებლობა აქვს მოითხოვოს დეინვესტირება სამართლიანი კომპენსირების ფუნდამენტური პირობის დაცვით.¹⁶⁸⁸ 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. დისიდენტ აქციონერთა უფლებების დაცვის მექანიზმთა სამართლებრივი ანალიზი ცალკე განხილვის საგანია.

¹⁶⁸¹ მაგალითად, რა ღირებულების შემცველია ბროკერის მომსახურების, იურიდიული კონსულტაციისა თუ მომსახურების მიღება, ახალი გეოგრაფიული ზონის ეკონომიკური შესწავლა და ა.შ.

¹⁶⁸² 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.

¹⁶⁸³ იხ. *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3th ed., Vol. 4, 2010, P. 76.

¹⁶⁸⁴ *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 327-332.

¹⁶⁸⁵ *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 36.

¹⁶⁸⁶ 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*, 2th ed., 2010, P. 771.

¹⁶⁸⁷ *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 5, 2011, P. 240-242.

¹⁶⁸⁸ იხ. მეწარმეთა შესახებ კანონი, 53¹ მუხლი.

3.3. აქციონერთა პოსტრანზაქციული დაცვის ძირითადი მექანიზმები

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 ჯგუფი¹⁶⁸⁹ და დისიდენტი, ანუ ტრანზაქციის დადებაზე არსებითი გავლენის არმქონე აქციონერი ან აქციონერთა ჯგუფი, რომელმაც ტრანზაქციას მხარი არ დაუჭირა.¹⁶⁹⁰ მარტივი ლოგიკაა, რომ საკონტროლო პაკეტის მქონე აქციონერი, თუ სახეზე არ არის ხელშემკვრელი კორპორაციების მენეჯმენტთა ფიდუციური მოვალეობის დარღვევით ხელშეკრულების შეთანხმებათა დარღვევა,¹⁶⁹¹ 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.¹⁶⁹² შესაბამისად, ასეთი აქციონერი საკუთარი ნებით იბოჭავს თავს და შედის კორპორაციულსამართლებრივ სახელშეკრულებო ურთიერთობაში შემქმნ კორპორაციასთან.¹⁶⁹³ ეს კი ნიშნავს, რომ ხელშეკრულების *caveat emptor* გამყიდველ აქციონერზეა. მაკონტროლებელი აქციონერის საპირისპირო, პრე და პოსტრანზაქციულ 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 აქციონერი მნიშვნელოვანი ნაწილის შეძენისას, მცირე აქციონერს არ რჩება ეკვაიერი კორპორაციის დაუფლებისგან თავდაცვის საშუალებათა გამოყენებით ინდივიდუალური რეაგირების შესაძლებლობა.¹⁶⁹⁴ ეკვაიერის მიერ ზღვრული პროცენტული მაჩვენებლის მიღწევა, სინერჯიზმის გაზრდისა და კორპორაციული მართვის ხარჯების შემცირების სურვილი¹⁶⁹⁵ დისიდენტი აქციონერის საზოგადოებიდან გაძევების (*cash-out*) გადაწყვეტილების მიღებას განაპირობებს.¹⁶⁹⁶ თუმცა, ეკვაიერის მიერ მცირე აქციონერის გაძევების პროცედურული რეალიზში კანონმდებლის

¹⁶⁸⁹ Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 360-366.

¹⁶⁹⁰ Shade, Business Associations, 2010, P. 411-413.

¹⁶⁹¹ Oesterle, Mergers and Acquisitions, 2006, P. 60-62.

¹⁶⁹² საკონტროლო პაკეტის მფლობელ აქციონერს ფიდუციური უფლებები წარმოეშობა საზოგადოებისა და უმცირესობაში მყოფ აქციონერთა მიმართ. იხ. Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3rd 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.

¹⁶⁹³ იხ. Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3rd ed., Vol. 2, 2010, P. 326-328.

¹⁶⁹⁴ შეად. Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 77-79.

¹⁶⁹⁵ იხ. Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3rd ed., Vol. 2, 2010, P. 329.

¹⁶⁹⁶ იხ. Gevurtz, Corporation Law, 2nd ed., 2010, P. 762-764.

მიერ *ex ante* განსაზღვრული.¹⁶⁹⁷ ეს 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 ოპორტუნისტული ქმედების შედეგად მიყენებული ზიანისა და სტატუს კვოს აღდგენის¹⁶⁹⁸ მეთოდოლოგიური სეგმენტებია ქცეული.¹⁶⁹⁹ პარალელურად, საკონტროლო პაკეტის მქონე აქციონერის მიერ კონტროლის გაყიდვის პრემიუმდირებულების მცირე აქციონერთათვის გაუნაწილებლობის ფონზე,¹⁷⁰⁰ მცირე აქციონერმა არ უნდა განიცადოს ზარალი და მინიმუმ იმის ეკვივალენტი უნდა მიიღოს, რასაც ის რეკონსტრუქციამდელ საზოგადოებაში ფლობდა.¹⁷⁰¹ ზარალი პირდაპირ კავშირშია კონტროლის შეცვლასთან. ეს უკანასკნელი საზოგადოების ქონების მენეჯმენტზე პირდაპირი ზეგავლენის მოპოვებას გულისხმობს, რაშიც შემძენი პრემიას იხდის.¹⁷⁰² აღნიშნული მოცემულობის სამართლებრივი დაცულობა დისიდენტი, ტრანზაქციის შედეგთა გაპროტესტების (ეფრაიზალის) უფლების მცირე აქციონერთათვის მინიჭებით კომბინაციის არასასურველი შედეგებისგან თავდაცვის მეორე მექანიზმს აფორმირებს.¹⁷⁰³

3.3.1. გასვლის სტრატეგიები და მათი აქტივაცია

3.3.1.1. აქციათა გასხვისება, როგორც გასვლის 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 დაცვით¹⁷⁰⁴ და მეორე, აქციონერი არ აპროტესტებს შემძენი საწარმოს აქციონერად გახდომას, თუმცა, „ახალ“ კორპორაციაში მისი აქციონერად ყოფნის სარფიანობა დროის მცირე მონაკვეთში აღმოჩნდება სტაგნაციური და

¹⁶⁹⁷ იხ. *Cox, Hazen, Business Organizations Law*, 3th 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, 14⁴ მუხლის პირველი, მე-2 და მე-3 პუნქტები, 53⁴ მუხლის პირველი პუნქტი.

¹⁶⁹⁸ იხ. *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 429-431.

¹⁶⁹⁹ *Radin, The Business Judgment Rule*, vol. I, 2009, P. 1568-1575.

¹⁷⁰⁰ შეად. *Radin, The Business Judgment Rule*, vol. II, 2009, P. 1198-1199.

¹⁷⁰¹ *Easterbrook, Fischel, The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, P. 139.

¹⁷⁰² *Radin, The Business Judgment Rule*, vol. II, 2009, P. 1199.

¹⁷⁰³ *Hamilton, Freer, The law of Corporations*, 6th ed., 2011, P. 380-387.

¹⁷⁰⁴ *Easterbrook, Fischel, The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, P. 145-147.

გადაწყვეტს, გამოიყენოს კორპორაციის დატოვების ორგანული პრინციპი და გაასხვისოს აქციები მესამე პირზე. ორივე შემთხვევა უმტკივნეულო დენვესტირების მეთოდური მიდგომაა. პირველს ეწოდება რეორგანიზაციის პროცესის შედეგად წილის გატანის უფლება, ხოლო მეორეს – ფუნქციონირების ეტაპზე წილის გასხვისების უფლება.¹⁷⁰⁵ სტრატეგიები სუბიექტებისა და სამართლებრივი რეგულაციების კლასიფიცირებულ ხასიათის მიხედვით განსხვავდება ერთმანეთისგან.¹⁷⁰⁶ დენვესტიციონება სათანადო ღირებულების/კომპენსაციის მიღების დროს აქციონერი სამართლებრივ ურთიერთობაში კორპორაციასთან შედის და კონკრეტულად მას სთხოვს მის საკუთრებაში არსებულ აქციათა გამოსყიდვას.¹⁷⁰⁷ ამ დროს სახეზეა სავალდებულო აქცეპტირება 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 დენვესტირებას გასვლის მეორე სტრატეგიას, აქციათა გასხვისების მეთოდს იყენებს. ამ შემთხვევაში ხელშემკვრელი მხარის სუბიექტურობა განუსაზღვრელია: აქციები საჯარო ვაჭრობის ორგანიზებულ ბაზარზეა დაშვებული, სადაც უამრავი პოტენციური

¹⁷⁰⁵ *Armour, Hansmann, Kraakman, Agency Problems and Legal Strategies*, 2009, P. 40-42.

¹⁷⁰⁶ დისიდენტი აქციონერის კორპორაციის არასასურველი ქმედების კონტროლისა და თავდაცვის მექანიზმად შეიძლება გამოყენებულ იქნეს, ე.წ. *proxy contest*-ში ჩართვა. “*proxy contest*“ დისიდენტი აქციონერის ინსტიტუციონალური ბერეკტია, 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 სარგებლობის 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*, 11th ed., 2011, P. 127-129, 185-189; *Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5th 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 მკაცრ რეგულირებას 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 აქციონერების მინდობილობის დებულებათა სრული გახსნილობის უზრუნველყოფა. იხ. *Steinberg, Understanding Securities Law*, 5th 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.

¹⁷⁰⁷ იხ. მეწარმეთა შესახებ კანონის 53¹ პირველი პუნქტი.

ოფერენცია¹⁷⁰⁸ 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.¹⁷⁰⁹ ღირებულების დეინვესტირების მეორე სტრატეგიის განხორციელებას წილის გასხვისების უფლებამოსილების სტრატეგიული მიდგომის პრაქტიციკრება და ლიკვიდური კაპიტალის ბაზრის არსებობა უწყობს ხელს. „საჯარო“ კორპორაციებში ყველა საჯარო აქციონერს საზოგადოების დატოვების შესაძლებლობა აქვს ყოველგვარი შეზღუდვის გარეშე. აქციითა გასხვისების სტრატეგიული მიდგომის არსი ბაზრის მაღალი ლიკვიდურობით დეტერმინირდება. საბაზრო ბრუნვაში დამკვირდებული ტენდენციებისა და სტატისტიკის მიხედვით, მაქსიმალურად ადეკვატურად არის შესაძლებელი დისიდენტი აქციონერის წილის სამართლიანი საბაზრო ღირებულების დადგენა. ამიტომ, უმრავლესი ქვეყნის 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.¹⁷¹⁰ ორივე სტრატეგია მცირე აქციონერის დაცვის კორპორაციული უფლებაა, რომელიც საკონტროლო პაკეტის მქონე აქციონერთან სუბსტანციური კონფლიქტის ეტაპზე მის უფლებადამცავ მექანიზმად¹⁷¹¹ გამოიყენება.¹⁷¹²

¹⁷⁰⁸ სამართლებრივად უფრო გამართულად რომ ითქვას, აქციითა საჯარო შეთავაზება ოფერტზე მოწვევაა, ხოლო პოტენციური „აქცეპტანტი“ (მესამე პირი) აქციითა მესაკუთრის მიმართ ოფერტის გაკეთებით აქციონერს აქცეპტანტად აქცევს.

¹⁷⁰⁹ *Armour, Hansmann, Kraakman, Agency Problems and Legal Strategies*, 2009, P. 41.

¹⁷¹⁰ *Radin, The Business Judgment Rule*, vol. II, 2009, P. 1570.

¹⁷¹¹ უფლებადამცავ მექანიზმთა მიმდინარე ანალიზი კლასიფიცირებულია არასასარჩელო წარმოების გზით უფლების დაცვის სამართლებრივ სტრატეგიებზე. მიუხედავად იმისა, რომ ეფრაიზალის უფლებით სასამართლოს გზით წილის სამართლიანი ღირებულების დადგენა ხორციელდება, 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 გამოწვევი 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, როგორცაა

3.3.1.2. ევრაიზალის უფლება, როგორც გასვლის სტატეგია

ისტორიულ პერსპექტივაში, ყველა ფუნდამენტური გადაწყვეტილება მოითხოვს აქციონერთა ერთხმიან გადაწყვეტილებას. ეს უფლებამოსილება ვეტოს უფლებას ქმნის, რომელიც აქციონერს კორპორაციის ქმედებაზე ობსტრუქციის მოხდენის ძალას ანიჭებს. იმისათვის, რომ არ განხორციელდეს უფლებიანი აქციონერის ხმის უფლების ბოროტად გამოყენება, კერძოსამართლებრივ წიაღში წარმოშობილი სახელშეკრულებო და საკუთრების უფლების მნიშვნელობიდან გამომდინარე, სასამართლო პრაქტიკაში ჩაისახა პრეცედენტები,¹⁷¹³ რომლის მიხედვითაც კორპორაციას, ინდივიდუალური აქციონერის წინააღმდეგობის მიუხედავად, შეეძლო განხორციელებინა კორპორაციული ქმედება.¹⁷¹⁴ სულ მალე, იგი ნორმატიულ დონეზეც გამყარდა. ფუნდამენტური ცვლილების განხორციელება ერთხმიანი გადაწყვეტილების არსებობის გარეშეც არის შესაძლებელი.¹⁷¹⁵

მის საპირწონედ, მცირე აქციონერს განსაზღვრული აქვს ევრაიზალის (პროტესტის) უფლება,¹⁷¹⁶ რათა კომპეტენცია დააბალანსოს და საერთო კრების გადაწყვეტილებაზე ვეტოს ძალამოსილების დაკარგვის კომპენსირება მოახდინოს.¹⁷¹⁷ კომპენსირება პირდაპირი გაგებით გამოიყენება და ეს დისიდენტი აქციონერის წილის სანაცვლო სამართლიანი ფასის მოთხოვნაა.¹⁷¹⁸ უფლებამოსილების დადგენა ნორმატიულ დონეზეა შესრულებული.¹⁷¹⁹ პროტესტის უფლების აქტივაცია ისეთი ფუნდამენტური ცვლილებისას ხდება, როგორცაა შერწყმა, კონსოლიდაცია, აქციათა გაცვლის ტრანზაქცია, მთლიანი ქონების გაყიდვა და წესდებაში გაცემული აქციის უფლებრივი რესტრუქტურის შესახებ ცვლილებების შეტანა.¹⁷²⁰ ის, ძირითადად, „საჯარო“ სს-ის მიმართ გამოყენებადი ინსტიტუტია, რომლის

აქციების გასხვისების გზით საზოგადოების დატოვების შესაძლებლობა. იხ. *Gevurtz, Corporation Law*, 2th ed., 2010, P. 769. მიუხედავად ზემოაღნიშნულისა, ევრაიზალის უფლებასა და ფიდუციურ ვალდებულებათა სასარჩელო წარმოებას ფუნდამენტური განმასხვავებელი ელემენტები ახასიათებთ. იხ. *Radin, The Business Judgment Rule*, vol. II, 2009, P. 1648-1659.

¹⁷¹² *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3th ed., Vol. 4, 2010, P. 82-83.

¹⁷¹³ მაგ. იხ. *Lauman v. Lebanon Valley Railroad*, 30 Pa. 42 (1858), *Matteson v. Ziebarth* 242 P.2d 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.

¹⁷¹⁴ *Weiss, The Law of Take Out Mergers: A Historical Perspective*, 56 N.Y.U. L. Rev., 1981, P. 624-630.

¹⁷¹⁵ საქართველოს კანონმდებლობაში ასეთი შესაძლებლობას მეწარმეთა შესახებ კანონის 54-ე მუხლის 1^l 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.

¹⁷¹⁶ *Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials*, 2000, P. 386-388.

¹⁷¹⁷ *Radin, The Business Judgment Rule*, vol. II, 2009, P. 1568.

¹⁷¹⁸ ევრაიზალის, 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.

¹⁷¹⁹ მაგ. იხ. M.B.C.A. §13.01, 13.02, 2009.

¹⁷²⁰ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3th ed., Vol. 4, 2010, P. 80.

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.¹⁷²¹ 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 წინაპირობას აყალიბებს კომბინაცია, სადაც შერწყმამდე აქციონერს დივიდენდის სახით განესაზღვრება ნაღდი ფული შერწყმის მოწონების სანაცვლოდ, რომელსაც (ფულს) შერწყმის პროცესის ან შერწყმის ტრანზაქციის დახურვის შემდეგ ღებულობს.¹⁷²² პარადიგმურად, ეფრაიზალის ნორმატიული მოწესრიგების სფერო და ნორმის მიზანი უნდა განიმარტოს.

როგორც ზემოთ აღინიშნა, ეფრაიზალის უფლება ნორმატიულ დონეზე განსაზღვრულობა კორპორაციის სახელშეკრულებო თავისუფლებისა და აქციონერთა ნების ავტონომიის მბაღანსირებელი მიზნებით, რათა შესაძლებელი ყოფილიყო ფუნდამენტური ცვლილების ავტორიზება. ნორმის მიზნობრივი განმარტებით, დისიდენტი აქციონერისთვის კომპენსაციის მიღების დისპოზიცია მოიცავს არამარტო აქციიდან გამომდინარე საზიანო უფლებრივ რეკლასიფიცირებას, არამედ, თუ აქციონერი გააპროტესტებს და არ დაეთანხმება შემქმნ კორპორაციაში აქციათა მიღებას, მის შესაძლებლობას მოითხოვოს მისი წილის ნაღდი ფულით¹⁷²³ კომპენსირება.¹⁷²⁴

ეფრაიზალის ისტორიული და მიზნობრივი დოგმატური განმარტება მას მცირე აქციონერთა უფლებების დამცავ მექანიზმად მოიაზრებს.¹⁷²⁵ მისი პრაქტიკული გამოყენების ტენდენციები კი მიზნობრიობას არსობრივად ცვლის. აღნიშნული მიზნობრიობა მოჩვენებითი ბუნების მატარებელია.¹⁷²⁶ კერძოდ, პროტესტის გამოყენება რეორგანიზაციული ტიპის ტრანზაქციის დადებას ან ინტეგრირებას ხელს არ უშლის, რაც ნიშნავს იმას, რომ დისიდენტი აქციონერის პროტესტის უფლება საკონტროლო პაკეტის მქონე აქციონერთა დაცვის სამართლებრივი მექანიზმია: ისინი განსაზღვრავენ, დებენ და ასრულებენ ტრანზაქციას თავიანთი შეხედულებისამებრ, რაშიც მცირე აქციონერს, თუ არა ფიდუციური მოვალეობის დარღვევის შესახებ სასარჩელო წარმოების დაწყების ინსტიტუციური დაცვის მექანიზმის ხელმისაწვდომობა, ხელის შეშლა ეფრაიზალის უფლების გამოყენებით არ ძალუძს.¹⁷²⁷

¹⁷²¹ *Fletcher*, *Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 414.

¹⁷²² *Radin*, *The Business Judgment Rule*, vol. II, 2009, P. 1569.

¹⁷²³ *Fletcher*, *Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 416.

¹⁷²⁴ *Cox, Hazen*, *Business Organizations Law*, 3rd ed., 2011, P. 636.

¹⁷²⁵ *Pinto, Branson*, *Understanding Corporate Law*, 3rd ed., 2009, P. 151-152.

¹⁷²⁶ *Cox, Hazen*, *Treatise on The Law of Corporations*, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 83.

¹⁷²⁷ *Gevurtz*, *Corporation Law*, 2nd ed., 2010, P. 769-770.

პროტესტის უფლების რეალიზების ნორმატიულად შეზღუდული კონსტრუქციის ფონზე,¹⁷²⁸ მნიშვნელოვანია მისი გამოყენების ფარგლების დეტალიზაცია.

3.3.1.2.1. ეფრაიზალის უფლების გამოყენების ფარგლები

აქციონერის პროტესტის გამოყენების უფლების მასშტაბი საკანონმდებლო დონეზეა დადგენილი. მისი გამოყენების წინაპირობა კორპორაციული მართლწესრიგის მიხედვით ლავირებს და დამოკიდებულია ტრანზაქციის სახეობაზე.¹⁷²⁹ 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.¹⁷³⁰ 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 გავრცელება შესაძლებელი.¹⁷³¹ ნათელია, რომ საკითხი ეხება სამიზნე საზოგადოების შექმნის 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 შემქმნი საზოგადოების არსებულ აქციონერთა ორიგინალი წილობრივი კონცენტრაციის შემცირების შედეგად პროტესტის უფლების გამოყენება მოთხოვნის რომელი საფუძველით იქნება შესაძლებელი – აქციათა გამოშვების

¹⁷²⁸ Geis, An Appraisal Puzzle, John M. Olin Law and Economics Research Paper Series No. 2010-10, 2010, P. 2-44.

¹⁷²⁹ Palmiter, Corporations, 2006, P. 623-624.

¹⁷³⁰ მაგ. იხ. M.B.C.A. §13.02(a)(1).

¹⁷³¹ აშშ-ში, ანალოგიურ შემთხვევაში, მიზიგანის სასამართლომ დისიდენტ აქციონერს პროტესტის გამოყენების უფლებამოსილება მიანიჭა. იხ. Morley Brothers v. Clark, 361 N.W. 2d 763 (1984).

შესახებ საერთო კრების გადაწყვეტილებისა თუ წესდებაში „მიღებელი“ ცვლილების განხორციელების საფუძვლით?!

აშშ-ის ფედერალური მოდელური კანონი აქციათა კლასობრივ რეკლასიფიცირებას ან უფლებრივ რეკონსტრუირებას საწესდებო ცვლილებათა სახედ პირდაპირ განსაზღვრავს.¹⁷³² მის საპირწონედ, მეწარმეთა შესახებ კანონი მხოლოდ წესდებაში ცვლილებების გენერალური დათქმით შემოიფარგლება და მის დეტალიზაციას საწესდებო ნების ავტონომიურობის მოწესრიგების საკითხად ტოვებს.¹⁷³³ თავის მხრივ, საზოგადოებისთვის აქციათა სამართლიან ფასად გამოსყიდვის პრეკონდიციად, კანონმდებელი რეორგანიზაციას ან/და ისეთ გადაწყვეტილებას განსაზღვრავს, რომელიც აქციონერის ინტერესს არსებითად ლახავს.¹⁷³⁴ 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.¹⁷³⁵

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.¹⁷³⁶ 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.¹⁷³⁷

მაგრამ არსებობს პროტესტის უფლების ფარგლების შეზღუდვის მნიშვნელოვანი რეგულაციები. საკითხი ფასიანი ქაღალდებით საჯარო ვაჭრობის ელემენტებს ეხება. ეფრაიზალის უფლების საკანონმდებლო ნებადართულობის პარალელურად, გამონაკლისი შემზღუდავი ნორმებიც

¹⁷³² M.B.C.A. §13.02(a)(4)(5).

¹⁷³³ მეწარმეთა შესახებ კანონის 54-ე მუხლის მე-6 პუნქტის (ა) და (ბ) ქვეპუნქტები.

¹⁷³⁴ მეწარმეთა შესახებ კანონის 53¹ მუხლის პირველი პუნქტი.

¹⁷³⁵ *Gevurtz, Corporation Law*, 2th ed., 2010, P. 769-772.

¹⁷³⁶ *Cox, Hazen, Business Organizations Law*, 3th ed., 2011, P. 637.

¹⁷³⁷ მეწარმეთა შესახებ კანონის 54-ე მუხლის მე-6 პუნქტის (ა) ქვეპუნქტი.

არსებობს. აშშ-ის მოდელური კანონი¹⁷³⁸ და დელავერის საკორპორაციო სამართალი¹⁷³⁹ პირდაპირ აწესებს იმ აქციონერთა პროტესტის უფლების შეზღუდვის ნორმათა იმპერატივიზმს, რომელთა აქციებიც საჯარო ვაჭრობისთვისაა დარეგისტრირებული და მოქცეულია კაპიტალის ბაზრის სამართლის რეგულირების სფეროში.¹⁷⁴⁰ პროტესტის უფლების გამოყენება შეუძლებელია და არ არის საჭირო, თუ დისიდენტი აქციონერის წილის სამართლიანი ღირებულების განსაზღვრისთვის ეფექტური საბაზრო გარემოება არსებობს,¹⁷⁴¹ სადაც შეუძლია ადეკვატური კომპენსაციის მიღება (ე.წ. *market-out* ან *market exception*).¹⁷⁴² გარდა ამისა, კონკრეტულ წინაპირობათა არსებობისას, საჯარო აქციონერი პროტესტის უფლების ზოგადი პრეკონდიციული პოსტულატი, რომელიც შერწყმასა და კონსოლიდაციას მოიცავს, ვერ ისარგებლებს.¹⁷⁴³ 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,¹⁷⁴⁴ 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.¹⁷⁴⁵

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.¹⁷⁴⁶ გამოყენების სპეციფიკა გამოიხატება ეფრაიზალის, როგორც ზიანის ანაზღაურების განსაკუთრებულ, ექსკლუზიურ საშუალებად დაკვალიფიცირებაში. მოსარჩელე აქციონერი ამით ცდილობს შერწყმის პროცედურას კიდევ ერთი დამატებითი ბერკეტით დაუპირისპირდეს.¹⁷⁴⁷ პროტესტის ანაზღაურების საშუალებად კვალიფიცირება დამოკიდებულია ტრანზაქციის სამართლებრივ შეფასებაზე. ის უნდა იყოს მართლსაწინააღმდეგო, არაკეთილსინდისიერად ან/და ფიდუციური მოვალეობის დარღვევით დადებული. მაგალითად, ტრანზაქციის თაღლითური ელემენტების

¹⁷³⁸ M.B.C.A. §13.02(b)(1)(i), official comment, 2009, sec. 13, P. 23-36.

¹⁷³⁹ Del. Code Ann. tit. 8, §262(b).

¹⁷⁴⁰ *Fletcher*, *Fletcher Cyclopedic of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 420-421.

¹⁷⁴¹ M.B.C.A. §13.01, official comment, 2009, sec. 13, P. 8.

¹⁷⁴² *ob. Ventrizzo*, *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.

¹⁷⁴³ *Cox, Hazen*, *Treatise on The Law of Corporations*, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 91.

¹⁷⁴⁴ M.B.C.A. §13.02(b)(1)(ii).

¹⁷⁴⁵ *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.

¹⁷⁴⁶ *Fletcher*, *Fletcher Cyclopedic of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 424-429.

¹⁷⁴⁷ *Oesterle*, *Mergers and Acquisitions*, 2006, P. 77.

გამოვლენა, არაკომპეტენტური და მართლსაწინააღმდეგო შერწყმის ან კონსოლიდაციის გამოაშკარავება, რომელიც, საბოლოო ჯამში, გადაწყვეტილების მიმღებ პირთა ფიდუციურ ვალდებულებათა დარღვევამდე დედუქცირდება.¹⁷⁴⁸ საინტერესოა, რომ, როგორც წესი, ფიდუციური მოვალეობის დარღვევა ცალკე განხილვის საგანია, მაგრამ ეფრაიზალის კონკრეტული შტატების რეგულატორული მექანიზმები მას დარღვეულ უფლებათა კომპენსირების ძირითად საშუალებად განიხილავს.¹⁷⁴⁹ 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.¹⁷⁵⁰ 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 საშუალებად.¹⁷⁵¹ 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.¹⁷⁵²

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,

¹⁷⁴⁸ *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 429-438.*

¹⁷⁴⁹ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 105-108.*

¹⁷⁵⁰ 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 გამომყენებლის 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.*

¹⁷⁵¹ *იხ. Moon v. Moon Enterprises, Inc., 65 Ark. App. 246, 986 S. W.2d 134 (1999).*

¹⁷⁵² *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 109-111.*

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.¹⁷⁵³ 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,¹⁷⁵⁴ ხოლო იმ აქციონერს, რომელიც არ დაეთანხმება სამეთვალყურეო საბჭოს გადაწყვეტილებას, შესაძლებლობა აქვს გაასაჩივროს/გააპროტესტოს ფასი/ღირებულება სასამართლოში.¹⁷⁵⁵ ამ ეტაპზე დიფერენცირდება პროტესტის უფლების დუალისტური ბუნება. პირველია, ზოგადად, მიღებული გადაწყვეტილებით უკმაყოფილო აქციონერის ამ გადაწყვეტილებისგან 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.¹⁷⁵⁶ 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.¹⁷⁵⁷ გაპროტესტებულ ფასსა და სასამართლო გადაწყვეტილების დადგენილ ფასს შორის სხვაობის კომპენსირებას კომბინაციის შედეგად „გადარჩენილი“ თუ წარმოშობილი კომპანია ახდენს.¹⁷⁵⁸ ამიტომ, პროტესტის უფლება „გადარჩენილი“ კორპორაციის საკრედიტო რისკს განეკუთვნება.¹⁷⁵⁹ მაგრამ რა არის სამართლიანი ფასი და რა კრიტერიუმებით განისაზღვრება იგი (ასეთის არსებობის შემთხვევაში)?!

¹⁷⁵³ Oesterle, Mergers and Acquisitions, 2006, P. 67.

¹⁷⁵⁴ „მეწარმეთა შესახებ“ კანონის 53¹ -ს მე-4 პუნქტი.

¹⁷⁵⁵ „მეწარმეთა შესახებ“ კანონის 53¹ -ს მე-6 პუნქტი.

¹⁷⁵⁶ შეად. Ventrizzo, Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposal, Working Paper №137, 2009, P. 14.

¹⁷⁵⁷ Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 454.

¹⁷⁵⁸ მაგალითად, კინტმენი 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).

¹⁷⁵⁹ Radin, The Business Judgment Rule, vol. II, 2009, P. 1571.

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.¹⁷⁶⁰ 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.

3.3.12.2.2. სამართლიანი ღირებულების განსაზღვრა

ყველაზე რთული საკითხი ევრაიზალის უფლების სამართლებრივი გააზრებისას დისიდენტი აქციონერის წილის სამართლიანი ღირებულების დადგენაა.¹⁷⁶¹ საზოგადოების მიერ დადგენილი წილის ღირებულება, რომელსაც არ ეთანხმება მცირე აქციონერი, უნდა განსაზღვროს სასამართლომ.¹⁷⁶² ევრაიზალის კონტექსტში განხილული წილის ფასს ეწოდება „ღირებულება“ (*value*), „სამართლიანი ღირებულება“ (*fair value*),¹⁷⁶³ „სამართლიანი ფულადი ღირებულება“ (*fair cash value*) ან „სამართლიანი საბაზრო ღირებულება“ (*fair market value*).¹⁷⁶⁴ ეტიმოლოგიური დიფერენცირება მათ შორის სუბსტანციური ზღვრის დადგენას, როგორც წესი,¹⁷⁶⁵ არ განაპირობებს.¹⁷⁶⁶ ტერმინი „სამართლიანი“ აღნიშნავს ფაქტს, რომ კაპიტალის ბაზარზე კოტირებული წილის კონკრეტულ დღეს ან დროის განსაზღვრულ პერიოდში დადგენილი ღირებულება არ არის საბოლოო ღირებულება.¹⁷⁶⁷ აშშ-ის ბიზნესსკორპორაციათა მოდელური კანონი ადგენს, რომ „სამართლიანი ღირებულება“ კორპორაციული ქმედების ძალაში შესვლისთანავე, დაუყოვნებლივ უნდა დადგინდეს სუბიექტური და შეფასების არსებული კონცეფციებისა და ტექნიკის გამოყენებით.¹⁷⁶⁸ პარალელურად, დელავერის საკორპორაციო სამართალი „სამართლიანი

¹⁷⁶⁰ Radin, *The Business Judgment Rule*, vol. II, 2009, P. 1584.

¹⁷⁶¹ Ventrizzo, *Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposal*, Working Paper №137, 2009, P. 13-15.

¹⁷⁶² Easterbrook, *Fischel*, *The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, P. 152-154.

¹⁷⁶³ იხ. Cox, Hazen, *Treatise on The Law of Corporations*, 3th ed., Vol. 4, 2010, P. 93. შეად. IV 3.4.4.2.1.

¹⁷⁶⁴ Cox, Hazen, *Business Organizations Law*, 3th ed., 2011, P. 641.

¹⁷⁶⁵ 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 ფაქტორზეა 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 (8th Cir. 2001).

¹⁷⁶⁶ შეად. Hurst, *William*, *Cases and Materials on Corporations*, 1999, P. 795-802.

¹⁷⁶⁷ Cox, Hazen, *Treatise on The Law of Corporations*, 3th ed., Vol. 4, 2010, P. 93.

¹⁷⁶⁸ M.B.C.A. §13.01(4)(ii), official comment, 2009, sec. 13, P. 10-12.

ღირებულების“ დეფინიციას საკანონმდებლო დონეზე განმარტავს, როგორც წილის ღირებულებას შერწყმის დღეს, რომელიც მოიცავს უკლებლივ ყველა ღირებულებას,¹⁷⁶⁹ რაც შერწყმის შედეგად წარმოიშობა.¹⁷⁷⁰ „სამართლიანი ღირებულების“ გამოთვლის ბუნდოვანმა საკანონმდებლო დათქმებმა განაპირობა სამოსამართლო სამართლის აქტიურობა და ხელი შეუწყო მის კრეატივიზმს.¹⁷⁷¹

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.¹⁷⁷² სალიკვიდაციო ღირებულებასთან ერთად მხედველობაში უნდა იქნეს მიღებული სამომავლო ბიზნესშესაძლებლობები და კორპორაციის, როგორც განგრძობადი სუბიექტის შემოსავლების სიმძლავრე.¹⁷⁷³ 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.¹⁷⁷⁴ 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,¹⁷⁷⁵ 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.“¹⁷⁷⁶ 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.¹⁷⁷⁷

¹⁷⁶⁹ 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.

¹⁷⁷⁰ Del. Gen. Corp. Law §262.

¹⁷⁷¹ *Radin, The Business Judgment Rule*, vol. II, 2009, P. 1589.

¹⁷⁷² *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 455.

¹⁷⁷³ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3th ed., Vol. 4, 2010, P. 94; *Palmiter, Corporations*, 2006, P. 628-631.

¹⁷⁷⁴ *Radin, The Business Judgment Rule*, vol. II, 2009, P. 1586.

¹⁷⁷⁵ *Cox, Hazen, Business Organizations Law*, 3th ed., 2011, P. 642.

¹⁷⁷⁶ *Radin, The Business Judgment Rule*, vol. II, 2009, P. 1589.

¹⁷⁷⁷ იხ. *Applebaum v. Anaya*, 812 A.2d 880 (Del. 2002).

ღირებულების ადეკვატურობის დადგენის მნიშვნელოვან ტექნიკად მოიაზრებოდა „დელავერის ბლოკის“ მეთოდით ცნობილი შეფასება.¹⁷⁷⁸ მეთოდი გულისხმობს ოთხი სახის ღირებულების საშუალო არითმეტიკულის გამოთვლას. საშუალო შეწონილი არითმეტიკული ციფრის მისაღებად საჭირო იყო კორპორაციის ქონებრივი, საბაზრო, საშემოსავლო და დივიდენდების ღირებულების გამოთვლა.¹⁷⁷⁹ გამოთვლის პროცესში განიხილებოდა ნებისმიერი გარემოება, რომელიც ამ ღირებულებებს უკავშირდებოდა.¹⁷⁸⁰ სადაც საბაზრო ღირებულების კრიტერიუმის დადგენა შეუძლებელი იყო, იქ გამოიყენებოდა კიდევ სამი დამატებითი ელემენტი – საბალანსო ღირებულება, ქონების ნაყიდობის ხელშეკრულების დებულებებისა და ხელშეკრულებიდან გამომდინარე კომპენსაციის ფულადი ღირებულება.¹⁷⁸¹ მისი ნაკლი წილის შეფასების კრიტერიუმთა განსაკუთრებული სიმკაცრე და სინერგეტიკული ინტერესის გაუთვალისწინებლობაა. მაგრამ „დელავერის ბლოკის“ მეთოდი¹⁷⁸² უარყოფილ იქნა დელავერის უზენაესი სასამართლოს მიერ ვეინბერგის გადაწყვეტილებაში,¹⁷⁸³ რომელშიც განისაზღვრა, რომ ღირებულების შეფასებისას ყველა რელევანტური გარემოება უნდა იქნეს გამოყენებული,¹⁷⁸⁴ გარდა ფასის სპეკულაციური ელემენტებისა, რომელიც ტრანზაქციის შედეგად შეიძლება წარმოშობილიყო.¹⁷⁸⁵

ეფრაიზალის 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 ტრანზაქციიდან 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)

¹⁷⁷⁸ *Easterbrook, Fischel, The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, P. 154-156.

¹⁷⁷⁹ *Easterbrook, Fischel, The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, P. 153.

¹⁷⁸⁰ *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 465-466.

¹⁷⁸¹ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3th ed., Vol. 4, 2010, P. 97.

¹⁷⁸² *Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials*, 2000, P. 388-398.

¹⁷⁸³ *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.

¹⁷⁸⁴ „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 ნამატი, 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.

¹⁷⁸⁵ *Radin, The Business Judgment Rule*, vol. II, 2009, P. 1591-1592.

სინერგეტიკულ ღირებულებაში მონაწილეობს და არა სამიზნე საზოგადოების, როგორც ერთეულის, „სამართლიან ღირებულებაში“.¹⁷⁸⁶

ეფრაიხალის პროცესის სამიზნე ობიექტი კორპორაციაში დისიდენტი აქციონერის პროპორციული ღირებულების განსაზღვრა უნდა იყოს, რაც არ ნიშნავს მხოლოდ კუთვნილი წილის ტრანზაქციული ღირებულების განსაზღვრას.¹⁷⁸⁷ დისიდენტი აქციონერის წილის ფასი კუთვნილი წილის სალიკვიდაციო ღირებულებიდან გამოითვლება. წილის სალიკვიდაციო ღირებულების გამოთვლისას შესაძლებელია მხედველობაში იქნეს მიღებული მცირე აქციონერთა ან ლიკვიდურობის დისკონტი.¹⁷⁸⁸ აქციონერის დისკონტი დამოკიდებულია კორპორაციის ქმედებისგან გამოიწვეული 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,¹⁷⁸⁹ 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.¹⁷⁹⁰

მცირე დისიდენტი აქციონერის დისკონტირების გამოყენება სასამართლოზეა დამოკიდებული.¹⁷⁹¹ ეს ნიშნავს, რომ კორპორაციის ზემოაღნიშნული მეთოდებით შეფასებისა და მასში მცირე მეწილის პროპორციული ღირებულების დადგენის შემდგომ, მიღებულ ფასს გამოაკლდება მცირე აქციონერის დისკონტი, რის შედეგადაც მიიღება ეფრაიხალის ღირებულება, ანუ წილის „სამართლიანი ღირებულება“.¹⁷⁹² მეწარმე სუბიექტისა და წილის შეფასებას ყოველთვის ფლუქტუაციური ხასიათი აქვს და დამოკიდებულია კონკრეტულ გარემოებებზე. ეს კი აქციონერთა დისკონტის ფიქსირებული მაჩვენებლის განსაზღვრას შეუძლებელს ხდის და ეს უკანასკნელიც (დისკონტი) დამოკიდებულია ფაქტობრივ გარემოებებზე.¹⁷⁹³

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

¹⁷⁸⁶ M.P.M. Enterprises, Inc. v. Gilbert, 731 A.2d 790, 795 (Del. 1999).

¹⁷⁸⁷ Radin, The Business Judgment Rule, vol. II, 2009, P. 1593.

¹⁷⁸⁸ Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 467.

¹⁷⁸⁹ Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 468.

¹⁷⁹⁰ The Federal Estate Tax, 2011, P. 147-148.

¹⁷⁹¹ Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 467, 469.

¹⁷⁹² Cox, Hazen, Business Organizations Law, 3th ed., 2011, P. 644.

¹⁷⁹³ The Federal Estate Tax, 2011, P. 149.

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.¹⁷⁹⁴ ისევე როგორც აქციონერთა დისკონტი, ლიკვიდურობის დისკონტის გამოყენების¹⁷⁹⁵ პრაქტიკული ტენდენციებისა და ორიენტირების განსაზღვრა სასამართლოზეა დამოკიდებული.¹⁷⁹⁶

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.¹⁷⁹⁷ აღნიშნული თეორიის თანახმად, საკონტროლო ბლოკის გასხვისებით წარმოშობილი პერმიუმღირებულება საზოგადოების კუთვნილებაა და ის უნდა დაირიცხოს კორპორაციის ბალანსზე. „კორპორაციის ქონების“ თეორია ცხადყოფს, რომ პრემიუმღირებულება საზოგადოების კუთვნილებაა.¹⁷⁹⁸ სასამართლო პრაქტიკა, ეფრაიზალის უფლების სასარჩელო წარმოებისას, ხსენებული თეორიის ორიენტირებს დაემორჩილა. დელავერის უზენაესმა სასამართლომ გონივრულად მიიჩნია, რომ კორპორაციის ღირებულება გადახდილი პრემიუმთანით იზრდება.¹⁷⁹⁹

საერთო ჯამში, სამართლიანობა მოითხოვს, რომ მცირე აქციონერს მიეცეს შერწყმის შედეგად წარმოშობილი სინერჯიზმის გათვალისწინებით გამოანგარიშებული წილის ადეკვატური

¹⁷⁹⁴ The Federal Estate Tax, 2011, P. 151-152.

¹⁷⁹⁵ წილის აქციონერული და საბაზრო ლიკვიდურობის დისკონტირება იდენტურია „აქციის არასათანადო შეფასების“ (“underprice”), როდესაც სამიზნე საზოგადოების წილი რეალურ საბაზრო ღირებულებაზე ნაკლებია. წილის “underprice” თუ დისკონტირება ეკვაიერი კომპანიის მიერ სამიზნე საზოგადოების შექმნის მოტივატორად განისაზღვრება, რამდენადაც, რეალურ საბაზრო ღირებულებასა და მიმდინარე საბაზრო ღირებულებას შორის სხვაობა შექმნის 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.

¹⁷⁹⁶ *Cox, Hazen*, Treatise on The Law of Corporations, 3rd 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.

¹⁷⁹⁷ *Berle*, Control in Corporate Law, 58 *Colum. L. Rev.*, 1958, P. 1212.

¹⁷⁹⁸ შეად. *Andrews*, The Stockholders’ Right To Equal Opportunity in the Sale of Shares, 78 *Harv. L. Rev.*, 1965, P. 505.

¹⁷⁹⁹ იხ. *Rapid-American Corporation v. Harris*, 603 A.2d 796 (Del. 1992). იხ. *Carney*, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials, 2000, P. 408-416.

კომპენსაცია,¹⁸⁰⁰ ხოლო სასამართლომ ფუნქციონალურად უნდა განსაზღვროს, არის თუ არა წილის ასეთი შეფასება ზომიერი.¹⁸⁰¹

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 დოქტრინის¹⁸⁰² ჩამოყალიბებისა და არსებობის არსი გასვლის სტრატეგიის გამოყენების წინაპირობათა ანალიზს გულისხმობს. ამასთან, ის ეფრაიზალის უფლების რეალიზების სამოსამართლო დისკრეციის სფეროს განეკუთვნება. ის სასამართლო პრაქტიკის პირმშოა.¹⁸⁰³

აშშ-ის შტატების უმრავლესობა¹⁸⁰⁴ 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 კონსოლიდაციასთან დაკავშირებით გამოიყენება,¹⁸⁰⁵ განსხვავებით, მაგალითად, ნიუ-იორკისა და ოჰაიოს რეგულაციებისგან, ისევე როგორც ბიზნესკორპორაციათა მოდელური კანონისა,¹⁸⁰⁶ სადაც თითქმის ყველა ფუნდამენტური ცვლილების მიმართ შეიძლება ეფრაიზალის უფლების პრაქტიკული გამოყენება.¹⁸⁰⁷ 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.¹⁸⁰⁸ 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

¹⁸⁰⁰ Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 104-105.

¹⁸⁰¹ Fletcher, Fletcher Cyclopedic of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 471.

¹⁸⁰² Brown, Grandfathering Can Seriously Damage Your Wealth: Due Diligence in Mergers and Acquisitions of Medical Device Companies, 36 Gonz. L. Revv., 2001, P. 337.

¹⁸⁰³ Shade, Business Associations, 2010, P. 416.

¹⁸⁰⁴ გარდა დელავერისა და კალიფორნიის შტატისა, სადაც ეფრაიზალის უფლების გამოყენების წინაპირობად შერწყმა და კონსოლიდაციაა დადგენილი. იხ. Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 22.

¹⁸⁰⁵ Del. Code. Ann. tit. 8, §262.

¹⁸⁰⁶ M.B.C.A. §13.02.

¹⁸⁰⁷ Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 22-23.

¹⁸⁰⁸ „... თუ წესდებით სხვა რამ არ არის გათვალისწინებული“. იხ. მეწარმეთა შესახებ კანონი, 53¹ მუხლის პირველი პუნქტი.

გასხვისება საზოგადოების „არაჩვეულებრივ“ სამეწარმეო საქმიანობად არ ჩაითვლება და მიმდინარე ოპერაციულ სტრატეგიად განსაზღვრავენ მას, მაშინ დისიდენტ აქციონერს ეფრაიზალის უფლებამოსილება საწესდებო დათქმის საფუძველზე შეეზღუდება.¹⁸⁰⁹ 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.¹⁸¹⁰ კორპორაციის ქონებრივი დაუფლების ტრანზაქციის შეთანხმების საგანია სამიზნე საწარმოს იმ ვალდებულებათა კატალოგი, რომელზეც ეკვაიერ კორპორაციას სურს აიღოს პასუხისმგებლობა, ანუ გახდეს ხელშეკრულებაში განსაზღვრულ ვალდებულებებზე უფლებამონაცვლე 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.¹⁸¹¹ 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.¹⁸¹² 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.¹⁸¹³

კორპორაციული კომბინაცია, რომლის ინტეგრირებულ შედეგებს ისეთივე ეკონომიკური ეფექტი აქვს, როგორც საკანონმდებლო შერწყმას, მაგრამ ფორმირებულია ქონების მთლიანი ან სუბსტანციური ნაწილის

¹⁸⁰⁹ 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*, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 23.

¹⁸¹⁰ *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 352.

¹⁸¹¹ იქვე, გვ. 353.

¹⁸¹² იქვე, გვ. 354-355.

¹⁸¹³ *Oesterle, Mergers and Acquisitions*, 2006, P. 78.

შეძენის ტრანზაქციის სახით, ეს არის კორპორაციათა *de facto* შერწყმა.¹⁸¹⁴ შერწყმის ან კონსოლიდაციის შემთხვევაში, საკანონმდებლო დონეზე, როგორც წესი, პირდაპირი დათქმით წესრიგდება ვალდებულებათა უფლებამონაცვლეობა¹⁸¹⁵ და ეფრაიზალის უფლების გამოყენების ნებადართულობა. მის საპირწონედ, ქონებრივი გასხვისება ეფრაიზალის უფლებას არ წარმოშობს. შესაბამისად, როდესაც მენჯემენტის 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 იქნეს ფორმირებული, რომ გამოირიცხოს შერწყმის თანმდები ისეთი უფლებამოსილების აქტივაცია, როგორც ეფრაიზალის უფლებაა, ანუ შეიზღუდოს აქციონერის პოსტტრანზაქციული რეკლასიფიცირებულ უფლებათა მოქმედების არეალი. მსგავსი გარიგება, ფაქტობრივად, ემსგავსება თვალთმაქცურ გარიგებას – მხარეები რეალურ მიზანს, განსხვავებული მეთოდოლოგიის გამოყენებით, ერთგვარ „ნიღაბს არგებენ“.

ქონებრივი შეძენის შედეგთა შერწყმის კომბინაციათა შედეგებთან გათანაბრებას „გადარჩენილ“ კორპორაციაზე სამიზნე კორპორაციის ვალდებულებებზე პასუხისმგებლობის გადასვლის შესახებ საკანონმდებლო დათქმის ბაზისზე ასრულებს. *De facto* შერწყმის 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 შერწყმის შედეგებს. თუმცა, ზოგიერთ შტატში, საკანონმდებლო დონეზე *de facto* შერწყმის დოქტრინა ნორმატიულად არის დაუშვებელი.¹⁸¹⁶ 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* შერწყმის დოქტრინის გამოყენებას წინაპირობები უნდა გააჩნდეს.¹⁸¹⁷ უფრო სწორად, ტრანზაქცია *de facto* შერწყმად რომ იქნეს მიჩნეული, ის უნდა

¹⁸¹⁴ *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).

¹⁸¹⁵ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3rd ed., Vol. 4, 2010, P. 29-34.

¹⁸¹⁶ მაგალითად, ტეხასის შტატის კანონმდებლობა კრძალავს *de facto* შერწყმის დოქტრინას. იხ. *Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 294.

¹⁸¹⁷ მაგალითად, ერთ-ერთმა სასამართლომ ტრანზაქციის *de facto* შერწყმის მიჩნევის წინაპირობად შემძენის მიერ სამიზნე საზოგადოებისთვის ანაზღაურების სახედ ეკვიური კომპანიის აქციების გადახდა განსაზღვრა. იხ. *Armour-Dial, Inc. v. Alkar Engineering Corp.*, 469 F Supp 1198 (Ed Wis 1979).

აკმაყოფილებდეს რამდენიმე კრიტერიუმს. კრიტერიუმთა უნიფიცირებული ვარიანტი არ არსებობს. ის განსხვავებულია სამართლებრივი კუთვნილებისა თუ ეროვნული რეგულაციების მიხედვით (*path dependence*). მიუხედავად ამისა, ტრანზაქციის *de facto* შერწყმად 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 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.¹⁸¹⁸

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 შექმნის ტრანზაქციის სპეციფიკურ სახეზე ვრცელდება.

მესამე, პოსტტრანზაქციულ ეტაპზე სამიზნე საზოგადოება წყვეტს ჩვეულებრივ სამეწარმეო ოპერაციულ საქმიანობას და განიცდის ლიკვიდაციას, ან იშლება სამართლებრივად დადგენილი წესების დაცვით.¹⁸¹⁹

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 გამოიყენებს¹⁸²⁰ და დაეყრდნობა *de facto* შერწყმის დოქტრინას, მისთვის

¹⁸¹⁸ Parson v. Roper Whitney, Inc., 586 F Supp 1447 (Wd Wis 1984).

¹⁸¹⁹ Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 295-298.

¹⁸²⁰ 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

სავალდებულო არ არის ყველა ელემენტის არსებობა იმისთვის, რომ ტრანზაქცია დე ფაქტო შერწყმად დაკვალიფიცირდეს.¹⁸²¹ თუ ზემოაღნიშნული ყველა ელემენტი იარსებებს, სახეზე იქნება მშობელ-შვილობილ კომპანიას შორის ურთიერთობა. ასეთ დროს, სამართლებრივი მექანიზმი, ეფრაიზალის უფლების გამოყენების სანაცვლოდ, დისიდენტ აქციონერს ან კრედიტორს შესაძლებლობას აძლევს მშობელი კორპორაციის პასუხისმგებლობის საკითხი დააყენოს სუბსიდიარის ვალდებულებისთვის გამჭოლი პასუხისმგებლობის პრინციპის საფუძველზე.¹⁸²²

მსჯელობამ ცხადყო, რომ ორი სუბსტანციური ფუნქციური შედეგი გამომდინარეობს ტრანზაქციის *de facto* შერწყმად კვალიფიცირებიდან. პირველი, შემქენი კორპორაციის აქციონერები უფლებამოსილი იქნებიან საერთო კრება გამართონ და ხმა მისცენ (სასარგებლოდ ან საწინააღმდეგოდ) შერწყმის განხორციელებას¹⁸²³ და მეორე, ხმის მიცემაზე უფლებამოსილ ყველა აქციონერს ეფრაიზალის უფლების გამოყენების საკანონმდებლო „ნებართვა გაუჩნდება.“^{1824, 1825}

4. მენეჯმენტის როტაცია

მენეჯმენტის როტაცია კორპორაციის რესტრუქტურისაბსოლუტური თანმდევი შედეგია.¹⁸²⁶ აქციონერთა უფლებების პოსტტრანზაქციული რეკლასიფიცირება მართვის ორგანოთა შემადგენლობაზე პირდაპირ აისახება. შექენითი ტრანზაქცია კონცეფტუალურად განაპირობებს მენეჯმენტის ცვლილებას.¹⁸²⁷ კორპორაციის ორი სუბსტანციური ელემენტის, კონტროლისა და საკუთრების გამოჯვნის, ანალიზის ანალიტიკური ფაბულა, მენეჯმენტის რეკონსტრუირების საფუძველთა საფუძველს წარმოადგენს. ტრანზაქციაში მონაწილე ორივე (შემქენი და შესაძენი) კორპორაციის

კონტრიბუციის საკუთარ აქციონერებზე განაწილებისთვის. იხ. *Cox, Hazen, Business Organizations Law*, 3th ed., 2011, P. 614. აშშ-ში ყველაზე ცნობილი პრეცედენტიული 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; *Gervurtz, Corporation Law*, 2th ed., 2010, P. 614-617; *Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials*, 2000, P. 740-742; *Ventoruzzo, Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposal*, Working Paper №137, 2009, P. 13, 31.

¹⁸²¹ 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).

¹⁸²² *Kelly v. American Precision, Inc.*, 438 So 2d 29 . იხ. *Presser, Piercing the Corporate Veil*, 2011, P. 99-107.

¹⁸²³ *Gervurtz, Corporation Law*, 2th ed., 2010, P. 699.

¹⁸²⁴ იხ. *Heilbrunn v. Sun Chemical Corp.* (Del. 1959).

¹⁸²⁵ *Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations*, 3th ed., Vol. 4, 2010, P. 29.

¹⁸²⁶ არსებობს *Manne's* თეზისი, რომელის მიხედვით, მენეჯმენტის როტაცია გაცილებით მაღალია დაუფლების დროს ვიდრე შერწყმისას, ხოლო 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.

¹⁸²⁷ *Galpin, Herndon, The Complete Guide to Mergers and Acquisitions*, 2007, P. 59-64.

მენეჯმენტის შემადგენლობა განსხვავებული ხარისხით გადახალისდება.¹⁸²⁸ გადახალისების კომპეტენცია „კონტროლის კონტროლის“ განმახორციელებელ „ხემდგომი“ ორგანოს ხელშია. შესაბამისად, შემქენი საზოგადოების დირექტორატისა თუ სამეთვალყურეო საბჭოს შემადგენლობის ცვლილება აქციონერთა ნებაზეა დამოკიდებული.¹⁸²⁹ თუ სამიზნე საზოგადოების აქციონერთა კონტრიბუცია შემქენი კორპორაციის „ორიგინალ“ აქციონერთა სტრუქტურას იმდენად შეასუსტებს, რომ გადაწყვეტილების მიღებაზე არსებითი გავლენის მოხდენა „შემოსულ“ აქციონერთა ძალაუფლებას დაემორჩილება,¹⁸³⁰ მაშინ ეკვაიერი კომპანიის დირექტორატი და სამეთვალყურეო საბჭო ფუნდამენტური გადახალისების ობიექტად იქცევა.¹⁸³¹ რეორგანიზაციული ტიპის ტრანზაქციისა თუ კონტროლის გაყიდვის ეკვენტუალური შედეგი მენეჯმენტის ცვლილებაა. ამიტომ, ტრანზაქციის ფორმირებისას, ხშირად, დირექტორთა ფიდუციურ მოვალეობათა დაცვა¹⁸³² არსებული მენეჯმენტის მხრიდან კითხვის ნიშნის ქვეშ დგება.¹⁸³³ დირექტორი ფიდუციარია. დირექტორის ქმედებას კეთილსინდისიერების ამაღლებულ კატეგორიას საკუთრებისა და კონტროლის გამიჯვნის კორპორაციულსამართლებრივი ნოტაცია განაპირობებს. კორპორაციულ კომბინაციაში დირექტორის ფიდუციური სტანდარტის საზომი სასწორი მართვის თეორიაშია,¹⁸³⁴ რომელიც, თავის მხრივ, თავისუფალი სახსრების მიმოქცევის თეორიიდან¹⁸³⁵ მომდინარეობს. თავისუფალი სახსრების თეორია მართვის თეორიის პროვაიდერია, რომელიც *ჯენსენიდან* იღებს სათავეს.¹⁸³⁶ მართვის თეორია ხსნის, რომ დირექტორის მოვალეობა კომპანიის სიდიდის შკალააზე ოპტიმალური დონის ან უკეთესი შედეგის დაფიქსირებაა. კომპანიის ეკონომიკური ზრდა მენეჯმენტის ძალაუფლებას ზრდის, რამდენადაც იზრდება მისი კონტროლის ქვეშ არსებული კაპიტალის რაოდენობრივი მაჩვენებელი. „ძალაუფლების“ გაზრდის პირობებში „აღმასრულებელი“ პირი გამოთავისუფლებული ფულადი სახსრების კორპორაციაში დატოვებას ცდილობს. თავისუფალი სახსრების კორპორაციაში დატოვება აქციონერთათვის ნამეტო კაპიტალის დივიდენდის სახით გაუნაწილებლობაში მდგომარეობს. კორპორაციული ტრანზაქციის დროს კი შედეგი სხვაგვარად შეიძლება დადგეს: თუ დივიდენდის გაცემისას

¹⁸²⁸ *Gevurtz*, Corporation Law, 2th ed., 2010, P. 712.

¹⁸²⁹ *Fletcher*, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol.5, 2011, P. 489-503, 523.

¹⁸³⁰ 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 გეგმის შეცვლას და მასში განსაზღვრულ უფლებათა შემცირებას ტრანზაქციის გეგმის 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.

¹⁸³¹ *Cox, Hazen*, Treatise on The Law of Corporations, 3th ed., Vol. 2, 2010, P. 86-94.

¹⁸³² *Radin*, The Business Judgment Rule, vol. I, 2009, P. 796-846.

¹⁸³³ *Gevurtz*, Corporation Law, 2th ed., 2010, P. 666.

¹⁸³⁴ ე.წ. *agency theory*.

¹⁸³⁵ ე.წ. *free cash flow theory*.

¹⁸³⁶ *Frensch*, The Social Side of Mergers and Acquisitions, 2007, P. 30.

დირექტორის „ძალაუფლების“ შესუსტების საშიშროება არსებობს, სხვა საწარმოს შექმნა თავისუფალი სახრსრების მასიური განკარგვის საშუალებას იძლევა ისეთ პირობებში, როდესაც დირექტორატის გავლენა შემოერთებული ან შექმნილი საწარმოს ქონებრივი სიკეთის ხარჯზე, შემცირების ნაცვლად, იზრდება.¹⁸³⁷ აღნიშნული მოცემულობა გამოყენებადია შემქმნი კორპორაციის მენეჯმენტის მიმართ. მთავარია მათ სამიზნე საზოგადოების შეფასებაში შეცდომა არ დაუშვან და ტრანზაქციის შესახებ მიღებული გადაწყვეტილება ჰაბრის ჰიპოტეზის არსით გაჯერებული არ იყოს.¹⁸³⁸

ზემოაღნიშნულის საპირწონედ, თუ ეკვაიერი საზოგადოების პრეტრანზაქციული ხედვა და უცხო კომპანიის დაუფლების მოტივატორი სამიზნე კომპანიის რეალური ღირებულების შეფასება და პოტენციალის ეკონომიკურ-სამართლებრივი ანალიზია,¹⁸³⁹ სრულიად შესაძლებელია, რომ პოტენციალისა და სარგებლის განმაპირობებელ ფაქტორად არასწორი კორპორაციული მართვის ელემენტები, ინტერესთა კონფლიქტი და „პრინციპალ-აგენტის“ პრობლემები გამოიკვეთოს.¹⁸⁴⁰ ლოგიკურია, რომ შემქმნი საზოგადოების სამიზნე საზოგადოებასთან კომბინაციაში შესვლის პერსპექტივა კორპორაციული მართვის გაუმჯობესებით ეკონომიკური ეფექტურობის¹⁸⁴¹ მაქსიმიზირებაა.¹⁸⁴²

კორპორაციული მართვა, ეკონომიკურ კონტექსტში, საწარმოს მარკეტინგულ მართვას უკავშირდება. „ღია“ კორპორაციაში, რომლის აქციათა გარკვეულ ნაწილს დირექტორატი ფლობს, არასწორი მართვის ღირებულება იზრდება და ის ვრცელდება ყველა აქციონერის სარგებლიანობაზე და საზოგადოების სრული შეწონილი სარგებლიანობის მაგნიტუდის განმსაზღვრელია.¹⁸⁴³ ბუნებრივია, ტრანზაქციის მომზადების ეტაპზე ეკვაიერი კორპორაციის მენეჯმენტმა უკვე იცის და დაგეგმილი აქვს სინერჯიზმის მიღწევის კონკრეტული კორპორაციული სტრატეგია.¹⁸⁴⁴ თუ ტრანზაქციის მომზადების ეტაპზე წინა პლანზე სამიზნე კომპანიის მენეჯერიალისტური სეგმენტების სისუსტეა წამოწვეული, რასაც ფინანსური და სამართლებრივი “*due diligence*” კომპეტენტური დასკვნით დაადასტურებს, მაშინ გარდაუვალია სამიზნე კორპორაციის მენეჯმენტის როტაცია.¹⁸⁴⁵ აღნიშნული ჰიპოთეტური მსჯელობა მოქმედია მხოლოდ ქონებრივი ან წილობრივი შექმნის დროს, რომელსაც შერწყმა არ მოჰყვება.¹⁸⁴⁶ შერწყმის ან კონსოლიდაციის შემთხვევაში, სამიზნე საზოგადოების მენეჯმენტის ეპოქა სრულდება, ხოლო აქციონერები ახალი მართვის ორგანოთა

¹⁸³⁷ Jensen, Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers, The American Econ. Rev., 1986, P. 323-329.

¹⁸³⁸ Frensch, The Social Side of Mergers and Acquisitions, 2007, P. 31.

¹⁸³⁹ Vishwanath, Krishnamurti, Value Drivers and Target Valuation, 2008, P. 57-63.

¹⁸⁴⁰ Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities, 5th ed., 2010, P. 6.

¹⁸⁴¹ Frensch, The Social Side of Mergers and Acquisitions, 2007, P. 48.

¹⁸⁴² Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities, 5th ed., 2010, P. 7-9.

¹⁸⁴³ Depamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities, 5th ed., 2010, P. 11-12.

¹⁸⁴⁴ Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, 1986, P. 387-400.

¹⁸⁴⁵ Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, 1986, P. 371-386.

¹⁸⁴⁶ Oesterle, Mergers and Acquisitions, 2006, P. 7, 10-13, 16.

პირობებში აგრძელებენ, ასევე, ახალ საზოგადოებაში კანონმდებლობით, უფლებამონაცვლეობათა დოქტრინითა¹⁸⁴⁷ თუ წესდებით მინიჭებულ და დადგენილ უფლებამოსილებებს.¹⁸⁴⁸ ნებისმიერ შემთხვევაში, რესტრუქტურირებულ საზოგადოებაში აქციონერთა 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.¹⁸⁴⁹ ლიკვიდაცია¹⁸⁵⁰ განსხვავებულია პარტნიორთა ინვესტირებული კაპიტალის საწყისი (ორიგინალი) კორპორაციის ფუნქციონირების შეწყვეტისგან,¹⁸⁵¹ რომელიც რეორგანიზაციისას აქციონერის სტატუსის შეწყვეტის გარეშე სრულდება.¹⁸⁵² ლიკვიდაციის არსი,¹⁸⁵³ არაგაკორტრებით რეჟიმში,¹⁸⁵⁴ არამედ საზოგადოების ქონების ნებაყოფლობით¹⁸⁵⁵ განაწილებაშია,¹⁸⁵⁶ რომლის შედეგთა ინტეგრირება სააქციო საზოგადოების ორგანიზაციული მართვის სტრუქტურულ ელემენტთა და მისი არსის მაფორმირებელ ორგანულ სუბსტანციურ ნიშანთა ტერმინაციას იწვევს. ლიკვიდაციის პროცესში ხდება კრედიტორთა მოთხოვნების დაკმაყოფილება და ნარჩენი ქონების აქციონერთა შორის წილთა *pro rata* ბაზისზე განაწილება,¹⁸⁵⁷ რაც აქციონერის საკუთრებიდან გამომდინარე უფლებაა.¹⁸⁵⁸ კორპორაციათა რესტრუქტურირაციის განსაკუთრებულად

¹⁸⁴⁷ *Brown*, Grandfathering Can Seriously Damage Your Wealth: Due Diligence in Mergers and Acquisitions of Medical Device Companies, 36 *Gonz. L. Rev.*, 2001, P. 319.

¹⁸⁴⁸ *Cox, Hazen*, Treatise on The Law of Corporations, 3rd ed., Vol. 2, 2010, P. 29-34.

¹⁸⁴⁹ *Oesterle*, Mergers and Acquisitions, 2006, P. 12.

¹⁸⁵⁰ *Vishwathath, Krishnamurti*, Bankruptcy and Reorganization, 2008, P. 333.

¹⁸⁵¹ *Fletcher*, Fletcher Cyclopedic of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 16A, 2012, P. 352-359.

¹⁸⁵² მას, სხვაგვარად, „არაგაკორტრებით რეორგანიზაციას“ უწოდებენ. იხ. *Fletcher*, Fletcher Cyclopedic of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 15, 2008, P. 544-545.

¹⁸⁵³ შეძენა/შერწყმის პოსტრანზაქციულ 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 for Creditors in Bankruptcy Proceedings, 2007, P. 10-12; *Glein*, The Law Governing Liquidation, 2002, P. 68-70.

¹⁸⁵⁴ *Tabb*, Bankruptcy Anthology, 2002, P. 160-166.

¹⁸⁵⁵ „ნებაყოფლობითობა“ აქციონერთა ნების თავისუფალი გამოვლენით კორპორაციის სალიკვიდაციო რეჟიმში გადაყვანას გულისხმობს, სადაც საკანონმდებლო იძულებითი ლიკვიდაციის წინაპირობებები 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, 5th ed., 2010, P. 621.

¹⁸⁵⁶ *Fletcher*, Fletcher Cyclopedic of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 16A, 2012, P. 63-67.

¹⁸⁵⁷ *Lopucki, Mirick*, Strategies for Creditors in Bankruptcy Proceedings, 2007, P. 17, 204-207.

¹⁸⁵⁸ *Hasnmann*, Ownership of Enterprise, 1996, P. 18.

სპეციფიკურ გამოვლინებად შეიძლება ჩაითვალოს კომპანიის ლიკვიდაცია.¹⁸⁵⁹

განსხვავებით სამიზნე კომპანიის აქციებით მთლიანი ქონებრივი თუ წილობრივი შექმნის ან შერწყმის კორპორაციის სამართალსუბიექტის ეკონომიკური „თამაშის“ დასრულებისკენ მიმართული ბოლო ქმედებისგან,¹⁸⁶⁰ სადაც აქციონერთა აბსოლუტურ უმრავლესობას ინვესტირებული კაპიტალის ახალი მენეჯმენტისა და სხვა სამართალსუბიექტის საშუალებით მართვის შანსი ეძლევა,¹⁸⁶¹ ლიკვიდაციის ეტაპზე ქრება არსებული ორგანიზაციული წარმონაქმნი (ხდება რეესტრიდან ამოშლა, საიდენტიფიკაციო კოდის დეაქტივაცია),¹⁸⁶² წყდება აქციონერთა სტატუსი და ხდება ეკონომიკურ მიმოქცევაში არსებული აქციონერთა კაპიტალის ბრუნვიდან ამოღება.^{1863, 1864} სახეზეა დაფუძნების რევერსული პროცედურული კორპორაციული ქმედება. რეორგანიზაციული ტიპის ტრანზაქციათა პარალელურ სამართლებრივ რეჟიმს დაქვემდებარებულ ტრანზაქციულ კატეგორიად, ინტეგრირებული შედეგების მიხედვით, სამართალსუბიექტობის სრულად შეწყვეტის ბაზისი, სალიკვიდაციო ცვლილება უნდა იქნეს განხილული, ანუ ტრანზაქციულ ქმედებაზე დაფუძნებულ ფუნდამენტურ ცვლილებას სალიკვიდაციო ეფექტის¹⁸⁶⁵ კომბინაცია უნდა ეწოდოს.¹⁸⁶⁶

ლიკვიდაცია, როგორც განსაკუთრებული ფენომენი, მეწარმე სუბიექტთა ორგანიზაციულ სამართალში ჩამოყალიბებული და დამკვიდრებული ინსტიტუტია. მისი „სტრუქტურულ ცვლილებათა“ კონტექსტუალურ ჭრილში განხილვა, მიზნობრივი და ეტიმოლოგიური განმარტებით, არ ხდება.¹⁸⁶⁷ 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“)¹⁸⁶⁸ უზრუნველყოფს. წინარე სახელშეკრულებო სტრატეგიების იურიდიული სტატუსის მქონე კონსტრუქციაში მოქცევით პირთა ჩვეულებრივ ორგანიზაციული ტიპის

¹⁸⁵⁹ შეად. Vishwahath, Krishnamurti, Bankruptcy and Reorganization, 2008, P. 333-337.

¹⁸⁶⁰ Gevurtz, Corporation Law, 2th ed., 2010, P. 661.

¹⁸⁶¹ Cox, Hazen, Treatise on The Law of Corporations, 3th ed., Vol. 4, 2010, P. 5-10.

¹⁸⁶² Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 14A, 2008, P. 514.

¹⁸⁶³ Kuney, Mastering Bankruptcy, 2008, P. 139-144.

¹⁸⁶⁴ 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.

¹⁸⁶⁵ აქცენტის გაკეთება „სალიკვიდაციო ეფექტზე“ განაპირობა იმან, რომ სამიზნე საზოგადოების ფულით შექმნის შემდგომ, კორპორაცია ავტომატურად არ იშლება. მას გააჩნია ქონება ფულის სახით და შეუძლია ფუნქციონირების ფორმალური შენარჩუნება. მისი ლიკვიდაცია პარტნიორთა ნებაზეა დამოკიდებული, თუკი ისინი მონდომებენ 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.

¹⁸⁶⁶ Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 16A, 2012, P. 13-15.

¹⁸⁶⁷ შეად. Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 16A, 2012, P. 15-16.

¹⁸⁶⁸ Posner, The Economic Analysis of Law, 2007, P. 409.

გაერთიანებას კონსტრუქციული სახე ეძლევა და ის გამყარებულია საკანონმდებლო იმპერატივიზმების¹⁸⁶⁹ საშუალებით.¹⁸⁷⁰ ორგანიზაციული წარმონაქმნის სამართლებრივ ჩარჩოებში მოქცევის მომენტიდან ყალიბდება პირთა სამართლის ნორმებით ორგანიზებული სამართლებრივ-ეკონომიკური ერთობა, ე.ი. კორპორაცია.¹⁸⁷¹ კორპორაციის ფორმირება ნორმატიულად შემოთავაზებული და დადგენილი სტრუქტურული ელემენტების პრაქტიკულ შემთხვევაზე მორგებით აქტივაციას განაპირობებს. პირთა და ქონების გაერთიანების საფუძველზე¹⁸⁷² სამართალსუბიექტის კონსტრუქციაში მოქცეული *sue generis* აგრეგატი,¹⁸⁷³ იურიდიული პირის სტატუსის მინიჭებისთანავე ხდება პოტენციურ სტრუქტურულ ცვლილებათა სამიზნე ობიექტი.¹⁸⁷⁴ სხვა სიტყვებით, დაფუძნების კორპორაციულ-ადმინისტრაციული 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*).¹⁸⁷⁵ 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 ბერკეტი 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 გამორიცხავს. „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

¹⁸⁶⁹ უეად. *Gordon*, The Mandatory Structure of Corporate Law, in: *Romano*, Foundations of Corporate Law, 1993, P. 108-115.

¹⁸⁷⁰ *Cox, Hazen*, Treatise on The Law of Corporations, 3th ed., Vol. 2, 2010, P. 159-160.

¹⁸⁷¹ *Fletcher*, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, rev. ed., vol. 1, 2006, P. 45-47.

¹⁸⁷² იხ. *ბურდულო*, სააქციო სამართლის საფუძვლები, თბ., 2010, გვ. 401-402.

¹⁸⁷³ *Romano*, Foundations of Corporate Law, 1993, P. 103-108.

¹⁸⁷⁴ *Glein*, The Law Governing Liquidation, 2002, P. 66-72.

¹⁸⁷⁵ *Romano*, Foundations of Corporate Law, 1993, P. 157-251.

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“ ურთიერთთანაცვლებად ან/და ერთი და იმავე შინაარსის ამსახველ ორ სხვადასხვა ტერმინად.¹⁸⁷⁶ 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 „პირადი ლიკვიდაცია“. „გაყიდვა“, რა თქმა უნდა, ჰიპოტეტური დატვირთვის მატარებელია. სამიზნე კორპორაციის მიმართ არსებული ყველა მოთხოვნა და ინტერესი რეორგანიზაციის შედეგად ჩამოყალიბებულ კომპანიაზე გადადის. ამიტომ, რეორგანიზაციის ლიკვიდაციის ალტერნატივასაც (და არა იდენტურს) უწოდებენ.¹⁸⁷⁷

ნაღდი ფულით სამიზნე საზოგადოების მთლიანი ან თითქმის მთლიანი შექმნა 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.¹⁸⁷⁸ ფულის სანაცვლოდ საზოგადოების ქონებრივი თუ წილობრივი შექმნის შემდგომ ეტაპზე მიღებული წმინდა შემოსავლის აქციონერთა შორის განაწილება, როგორც წესი, ლიკვიდაციის ინსტიტუტის გამოყენებით ხდება.¹⁸⁷⁹

განვითარებული ანალიზი ცხადყოფს, რომ ტრანზაქციათა განსაზღვრული სპექტრი რეორგანიზაციული ტიპის რესტრუქტურისაციას განაპირობებს, ხოლო მეორე ტიპის ტრანზაქციები – კონსტრუქციულ ცვლილებას.¹⁸⁸⁰ 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

¹⁸⁷⁶ *Fletcher*, *Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 16A, 2012, P. 8-10, 13-15.

¹⁸⁷⁷ იხ. *Bebchuk*, *A New Approach to Corporate Reorganization*, 1990, P. 150-157.

¹⁸⁷⁸ *Oesterle*, *Mergers and Acquisitions*, 2006, P. 12.

¹⁸⁷⁹ *Fletcher*, *Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, rev. ed., vol. 14A, 2008, P. 515-520.

¹⁸⁸⁰ შეად. *Depamphilis*, *Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Activities*, 5th ed., 2010, P. 615-618.

განეკუთვნება.¹⁸⁸¹ უფლებებისა და მათი დაცვის სპეციფიკა აქციონერის, როგორც საზოგადოების კაპიტალით უზრუნველმყოფისა და მეწარმე სუბიექტის სტრუქტურული ერთეულების მაფორმირებელი „ზემდგომი ორგანოს“ კორპორაციულად სტრატეგიულ ფუნქციაში ვლინდება, რომელსაც საკუთრებაზე პირდაპირი კონტროლის მენეჯმენტისათვის დელეგირება და „კონტროლის კონტროლის“ მექანიზმი, საკორპორაციო¹⁸⁸² და კაპიტალის ბაზრის სამართალში,¹⁸⁸³ სუბსტანციურ ფუნქციურ და ფუნქციონალურ დატვირთვას სძენს.

მცირე დასკვნის სახით შეიძლება ითქვას, რომ სს-ის კონსტრუქციულ ცვლილებათა ანთოლოგია საწარმოთაშორის შექმნა/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, როგორც 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 სინერგიზმის¹⁸⁸⁴ ეფექტზე, ეკონომიკურ მასშტაბებსა¹⁸⁸⁵ და სხვა სარგებელთა მიღების პერსპექტივაზეა დამყარებული. სინერგიზმი, ანუ ეკონომიკური სარგებელი სასურველი ინტეგრაციული კავშირის

¹⁸⁸¹ აქციონერთა უფლებების დაცვა მენეჯმენტის ან/და ლიკვიდატორის მიერ სალიკვიდაციო პროცესის არასწორად წარმართვის შედეგად წარმოშობილ ინტერესთა 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.

¹⁸⁸² 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.

¹⁸⁸³ *Steinberg, Understanding Securities Law*, 5th ed., 2009, P. 141-142.

¹⁸⁸⁴ *Haspeslagh, Jemison, Managing acquisitions: Creating value through corporate renewal*, The Free Press, New York, 1991, P. 22.

¹⁸⁸⁵ *Scherer, Industrial Market Structure and Economic Performance*, 1980, P. 81-104.

შედგება.¹⁸⁸⁶ სინერგეტიკის პრესკრიფცია პრეტრანზაქციულ ეტაპზე სრულდება,¹⁸⁸⁷ ხოლო მისი ემპირიული კვლევა ფაქტობრივი მონაცემთა ბაზისზე - პოსტრანზაქციულ ეტაპზე. პირველ შემთხვევაში, ის განიხილება როგორც სამიზნე საწარმოს შექმნის მოტივატორი და ტრანზაქციის ინტეგრირების პოტენციური სარგებლის მანველებლის ერთიანი სურათის შექმნის მექანიზმს წარმოადგენს. მეორე შემთხვევაში, იმპლემენტირებული ტრანზაქციის შედეგები ანალიზდება.

დაუფლებით განხორციელებული რესტრუქტურისაციის სუბსტანცია შექმნის შედეგების სიმეტრიულია. შესაბამისად, დაუფლების მოტივთა დიაპაზონური კლასიფიკაცია კორპორაციული კომბინაციების ჰიპოტეტური 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 დანახოვების არაეფექტურად გამოყენება, რომელთა რეალური გამომუშავება არსებული მენეჯმენტის ჩანაცვლებით არის შესაძლებელი.¹⁸⁸⁸

სამიზნე საზოგადოების შექმნის 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 შექმნის ოფერტი კეთდება. ოფერტი შინაარსობრივად მხოლოდ მაშინ მოწმდება, თუ ის განსაკუთრებით მაღალ ფასს მოიცავს. მიუხედავად ამისა, შექმნის შედეგები ამ ეტაპზე არ ანალიზდება. დაუფლების შედეგები რანდუმის ცვლილებების სიმეტრიულია და ის უარყოფითისკენ მიისწრაფვის. ასეთ შემთხვევაში დაუფლების პრემიუმღირებულება რანდუმში ცდომილებაა.¹⁸⁸⁹ ეკვაიერის მიერ გაკეთებულ ოფერტის სიმეტრიული შეფასება წარსული შეცდომებისა და არსებული მენეჯმენტის მიერ მანამდე პოტენციურად გასაკეთებელ ოფერტთა შესაძლებლობის ანალიზზეა დამყარებული. განხორციელებული ანალიტიკური კვლევა შექმნის, შესაბამისად, კორპორაციული რესტრუქტურისაციის წარმატებულობის მაგნიტუდას განსაზღვრავს. შექმნითი კომბინაციის დაწყებისა და შესრულების ზემოაღნიშნული ჰიპოტეტურ მსჯელობათა ანთოლოგია დაუფლების ფენომენის ახსნის მცდელობაა და მას „ჰაბრის ჰიპოტეზა“¹⁸⁹⁰ ჰქვია.¹⁸⁹¹ პრემიუმღირებულების ოდენობის განსაზღვრა საწარმოს რეალურად შეფასებაში ცდომილებით ხორციელდება (რანდუმში ცდომილება), ხოლო ეკვაიერი კომპანიის მენეჯმენტის გადაწყვეტილება ე.წ. ჰაბრის.

¹⁸⁸⁶ Horn, Cross-Border Mergers and Acquisitions and the Law, 2001, P. 25.

¹⁸⁸⁷ after-the-fact description.

¹⁸⁸⁸ 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.

¹⁸⁸⁹ შეადარე გუდვილს. იხ. IV 3.4.4.2.2.

¹⁸⁹⁰ იხ. Roll, The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers, 59 Journal of Business, 1986, P. 197 et seq.

¹⁸⁹¹ 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.

დაუფლებითი შექმნის ფენომენის ახსნა რაციონალურია. პოსტრანზაქციული საწარმოების კომბინირება ღირებულებით ნამეტს წარმოშობს. ღირებულების ზრდა ფირმის პერფორმანსის გაუმჯობესების¹⁸⁹² პროპორციულია. ნამეტის არსი მართვის ხარჯების¹⁸⁹³ შემცირების გარდა,¹⁸⁹⁴ სინერგიული მოგების პოტენციალია, რომელიც კომბინირებულ საზოგადოებათა ჯამურ ღირებულებაში მდგომარეობს. გაერთიანებულ საზოგადოებათა განცალკევებულ ღირებულებათა ჯამი ნაკლებია კომბინირებულ საზოგადოებათა ღირებულებაზე. სხვა სიტყვებით, ღირებულების ჩვეულებრივი კომბინირება საერთო მოცემულობას არ ცვლის, ანუ შესაკრებთა ჯამი რაციონალურად ადეკვატურია: ორს მიმატებული ორი უდრის ოთხს.¹⁸⁹⁵ 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.¹⁸⁹⁶

კორპორაციული კომბინაციით ფორმირებული მეწარმე სუბიექტის ეკონომიკური 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,¹⁸⁹⁷ რადგან ე.წ. *residual claim* მთლიანად კაპიტალის მაკონტროლებელი სუბიექტის ხელში არ არის მოქცეული.¹⁸⁹⁸ კომპანიათა გაერთიანება და

¹⁸⁹² Haspeslagh, Jemison, Managing acquisitions: Creating value through corporate renewal, The Free Press, New York, 1991, P. 22.

¹⁸⁹³ ე.წ. *agency cost*.

¹⁸⁹⁴ შეადარე *“cost of capital”*-ს.

¹⁸⁹⁵ Mirvis, Marks, The Human Side of Merger Planning: Assessing and Analyzing "Fit", Human Resource Planning, 1992, P. 69.

¹⁸⁹⁶ 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.

¹⁸⁹⁷ ამასთან, თუ მენეჯმენტის ფუნქციური დატვირთვა სპეციალიზირებული, ხოლო მომსახურება ან პროდუქტი კომპლექსურია, მენეჯმენტის მიმართ შესაკუთრება 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.

¹⁸⁹⁸ Alchian, Demsetz, Production, Information Costs and Economic Organization, 62 Am.Econ.Rev., 1972, P. 783.

შეძენა კაპიტალის მაკონტროლებლისა და მესაკუთრის ერთგვარი გაიგივების გზით წარმოების ღირებულების შემცირებას და, შესაბამისად, ეკონომიკური სარგებლის (სინერგიზმის) რეალიზაციას ემსახურება.¹⁸⁹⁹

აღსანიშნავია, რომ კორპორაციული კომბინაციიდან მიღებულ სარგებელს სინერგიულ ეფექტს¹⁹⁰⁰ უწოდებენ.¹⁹⁰¹ სინერგიული ეფექტი მიჩნეულია პოტენციური სინერგიზმის¹⁹⁰² რეალიზებულ სახედ. თავის მხრივ, სინერგიზმის პოტენცია არის მოსალოდნელი სარგებლის მაქსიმალური თეორიული ღირებულება. შედეგად, სინერგიული ეფექტი რეალიზებული სინერგიზმის პოტენციაა.¹⁹⁰³ სხვა სიტყვებით, კორპორაციული პრეკომბინაციური მოსალოდნელი სარგებლის პიპოტეზური 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 განმარტებების¹⁹⁰⁴ შეჯამებული დეფინიციიდან კი შეიძლება ჩამოყალიბდეს სინერგიზმის ფაბულა: სინერგიზმი, ეს არის კორპორაციის ნაწილობრივი ან სრული შეძენის ან შერწყმის ინტეგრირებიდან კონფიგურირებული ნებისმიერი ნამეტი ღირებულება.

6.2. სინერგიზმის წყაროზე დაფუძნებული ვარიაციული კლასიფიკაცია

შეძენა/შერწყმა პორტფოლიოს ექსპანსიის საფუძველია, რომელიც ეკონომიკური სარგებლის მიღების წინაპირობას წარმოადგენს.¹⁹⁰⁵ ღირებულებითი ნამეტის კონფიგურაციის საფუძველად ორი ფუნდამენტურად განსხვავებული ძირითადი წყაროა მიჩნეული. პირველი, ეს არის ოპერაციული მასშტაბის გაზრდით ინპუტური (აქტივების) ფაქტორების მარგინალური უტილიზირების გაზრდა.¹⁹⁰⁶ ღირებულებითი ნამეტის მეორე წყარო ინდუსტრიულ ზონაში კონკურენტული გარემოს არარსებობაა.¹⁹⁰⁷ არსებობს სინერგიზმის მესამე წყარო, რომელიც

¹⁸⁹⁹ მოცემულობის აღნიშნული პრესკრიფცია ოპერაციული სინერგიზმის ეტალონია.

¹⁹⁰⁰ ე.წ. *Synergy effects*.

¹⁹⁰¹ 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.

¹⁹⁰² ე.წ. *Synergy potential*.

¹⁹⁰³ *Frensch*, The Social Side of Mergers and Acquisitions, 2007, P. 49.

¹⁹⁰⁴ 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.

¹⁹⁰⁵ *Renneboog, Szilagyi*, Corporate Restructuring and Bondholder Wealth, TILEC Discussion Paper, DP 2006-007, 2006, P. 7.

¹⁹⁰⁶ *Moore*, Economies of Scale: Some statistical Evidence, Quarterly Journal of Economics, 1959, P. 232 - 245.

¹⁹⁰⁷ იხ. *Bain*, Industrial Organization, New York, 1959. მითითებულია: *Frensch*, The Social Side of Mergers and Acquisitions, 2007.

ტრანზაქციის ღირებულების ეკონომიკაზე¹⁹⁰⁸ დაფუძნებული. 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.¹⁹⁰⁹

ეკონომიკური სარგებლის წყაროთა დიფერენცირება მის სახეთა ვარიაციას უდევს საფუძვლად. სახეთა დეტერმინაცია ოპერაციულ და ფინანსურ¹⁹¹⁰ კლასად სრულდება.¹⁹¹¹ კლასობრივი დეტერმინაცია სინერგიზმის წარმომშობ წყაროთა შემადგენელ კომპონენტთა ბაზისზე გადის. მისი არსის საერთო გაგებით ის ღირებულებითი ნამეტია. ღირებულებით ნამეტს საწარმოს ეკონომიკური სარგებლის სამგანზომილებიანი ზღვარი გამოხატავს: ჰორიზონტალური, ვერტიკალური და კონგლომერირებული განზომილება. განზომილებათა კატეგორიულ კუთვნილებას წარმოების მასშტაბის, მოქმედების სფეროს და ვერტიკალური ინტეგრაციის ეკონომია წარმოადგენს. სარგებლის მიღება სინერგიზმის კომპონენტთა ეკონომიური სახე, ანუ დანახოვია.¹⁹¹² შესაბამისად, კომპონენტთა კატეგორიული კლასიფიკაცია და ანალიზი სეპარატისტულად უნდა იქნეს განხორციელებული.

პირველი კატეგორია ანუ ოპერაციული სინერგიზმი წარმოების მასშტაბის (მაჩვენებლის), ვერტიკალური ინტეგრაციის და მოქმედების სფეროს ეკონომიას მოიცავს. აღნიშნულ სამ კატეგორიას არაეფექტური მენეჯმენტის როტაცია ემატება და ის ოპერაციული სინერგიზმის ერთ-ერთ ვარიანტს წარმოადგენს.¹⁹¹³ ოპერაციული სინერგიზმი, ფინანსური სინერგიზმისგან განსხვავებით, უკავშირდება სარგებელს, რომელიც ორი კომპანიის რეალური მწარმოებლური მოქმედებების შეცვლიდან (რეკლასიფიცირებიდან) მომდინარეობს, ანუ ოპერაციული მოქმედების ეკონომიურ სკალას ან მოქმედების სფეროს ცვლის. მწარმოებლური აქტივობების შეცვლის შესაძლებლობას კომბინირებულ კომპანიებს შორის შექმნის ტრანზაქცია განამტკიცებს.¹⁹¹⁴

ოპერაციული სინერგიზმისგან 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.¹⁹¹⁵ შესაბამისად, ფინანსური

¹⁹⁰⁸ Transaction Cost Economics. იხ. *Frensch, The Social Side of Mergers and Acquisitions*, 2007, P. 40.

ეს სათავეს იღებს *ოლივერ უილიამსონის* იხ. *Williamson, Markets and Hierarchies: Analysis and Anti-trust Implications*, New York, 1975.

¹⁹⁰⁹ *Frensch, The Social Side of Mergers and Acquisitions*, 2007, P. 37.

¹⁹¹⁰ 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.

¹⁹¹¹ შეად. *Sankaran, Vishwanath, Diversification via Acquisition*, 2008, P. 7.

¹⁹¹² *Sankaran, Vishwanath, Diversification via Acquisition*, 2008, P. 7.

¹⁹¹³ *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 387.

¹⁹¹⁴ *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 387.

¹⁹¹⁵ იხ. V 3.1.

სინერგიზმის გენერირების ძირითად წყაროს ინტერაქტივობები წარმოადგენს, რომელიც კომპანიის შიდა რესურსების დივერსიფიცირებული მართვიდან წარმოიშობა. მართვის მიდგომა კი კორპორაციული სტრატეგიის განსაზღვრება.¹⁹¹⁶

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-შილერისეული დეფინიცია ქმნის.¹⁹¹⁷ განმარტება დივერსიფიცირების შემადგენლობას შიდა და გარე დივერსიფიცირებად ყოფს. შიდა დივერსიფიცირება კორპორაციის დონეზეა შესრულებადი და ის გამოიხატება ახალი პროდუქტის გამოშვებასა და კომპანიის მიერ გასაწევი მომსახურების გაუმჯობესებაში.¹⁹¹⁸ ნათელია, რომ „შიდა“ დივერსიფიცირება კონტექსტურ თანხვედრაშია ფინანსურ სინერგიზმთან. რაც შეეხება დივერსიფიცირების მეორე მექანიზმს, ის გარე სამართლებრივ ურთიერთობაში გამოიხატება, რომელიც ბაზარზე ოპერირებადი სხვა კომპანიის შექმნაში ან მასთან სხვაგვარ კორპორაციულ კომბინაციაში შესვლით მიიღწევა. დივერსიფიცირების „გარე“ მექანიზმი ოპერაციულ სინერგიზმთან ფუნქციონალურ თანხვედრაში მოდის და უტოლდება ექსტერნალურ ზრდას.¹⁹¹⁹ შედეგად, შექმნა/შერწყმის საფუძველზე კორპორაციის რესტრუქტურისაცია 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 ინტეგრაცია¹⁹²⁰ და ფინანსური

¹⁹¹⁶ შეად. Sankaran, Vishwanath, Diversification via Acquisition, 2008, P. 16.

¹⁹¹⁷ Ravenscraft, Scheler, Mergers, Sell-offs, & Economic Efficiency, 1987, P. 33.

¹⁹¹⁸ 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.

¹⁹¹⁹ 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.

¹⁹²⁰ 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

სტრატეგიიდან გამომდინარე ეკონომია (*Economies due to financial strategy*).¹⁹²¹ აღნიშნული ხუთი მოდელი სინერგიზმის ორ სახეში შეიძლება გაერთიანდეს: ოპერაციულ და ფინანსურ სინერგიზმად.¹⁹²²

6.2.1. ოპერაციული სინერგიზმი და მისი ორი ძირითადი სახე: მასშტაბის ეკონომია და მოქმედების სფეროს ეკონომია

6.2.1.1. მასშტაბის ეკონომია (*Economies of Scale*)

ოპერაციული ეკონომიკური სარგებელი ეკონომიკური სინერგიზმის წყაროა. ეკონომიკური სინერგიზმი, თავის მხრივ, ორ ქვესახეობად იყოფა: ინტერნალურ და ექსტერნალურ ეკონომიკურ სინერგიზმად. ასეთი სინერგიზმის 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 ცალკობით საქონელთან მიმართებით უფრო დაბალ ფასად აწარმოოს ვიდრე მონათესავე მცირე მწარმოებლებმა.¹⁹²³

მასშტაბის ეკონომია¹⁹²⁴ სამ ძირითად განზომილებაში პოულობს გამოხატულებას.¹⁹²⁵ ასეთ ბაზარზე პროდუქციის რეალიზაციიდან მიღებული ნამეტი კომბინირებულ კომპანიათა სინერგიზმია. მასშტაბში ეკონომია სინერგიზმის ეკონომიკური საზღვრების შემადგენლობიდან

რელატიური (მონათესავე) პროდუქტის წარმოებაში მდგომარეობს (კონკურენცია). ლოგიკურად, სინერგიზმის აღნიშნული ორი მოდელის დეტალური ანალიზი არ არის შესრულებული.

¹⁹²¹ 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.

¹⁹²² ეკონომიკურ და იურიდიულ ლიტერატურაში სინერგიზმის ტიპთა, სუბტიპთა, მოდელთა და წყაროთა მრავალსახოვანი მეცნიერული გამოვლინება არსებობს, რომელიც საკმაოდ კარგად აქვს შეჯამებული *ფლორიან ფრენშ*. იხ. *Frensch, The Social Side of Mergers and Acquisitions*, 2007, P. 33-35.

¹⁹²³ შეად. *Frensch, The Social Side of Mergers and Acquisitions*, 2007, P. 37.

¹⁹²⁴ *Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials*, 2000, P. 53-54.

¹⁹²⁵ პირველი, ეს არის სპეციფიკური პროდუქტის 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*, 2nd ed., 1980, P. 81-104. ფასიანი ქაღალდების შინაარსობრივი დატვირთვიდან გამომდინარე ეკონომიკურ მიმოქცევაში არსებული საქონლის გამარტივებული ბრუნვის ბერკეტებს აერთიანებს. შესაბამისად, პროდუქციაზე განხილული სინერგიზმი პირდაპირპროპორციულად აისახება საქონლის ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევაზე, ანუ ის ნამდვილია კაპიტალის ბაზრის მიმართაც.

ერთ-ერთი კომპონენტია. ეკონომიკური საზღვრები, ეკონომისტთა ხედვით, „უხილავი ხელით“ მართული პროცესით დგინდება და ფუნქციონირებს „თავისთავად“.¹⁹²⁶ უხილავი ხელის წარმოშობა საერთო საკუთრებას უკავშირდება, რომელიც სტრუქტურულ სახეს მეწარმე სუბიექტის ფორმით ღებულობს, სადაც ურთიერთობის მოწესრიგება საბაზრო „დაუწერელ“ თვითრეგულაციებზეა დამყარებული. უხილავი ხელის კონსტრუქცია განცალკევებულ ბიზნესთა შორის სიმბოლტიკურ 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.¹⁹²⁷ სხვა სიტყვებით, კორპორაციული კომბინაციის საშუალებით მეწარმე სუბიექტთა სიდიდის ექსპანსიიდან გენერირდება სინერგიზმი.¹⁹²⁸

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*).¹⁹²⁹ 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 იქნდა, სახეზეა ინვესტირებული წყაროს მასშტაბში ფიქსირებული

¹⁹²⁶ Coase, *The Nature of the Firm, Economica*, New Series, Vol. 4, No. 16. 1937, P. 387. შეად. Jensen, Meckling, *The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, 3 J. Fin. Econ., 1976, P. 312-314.

¹⁹²⁷ Chandler, *The Visible Hand in: The Economic Nature of the Firm*, edit. Luois Putterman, Randy Kroszner, Cambridge University Press, 1986, P. 92-99.

¹⁹²⁸ Gilson, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1986, P. 400-401.

¹⁹²⁹ Sankaran, Vishwanath, *Diversification via Acquisition*, 2008, P. 9.

ეკონომიის პოტენციური რეალიზაციის შესაძლებლობა.¹⁹³⁰ ინპუტური აქტივობის მთავარი არგუმენტაცია არის ის, რომ შესაძენი ობიექტის დიდი რაოდენობის შექმნა შესყიდულ ცალკობით ობიექტზე ღირებულების შემცირების საფუძველია. ღირებულების შემცირება გენერირდება შექმნილი საქონლის მოვლის, დასაწყობებისა და შექმნის ადმინისტრირების ადმინისტრაციული ხარჯების შემცირებიდან. ნებისმიერი ასეთი დანახოვი 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.¹⁹³¹

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 გადასახიდი საქონლის კვალიტატური სიჭარბე ერთეული საქონლის ღირებულებას ამცირების, შესაბამისად, კეთდება დანახოვი. 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.¹⁹³² მასშტაბის ეკონომია სინერგიზმს პორიზონტალურ განზომილებაში წარმოშობს.

6.2.1.2. მოქმედების სფეროს ეკონომია (*Economies of Scope*)

ეკონომიკური სარგებლის სხვა გამოვლინება, რომელიც კომბინირებულ კორპორაციაში დანახოვის გაკეთებით მიიღწევა, სფეროში ეკონომიაა. სინერგიზმი, რომელიც მოქმედების სფეროში ეკონომიიდან მომდინარეობს, კონგლომერირებული განზომილების პირმშოა. 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,

¹⁹³⁰ "... there is potential for realization of economies of scale in sourcing". იხ. Sankaran, Vishwanath, Diversification via Acquisition, 2008, P. 11.

¹⁹³¹ Sankaran, Vishwanath, Diversification via Acquisition, 2008, P. 11.

¹⁹³² Sankaran, Vishwanath, Diversification via Acquisition, 2008, P. 11.

შერწყმაა,¹⁹³³ რომელიც კომპლემენტარულ რესურსებს აერთიანებს. რესურსთა კომპლემენტარული აკუმულირება განსაკუთრებული თვისებრიობის შემცველი პროდუქტისა და მისი საბაზრო გაყიდვების მარკეტინგული ორგანიზების კომბინირებას ნიშნავს.¹⁹³⁴

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.¹⁹³⁵ მოქმედების სფეროს ეკონომიის კონცეფტი, მასშტაბის ეკონომიისგან განსხვავებით, მსგავსი პროდუქციის წარმოების გაზრდით დანაზოგის გაკეთებაში კი არა, არამედ განსხვავებული სახის პროდუქტთა გაერთიანებით მოხიდულ დანაზოგებშია. ეკონომიკური სფეროს ნოტაცია არის ის, რომ მიუხედავად კონკრეტულად წარმოებული პროდუქტის დიფერენცირებულობისა, წარმოების პროცესში, შესაძლებელია, მასშტაბის ეკონომიის მსგავსი იყოს,¹⁹³⁶ რამდენადაც ისინი, ორივე, მრავალფეროვანი საქონლის წარმოების ღირებულების შემცირებას ემსახურებიან.¹⁹³⁷ ეს არის დასმული კითხვის ტექნოლოგიური და არა ტრანზაქციული პასუხი.

თანამედროვე საწარმოთა მოქმედების სფერო ინდუსტრიული ორგანიზაციულობის არსის გაგებაზე გადის. ჯერ კიდევ *კოუსი* აღნიშნავდა, რომ ინდუსტრიული ორგანიზაციულობის თეორიის მოქმედების ფარგლებს სცდება 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.¹⁹³⁸

რაც შეეხება კითხვის ტრანზაქციულ პასუხს. მოქმედების სფეროს ეკონომიის არსი ეკონომიის გაკეთების სხივს ცოდნის ბაზისზე ქმნის.¹⁹³⁹ მოქმედების სფეროს ეკონომია არსებობს მაშინ, როდესაც ნებისმიერი აუთოპუტისთვის¹⁹⁴⁰ ერთობლივი წარმოების¹⁹⁴¹ ღირებულება ნაკლებია,

¹⁹³³ Carney, Mergers and Acquisitions, Cases and Materials, 2000, P. 54.

¹⁹³⁴ Romano, Foundations of Corporate Law, 1993, P. 249.

¹⁹³⁵ 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.

¹⁹³⁶ შეად. Sankaran, Vishwanath, Diversification via Acquisition, 2008, P. 12.

¹⁹³⁷ Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, 1986, P. 421.

¹⁹³⁸ Teece, Economies of Scope and The Scope of the Enterprise, 1 J.Econ.Behav.& Org., 1980, P. 223.

¹⁹³⁹ Sankaran, Vishwanath, Diversification via Acquisition, 2008, P. 12.

¹⁹⁴⁰ აუთოპუტი დისტრიბუციასა და მარკეტინგში ცოდნის გადაცემაში გამოიხატება. მაგალითად, როდესაც კომბინაციის შედეგად ჩამოყალიბებული რომელიმე

ვიდრე თითოეული აუთპუტის განცალკევებული წარმოების ღირებულებაა. ზოგადად, მოქმედების სფეროს ეკონომია გასანაწილებელი ინპუტიდან¹⁹⁴² წარმოიშობა. შესაბამისად, მაგალითად, საერთო ინპუტზე (ანუ აქტივზე) წვდომა და მოქმედების სფეროს ეკონომია საბაზრო ტრანზაქციების საშუალებით მიიღწევა, როდესაც ფირმები მხოლოდ ერთი პროდუქტის წარმოებას აგრძელებენ, მაგრამ მოქმედების სფეროდან მიღებულ დანახოვს ანაწილებენ საერთო შენატანების (ინპუტის) ხელშეკრულებით ან საერთო შენატანზე საკუთრების შექმნით.¹⁹⁴³

6.2.13 ოპერაციული სინერგიზმის შემაჯამებელი ხედვა

მასშტაბისა და მოქმედების სფეროს ეკონომიის საერთო პოსტულატი ერთი პროდუქტის (მასშტაბის ეკონომია) ან განსხვავებული პროდუქტის (მოქმედების სფეროს ეკონომია) წარმოებისას ინპუტის (შენატანის, აქტივის) გაზრდილი უტილიზირებით ღირებულების შემცირების პოტენციალია.¹⁹⁴⁴ პირველი მათგანი შიდა ეკონომიკური (ინპუტ-აუთპუტის ინტერაქციის) სინერგიზმიდან, ხოლო მეორე მათგანი ბაზრის სინერგიული ეფექტიდან მომდინარეობს.

მასშტაბის ეკონომია, როგორც უკვე აღინიშნა, შინაგან ეკონომიკურ სინერგიზმში მოიაზრება. განხილული საკითხი შეიძლება შეჯამდეს

საზოგადოება სარგებელს ხედავს თავის სასიკეთოდ გამოიყენოს მეორე საწარმოს საღისტრიბუციო პრაქტიკა და გააკეთოს დანახოვი, სახეზეა სინერგიზმი. პრაქტიკულად ის შეიძლება გამოიხატოს საბაზრო კავშირების გადანაწილებაში ან ბაზრის გეოგრაფიული ზონების დაყოფა-განაწილებაში. იხ. *Sankaran, Vishwanath, Diversification via Acquisition, 2008, P. 12.*

¹⁹⁴¹ პროცესუალური წარმოების არსი წარმოებისა და ტექნოლოგიის შესახებ ინფორმაციის გადაცემაში მდგომარეობს (*process operations*). მაგალითად, თუ შერწყმის შედეგად, მიერთებული კორპორაცია მეორე კორპორაციას გადასცემს წარმოების ნოუ-ჰაუსს, 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.*

¹⁹⁴² 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 შექმნის სისტემის ადაპტირებული მონაწილეა (ანუ გაადვილებულია ინპუტის შექმნა), მაშინ სახეზეა ძირითადი ცოდნის ტრანსფერი. ეს შეიძლება გამოიხატოს ნედლეულის მომწოდებლებთან მოლაპარაკებების გამარტივებასა ან ნებისმიერი სხვა სახის აქტივობაში, რომელიც ინპუტის შექმნის ფუნქციის ეფექტურობის ამაღლებას უკავშირდება. სახეზეა სინერგია. იხ. *Sankaran, Vishwanath, Diversification via Acquisition, 2008, P. 12.*

¹⁹⁴³ *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 შექმნის 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.*

¹⁹⁴⁴ *Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, 1986, P. 424.*

შემდეგნაირად: შიდა ეკონომიკური სინერგიზმი დაფუძნებულია წარმოების ფაქტორინგთა მარგინალურ უტილიზირებაზე, რომელიც მიიღწევა წარმოების სკალის გაზრდით. ეს ნიშნავს, რომ მოქმედების მასშტაბი ერთეული აქტივიდან (ინპუტიდან) წარმოებული შედეგიანობით (აუტოპუტი) 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.¹⁹⁴⁵ ზოგიერთი სპეციფიკური აქტივისთვის, როგორც წესი, გაგრძელების შეზღუდული მასშტაბია, რომელიც ჩვეულებრივზე გაცილებით მეტი შეიძლება გახდეს. მაგალითად, გაყიდვების სიმძლავრის გაზრდა, მიუხედავად გაყიდვების მოცულობისა, სპეციფიკური გეოგრაფიული არეალის დაფარვას საჭიროებს. გაყიდვების მოცულობის გაზრდა, 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 თვალსაჩინოს 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 ფაზა. მასშტაბის ეკონომია არის ეკონომიკური უპირატესობა, რომელიც შეიძლება მომდინარეობდეს ფუნქციონირების მასშტაბის გაზრდიდან¹⁹⁴⁶ ან წარმოების სიმძლავრის (მოცულობის) მომატებიდან, რომელიც, იმავდროულად, გამოსავლიანობაზე (აუტოპუტზე) 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.¹⁹⁴⁷

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 შექენაზე მოლაპარაკება გაცილებით დაბალ ფასში აწარმოოს.

¹⁹⁴⁵ იხ. Bühner, Der Jahresabschlussfolgerfolg von Unternehmenszusammenschlüssen, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 1990d, P. 1276. მითითებულია: Frensch, The Social Side of Mergers and Acquisitions, 2007.

¹⁹⁴⁶ იქნება ეს ინტერნალური თუ ექსტერნალური ზრდა.

¹⁹⁴⁷ Frensch, The Social Side of Mergers and Acquisitions, 2007, P. 38.

დაბალ ფასში შექენის 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 სინერგიზმს¹⁹⁴⁸ უწოდებენ.

ოპერაციული სინერგიზმის ზემოაღნიშნული ორი გამოვლინება დადებითად აისახება კომპანიის ფინანსება და ღირებულებაზე. სამომავლოდ, კომბინაციაში მონაწილე საზოგადოებას წილობრივი და სასესხო კაპიტალის შექენა-შემოერთებისას შესაძლებლობა აქვს მოლაპარაკება დაბალი ფასით აწარმოოს, რადგან მასშტაბის ეკონომია გადახდისუნარობის რისკს საგრძნობლად ამცირებს. მასშტაბის ეკონომიისგან განსხვავებით, მოქმედების სფეროს ეკონომია დივერსიფიკაციის გზით საწარმოს რისკებს ამცირებს და, შესაბამისად, მცირდება კაპიტალის ღირებულება.¹⁹⁴⁹ ეს უკანასკნელი ამხსნელი ფაქტორია იმისა, თუ რატომ შედის დივერსიფიცირება,¹⁹⁵⁰ 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 დონეზე აკუმულირებული თანხების დივერსიფიცირებით მიიღწევა. ის მოიცავს გაკოტრების რისკის შემცირებას, საგადასახადო საფარველის ეფექტურ გამოყენებას ან შიდა დაფინანსების გაზრდით კაპიტალის ღირებულების შემცირებას.¹⁹⁵¹

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 შექენის წახალისებით, სადაც საგადასახადო რეგულაციებს ლიბერალური ხასიათი ექნებათ.¹⁹⁵² 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

¹⁹⁴⁸ *Collusive Synergy*.

¹⁹⁴⁹ *Frensch, The Social Side of Mergers and Acquisitions, 2007, P. 39.*

¹⁹⁵⁰ იხ. *Frensch, The Social Side of Mergers and Acquisitions, 2007, P. 47.*

¹⁹⁵¹ *Romano, Foundations of Corporate Law, 1993, P. 249.*

¹⁹⁵² *Frensch, The Social Side of Mergers and Acquisitions, 2007, P. 48.*

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 კონგლომერირებული სამეწარმეო საქმიანობის შემთხვევაში, ფირმის სპეციფიკურ რისკებს ამცირებს.¹⁹⁵³ 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.¹⁹⁵⁴ კომპანიათა გაერთიანება და შექმნა 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.¹⁹⁵⁵

¹⁹⁵³ *Frensch*, *The Social Side of Mergers and Acquisitions*, 2007, P. 47-48.

¹⁹⁵⁴ *Sankaran, Vishwanath*, *Diversification via Acquisition*, 2008, P. 17.

¹⁹⁵⁵ საწარმოსთვის დივერსიფიცირებით კაპიტალის მარტივი წვდომა აქტივთან, ანუ ინპუტთან ასოცირდება. იხ. *Sankaran, Vishwanath*, *Diversification via Acquisition*, 2008, P. 17.

VI. დასკვნა

სააქციო საზოგადოების რესტრუქტურის ტრანზაქციული კომბინაციების ბაზისზე სტრატეგიული ეკონომიკურ-სამართლებრივი გარემო-პირობებში შეუძლებელია. „პრაქტიკას“ „თეორიის“ „მიწოდება“ სჭირდება. შექმნა/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.

შექმნა/შერწყმის სტრატეგიით 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. შექმნა/შერწყმის პროცესუალური ქმედება 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 პერსპექტიულ ხედვაში მდგომარეობს. სინერგიზმის მიღება შექმნის, 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 შექმნა/შერწყმის სტრატეგიითა განხორციელების პროცესუალური საკითხებია განთავსებული.

კორპორაციის სტრუქტურული ფენომენოლოგია მისი კომპლექსური კონსტრუქციის მქონე მრავალწახნაგიან ელემენტთა კორპორაციულსამართლებრივი და ეკონომიკურ-მარკეტინგულ ურთიერთკავშირთა სამეწარმეო ურთიერთობად შერაცხვაში მდგომარეობს. ურთიერთქმედებათა გააქტიურებას ორგანიზაციული გარდაქმნის პრაქტიცირება უდევს საფუძველად. შექმნის/შერწყმის პოსტტრანზაქციული შედეგია კორპორაციის ფინანსური და აქციონერთა/ხელმძღვანელთა უფლებრივი რესტრუქტურისება. 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, შექენა/შერწყმისთვის უცხო კაპიტალის მოზიდვა) - კაპიტალის სტრუქტურა. არის შემთხვევა (მაგალითად, *LBO*), როდესაც სს-ის ტიპოლოგიური თუ ორგანიზაციული რეკონსტრუქცია ხორციელდება.

შექენითი 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 შესრულდება, ხოლო მისი ემპირიული კვლევა ფაქტობრივი მონაცემთა ბაზისზე. პირველ შემთხვევაში, ის განიხილება როგორც სამიზნე საწარმოს შექენის მოტივატორი და ტრანზაქციის ინტეგრირების პოტენციური სარგებლის მაჩვენებლის ერთიანი სურათის შექმნის მექანიზმი. მეორე შემთხვევაში, იმპლემენტირებული ტრანზაქციის ინტეგრირებული შედეგები ჰიპოტეტურად გაანალიზდა.

სააქციო საზოგადოების სუბსტანცია ორგანიზაციული მართვისა და ორგანული ნიშნების ეკონომიკურ-სამართლებრივი და დოკუმტური ასპექტების პრაქტიკული კომბინაციით ყალიბდება. კორპორაციის ფინანსური და ოპერაციული რესტრუქტურის 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.¹⁹⁵⁶

პერსპექტივაში, სამოსამართლო მართლმსაჯულების ხელშეწყობის გარდა, კვლევა ცხადყოფს, რომ მისი შედეგი პრაქტიკული საქმიანობის დაწყებისას სწორი ათვლის წერტილის მოძიების კომპასია. სწორი კაუტელარული პრაქტიკის გენეზისი და განვითარება პრაქტიკოს-

¹⁹⁵⁶ სამოსამართლო პრაქტიკის არარსებობის პირობებში, კორპორაციულ კომბინაციათა კაუტელარული პრაქტიკა 21-ე საუკუნის საქართველოშიც დამკვიდრდა. სამწუხაროდ, ქართული კორპორაციული მენტალიტეტისა და კულტურის არქონამ შეუძლებელი გახადა შექენა/შერწყმის პრაქტიკულად განხორციელებული მონაცემების, თუნდაც სამეცნიერო მიზნებისთვის, წვდომა. ამიტომ, სასურველია, კორპორაციული კულტურის ამაღლება კორპორაციული მართვის კოდექსითა და კაპიტალის ბაზრის მოთხოვნებით განხორციელდეს.

იურისტთა „სამუშაო იარაღის“¹⁹⁵⁷ „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 ბერკეტია. 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 გარემოებათა 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 შექმნა/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 (შემადგენლობის) ორგანულ ელემენტებად, რომელთა საკანონმდებლო კორელაცია იურიდიული მეცნიერებაში, ძალიან მარტივად, პრინციპად აღიქმება.

იდეის შემადგენლობის მაფორმირებელი დამატებითი სტრატეგიული ელემენტი წილის აქციათა საშუალებით ეკონომიკური ბრუნვის სამართლებრივი რეჟიმი, მართვის იმპერატიული ცენტრალიზება ანუ საკუთრებისა და კონტროლის ინტრინსიკული გამიჯვნა და კორპორაციული კულტურის¹⁹⁵⁸ არსია.¹⁹⁵⁹

პრაქტიკის სწორ პრინციპზე აგება კაუტელარიზმისა და სამოსამართლო სამართლის დისკრეციულ განზომილებას შემოსაზღვრავს, რომლის „შიდა 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

¹⁹⁵⁷ ე.ი. ნორმატიული მასალის.

¹⁹⁵⁸ იგულისხმება არასაკრედიტო პორტფოლიოს ფინანსურ დოკუმენტთა (და არა კომერციულ საიდუმლოებათა) გახსნილობა, საჯარო ხელმისაწვდომობა და ტრანზაქციათა გამჭვირვალედ განხორციელება.

¹⁹⁵⁹ შემადგენლობაში შედის იურიდიული პირის სტატუსი, პასუხისმგებლობის შეზღუდვა და კაპიტალის წილებად (აქციებად) დაყოფა, რაც უკვე გათვალისწინებულია. შედეგად, მათზე აპელირება არ მოხდა.

მმართველობითი ხარჯების შემცირებას¹⁹⁶⁰ და ინვესტირებული კაპიტალიდან ამონაგების მაქსიმირებას.

დაბოლოს, მეწარმეთა შესახებ კანონის *de lege ferenda* ვარიანტი აუცილებლად უნდა მიჯნავდეს ერთმანეთისგან შექმნის 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. შექმნა/შერწყმით სააქციო საზოგადოების რესტრუქტურის შედეგი, შესაძლოა, ორივე მიმართულებას დაემთხვეს. ნებისმიერ შემთხვევაში, ის ეპოქისთვის საინტერესო ჩანაწერს შექმნის.

¹⁹⁶⁰ Goshen, Ovsy, The Essential Role of Securities Regulation, Duke L. J., No. 4, Vol. 55, 2006, P. 751.

ბიბლიოგრაფია

ქართულ ენაზე:

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 განუსორციელებლობის 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 დირექტორთან, თანამედროვე საკორპორაციო სამართლის თეორიული და პრაქტიკული საკითხები, თბილისი, 2009.

მახრობლიშვილი, გიორგი, აქციონერებსა და დაინტერესებულ პირებს შორის არსებული განსხვავებები“, ყოველკვარტალური ბიულეტენი „კორპორაციული მართვა“, (IFC), №17, თბილისი, 2010.

მახრობლიშვილი, გიორგი, მეწარმე სუბიექტთა დოგმატურ-თეორიული გამოჯვანა კაპიტალურ საზოგადოებათა საწყისებზე, „სამართლის ჟურნალი“, №2, თბილისი, 2011.

მახრობლიშვილი, გიორგი, საკორპორაციო-სამართლებრივ კომბინაციათა თავისებურებანი საწარმოთა შერწყმის პროცესში, წიგნში: საკორპორაციო სამართლის კრებული, (რედ. ი. ბურდული), 2011.

„მეწარმეთა შესახებ“ კანონის თაობაზე მოსამართლეთა სამუშაო შესვედრის შედეგად მიღებული რეკომენდაციები და მასალები, საქართველოს უზენაესი სასამართლო, IFC, თბილისი, 2009.

სვანაძე, სანაძე, ხიზანიშვილი, მძინარიშვილი, ლორთქიფანიძე, ახობაძე, გოგიშვილი, საბირჟო საქმე და ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, თბილისი, 1998.

ხარაიშვილი, ეთერ/ჩაველიშვილი, მარინა, ფირმის ფინანსური ეკონომიკა, თბილისი, 2009.

ხუბუა, გიორგი, სამართლის თეორია, თბილისი, 2004.

ქირია, 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 ნაწილში, 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.

ჯულელი, 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, 3rd 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, 4th 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, 5th edition, Volume 1, New York, 1997.

Arthur Fleischer, Alexander R. Sussman, Takeover Defense, 5th 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 Jahresabschlussfolg 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, 4th 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, 5th 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 Halibozek, 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, 3rd edition, CCH, Chicago, 1998 (2007).

F. Hodge O'Neal, Robert B. Thomson, Close Corporations and LLCs: Law and Practice, Revised 3rd edition, Thomson Reuters/West, USA, 2012.

F. Hodge O'Neal, Robert B. Thomson, O'Neals Close Corporations, Law and Practice, 3rd edition, Thomson/West, Volume 1, Chicago, 1998.

F. Hodge O'Neal, Robert B. Thomson, O'Neals Close Corporations, Law and Practice, 3rd 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, 2nd 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, 3rd 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, 5th 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, 3rd 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, 3rd edition, Volume 1, Thomson Reuters, USA, 2010.

James D. Cox, Thomas Lee Hazen, The Law of Corporations, 3rd edition, Volume 2, Thomson Reuters, USA, 2010.

James D. Cox, Thomas Lee Hazen, The Law of Corporations, 3rd edition, Volume 3, Thomson Reuters, USA, 2010.

James D. Cox, Thomas Lee Hazen, The Law of Corporations, 3rd edition, Volume 4, Thomson Reuters, USA, 2010.

James Hamilton, Peter Rasmussen, Guide To Internal Controls Under Section 404 of the Sarbanes-Oxley Act, 2nd 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, 2nd 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, 2nd 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, 3rd 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, 6th 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, luka/Hansmann, Henry/Hertig Gerard/Hopt, Klaus/Kanda, Hideki/Rock, Edward, The Anatomy of Corporate Law, A Comparative and Functional 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, 5th 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, 5th 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, 26th 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, 2nd 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 Douglas, Understanding Corporate Law, 3rd 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, 4th edition, Brown and Company, Boston, 1992.

Robert Bradgate, Commercial Law, 3rd 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, 3rd edition, West Publishing, St. Paul, 2000.

Robert W. Hamilton, Richard D. Freer, The Law of Corporations, 6th 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, 2nd 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, 2nd 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, 2011.

Stephen A. Radin, The Business Judgment Rule: Fiduciary Duties of Corporate Directors, 6th edition, volume 1, Aspen Publishers, Boston/Chicago, 2009.

Stephen A. Radin, The Business Judgment Rule: Fiduciary Duties of Corporate Directors, 6th edition, volume 2, Aspen Publishers, Boston/Chicago, 2009.

Stephen A. Radin, The Business Judgment Rule: Fiduciary Duties of Corporate Directors, 6th 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, 2nd edition, Thomson Reuters, USA, 2011.

Thomas Lee Hazen, The Law of Securities Regulation, 6th 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, 2th edition, The Foundation Press, New York, 1979.

William A. Klein, John C. Coffee, Business Organization and Finance, Legal And Economic Principles, 10th edition, Foundation Press, New York, 2007.

William A. Klein, John C. Coffee, Business Organization and Finance, Legal And Economic Principles, 11th 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.

World law Group Member Firms, International Business Acquisitions, Major Legal Issues and Due Diligence, (editors *Michael Whalley, Franz-Jong Semler*), 2th edition, 2000.

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 Funcnional 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 Paradoxes 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, Szilagy, 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 Originalism, 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, Undersrtanding 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, Atnitrust 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. Sjostrom, 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.

Edelmand v. Fruehauf Corp., 798 F.2d 882 (6th 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 (9th 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 (8th 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:

www.gse.ge

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://ssrn.com/abstract=991248>

ნაშრომი შესრულებულია ჩემს მიერ, არ გამოიყენებია ლიტერატურა სათანადო მითითების გარეშე და ვაცნობიერებ სიყალბის გამოვლენის შემთხვევაში ჩემი შედეგის ბათილად ცნობისა და შესაბამისი პროგრამიდან აღდგენის უფლების გარეშე გარიცხვის რეალობას.

გიორგი მახარობლიშვილი
