

ინსტიტუციური ინვესტორების აქციონერული აქტივიზმის ადგილი კორპორაციული მართვის ქართულ სისტემაში და მისი გავლენა საერთაშორისო შერწყმის გარიგებებზე

ინსტიტუციური ინვესტორები საერთაშორისო შერწყმისა და შთანთქმის გარიგებების განხორციელების პროცესში განსაკუთრებულ როლსა და ფუნქციას ასრულებენ. ინსტიტუციური ინვესტორების როლის ზრდა აქციონერული აქტივიზმის, როგორც კორპორაციული მართვის გაუმჯობესების ქმედითი მექანიზმის, წარმოშობამ განაპირობა. აქტივისტი აქციონერის ტიპების, მათი აქტივიზმის ბუნებისა და ფორმების განხილვის გზით სტატიაში არის მცდელობა, განისაზღვროს ქართულ კომპანიებში აქციონერული აქტივიზმის პრაქტიკის დანერგვის შესაძლებლობა და ნათელი გახდეს ინსტიტუციურ აქციონერულ აქტივიზმსა და მინორიტარი აქციონერების უფლებათა ეფექტიან დაცვას შორის არსებული ურთიერთდამოკიდებულება. სტატიაში გამოკვეთილია ის საფუძვლები, რომლებიც ქმნიან სათანადო წინაპირობებს აქციონერული აქტივიზმის განვითარებისათვის, იმისთვის, რომ იგი რეალურად იქცეს ინსტიტუციური აქციონერული აქტივიზმის კორპორაციული მართვის ქართული სისტემის შემადგენელ ნაწილად.

ინსტიტუციური ინვესტორების, განსაკუთრებით უცხოელი ინსტიტუციური ინვესტორების, როლი აქტიური ფასილიტატორული ფუნქციის შესრულებით გამოიხატება, რაც, თავის მხრივ, კორპორაციული მართვის კონვერგენციას მიღწევადს ხდის. ალტერნატიული საინვესტიციო ფონდები, არბიტრაჟული გარიგებებისა და აქციათა წილების შეფასებასთან დაკავშირებული აქტივიზმის მეშვეობით, რომლებიც უკვე იქცნენ მათი საინვესტიციო სტრატეგიის განუყოფელ ნაწილებად, ხელს უწყობენ გარიგების ფასის ზრდასა და მინორიტარი აქციონერების კუთვნილი წილების სამართლიან შეფასებას. ინსტიტუციური აქციონერული აქტივიზმი, როგორც განხორციელებულმა კვლევამ აჩვენა, ხელს უწყობს მინორიტარი აქციონერების უფლებათა გაფართოებასა და მათ უფრო ეფექტიან გამოყენებას.

საკვანძო სიტყვები: აქციონერული აქტივიზმი, კორპორაციული მართვის კონვერგენცია, უცხოელი ინსტიტუციური ინვესტორები, საერთაშორისო შერწყმა და შთანთქმა, ჰიჯ-ფონდები, შერწყმის არბიტრაჟი, შეფასებითი აქტივიზმი.

1. შესავალი

საერთაშორისო შერწყმა კორპორაციული სამყაროსთვის დამახასიათებელ გარიგებათა რიცხვში შედის, რომელიც გლობალურ ბაზარზე ლიდერის პოზიციის მოპოვებისა და განმტკიცებისათვის გამოიყენება. მულტინაციონალური კორპორაციები ხშირად მიმართავენ საერთა-

* თსუ-ის იურიდიული ფაკულტეტის დოქტორანტი.

შორისო შერწყმის გარიგებას, როგორც ზრდის, გაფართოებისა და ახალი ბაზრების ათვისების ინსტრუმენტს. საერთაშორისო შერწყმის პროცესში მნიშვნელოვანი ადგილი უკავიათ ინსტიტუციურ ინვესტორებს, რომლებსაც შეუძლიათ მსგავსი ტიპის გარიგებებზე მნიშვნელოვანი გავლენის მოხდენა. ინსტიტუციური ინვესტორების როლის ზრდას აქციონერული აქტივიზმის წარმოშობამ შეუწყო ხელი. აქციონერული აქტივიზმი თანამედროვე კორპორაციული მართვის სწრაფად მზარდი ამერიკული ტენდენციაა, რომელმაც კორპორაციული მართვის გაუმჯობესების საპასუხისმგებლო მისია საკუთარ თავზე აიღო და მთელ მსოფლიოში, მასთან, კონტინენტური ევროპის ქვეყნებშიც ფართოდ გავრცელდა.

წინამდებარე სტატიის მიზანია კორპორაციული მართვის ერთიან სისტემაში ინსტიტუციური ინვესტორების აქციონერული აქტივიზმის ადგილის გამოკვეთა და საერთაშორისო შერწყმის გარიგებებზე მისი გავლენის განსაზღვრა. აქციონერულ აქტივიზმთან დაკავშირებული საკითხების შესწავლის გზით სტატია ცდილობს, განსაზღვროს ქართულ კომპანიებში აქციონერული აქტივიზმის პრაქტიკის დანერგვის შესაძლებლობა, რისთვისაც კვლევამ გამოკვეთა ის საფუძვლები, რომლებიც ნოციერ ნიადაგს ქმნიან აქციონერული აქტივიზმის განვითარებისათვის.

ინსტიტუციური ინვესტორების აქციონერული აქტივიზმის განხილვა მიზნად ისახავს მინორიტარი აქციონერების უფლებათა დაცვასა და აქტივიზმს შორის ურთიერთდამოკიდებულების ჩვენებას იმის დასადგენად, თუ რამდენად უწყობს ხელს ინსტიტუციური აქციონერული აქტივიზმი მინორიტარი აქციონერების უფლებათა გაფართოებასა და მათ უფრო ეფექტიან გამოყენებას, შესაბამისად, უმცირესობაში მყოფი აქციონერების ინტერესების უკეთესად დაცვას. საკითხისადმი ასეთი მიდგომა გამომდინარეობს იმ გარემოებიდან, რომ ინსტიტუციური ინვესტორი, უმეტეს შემთხვევაში, უმცირესობაში მყოფი აქციონერის სტატუსით სარგებლობს.

ინსტიტუციური აქციონერული აქტივიზმის თემატიკის განხილვის შემდეგ გამოკვლეულია საერთაშორისო შერწყმის დროს უცხოელი ინსტიტუციური ინვესტორის როლი. სტატიის დასასრულს საუბარია კორპორაციული მართვის კონვერგენციაზე, რომელიც საერთაშორისო შერწყმის გარიგებების განხორციელების გზით და მათში ინსტიტუციური ინვესტორების აქტიური მონაწილეობით მიიღწევა. დასკვნაში განხორციელებული კვლევის საფუძველზე ჩამოყალიბებულია სარეკომენდაციო ხასიათის წინადადებები, რომლებმაც, ერთი მხრივ, ხელი უნდა შეუწყონ ქართულ კომპანიებში ინსტიტუციური ინვესტორების აქციონერული აქტივიზმის განვითარებას და, მეორე მხრივ, უზრუნველყონ კორპორაციული მართვის ქართული სისტემის განუყოფელ ნაწილად ინსტიტუციური აქციონერული აქტივიზმის ქცევა.

2. ინსტიტუციური აქციონერული აქტივიზმი, როგორც კორპორაციული მართვის გაუმჯობესების მექანიზმი

2.1. აქციონერული აქტივიზმის არსი და მიზანი

აქციონერული აქტივიზმი აქციონერული ჩართულობის უმაღლესი გამოვლინებაა. მისი საყოველთაოდ მიღებული განსაზღვრება, რომელზეც შეჯერებული აზრი იარსებებდა მეცნიერებსა და პრაქტიკოს იურისტებს შორის, დღეისათვის არ მოიპოვება. ტერმინი ხშირად აქციონერის მიერ განხორციელებული ნებისმიერი აქტივობის აღსანიშნავად გამოიყენება. კორპო-

რაციული მართვის ევროპული ინსტიტუტი განსაზღვრავს მას როგორც საზოგადოების მესაკუთრე აქციონერების მიერ გასავლელ გზას, რომელზეც აქციონერებს შეუძლიათ საკუთარი ძალაუფლების განმტკიცება საზოგადოების ქცევაზე გავლენის მოხდენით.¹ აქციონერული აქტივიზმი, ვინრო გაგებით, საზოგადოების მართვაში აქციონერთა ჩარევამდე დაიყვანება, ხოლო ფართო გაგებით, ინსტიტუციური ინვესტორების ჩართულობას გულისხმობს.² აქციონერული აქტივიზმი კორპორაციული გავლენის ბაზრის არეალში ექცევა,³ სადაც, კორპორაციული კონტროლის ბაზრისაგან განსხვავებით, ბრძოლა სხვადასხვა სტრატეგიისა და ტექნიკის გამოყენებით გავლენის მოპოვებისათვის მიმდინარეობს, იმისთვის, რომ შეიცვალოს სტრატეგია ან გადაწყვეტილება.⁴ კორპორაციული კონტროლის ბაზარზე ბრძოლა უფრო ფუძემდებლური ცვლილებების განხორციელებისათვის იწყება.⁵

აქციონერული აქტივიზმის არსი ხშირად მინორიტარი აქციონერების მიერ კანონით განწესებული უფლებების აქტიური გამოყენებითა და აღსრულებით გამოიხატება, რის გამოც ინსტიტუციური აქციონერული აქტივიზმი მინორიტარი აქციონერების ინტერესების ხელყოფისაგან პრევენციის მეთოდად განიხილება.⁶ აქციონერული აქტივიზმის ასეთი ტიპის განმარტების ამოსავალ წერტილს აქციონერთა უფლებები და მათი დაცვა შეადგენს, რაც ხშირად გამოიყენება არგუმენტად, რომლის მეშვეობითაც კორპორაციის მართვა-გამგეობაში აქციონერთა აქტიური ჩართვის გამართლება ხორციელდება.⁷

აქციონერული აქტივიზმის მთავარი მიზანი კონტროლში ცვლილების გარეშე აქციონერის როლის, გავლენისა და ძალაუფლების გაზრდაა.⁸ აქციონერული აქტივიზმის უფრო დაკონკრეტებულ მიზანს გრძელვადიან პერიოდში აქციონერული ღირებულების ზრდა წარმოადგენს, რომელიც საზოგადოების ხელმძღვანელი პირების ქცევაზე გავლენის მოხდენით მიიღწევა. აქციონერული აქტივიზმი ხშირად ერთი ან რამდენიმე აქციონერის ინიცირებული, ხანგრძლივი და კომპლექსური სადისკუსიო პროცესია, რომელიც სამიზნე საზოგადოებაში აქციონერული ღირებულების უკეთ განაწილებას ესწრაფვის. აქციონერულ აქტივიზმს, ეკონომიკურთან ერთად, შეიძლება ეკოლოგიური და სოციალური ინტერესებიც ამოძრავებდეს. ზოგიერთი მკვლევარი მიიჩნევს, რომ სარგებელი, რომელიც აქციონერული აქტივიზმის განხორციელების შედეგად დგება, საზოგადოებრივი სიკეთის ერთ-ერთი ნაირსახეობაა.⁹ მიუხედავად ამისა, აქციონერული აქტივიზმის ყველაზე ძლიერ მოტივატორად მაინც ეკონომიკური დაინტერესება რჩება.

¹ <<http://www.ecgi.org/activism/index.php>>. [28.04.2015].

² Chiu I., *The Foundations and Anatomy of Shareholder Activism*, Oxford, 2010, 3.

³ Cheffins B.R., Armour J., *The Past, Present, and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds*, *J. Corp. L.*, Vol. 37, Iss. 1, 2011, 58.

⁴ ვრცლად იხ. Rose P., *Shareholder Proposals in the Market for Corporate Influence*, *Florida L. Rev.*, Vol. 66, 2014, 2179-2228.

⁵ Kahan M., Rock E. B., *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, *U. Pa. L. Rev.*, Vol. 155, Iss. 5, 2007, 1040.

⁶ Low Ch .K., *A Road Map for Corporate Governance in East Asia*, *Nw. J. Int'l L. & Bus.*, Vol. 25, Iss. 1, 2004, 185-186.

⁷ Armour J., Cheffins B. R., *The Rise and Fall (?) of Shareholder Activism by Hedge Funds*, *ECGI Working Paper №136/2009*, 2009, 2.

⁸ Gillan S.L., Starks L.T., *The Evolution of Shareholder Activism in the United States*, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 19, Iss. 1, 2007, 58.

⁹ Nili Y., *Missing the Forest for the Trees: A New Approach to Shareholder Activism*, *Harvard Bus. L. Rev.*, Vol. 4, 2014, 167.

2.2. აქტივისტი აქციონერის ტიპები და მათი აქტივიზმის ბუნება

2.2.1. ინდივიდუალური ინვესტორები

ინდივიდუალური ინვესტორები აქტივისტი აქციონერების ყველაზე მცირე ჯგუფს შეადგენენ. ინდივიდუალური ინვესტორების უმრავლესობა, როგორც წესი, ინვესტირებას ორმხრივი ფონდებისა და საპენსიო ფონდების მეშვეობით ახორციელებს, რაც ჩადებული ფინანსური სახსრების პროფესიონალური მართვის შესაძლებლობას იძლევა.¹⁰ ინდივიდუალური ინვესტორების დარჩენილი ნაწილი აქტივიზმს დამოუკიდებლად ეწევა.

ინდივიდუალური ინვესტორის აქციონერული აქტივიზმის არსი იმით გამოიხატება, რომ ინდივიდუალურმა აქციონერმა მიაღწიოს არა მარტო საკითხის დასმას, არამედ მის შემდგომ გადანყვეტასაც უზიძგოს.¹¹ აქციონერული აქტივიზმის კრიტიკოსები აღნიშნავენ, რომ აქტივიზმი ინდივიდუალური აქციონერისათვის თვითმიზანი არ უნდა იყოს.¹² ინდივიდუალური აქტივიზმი ხშირად ხელშესახებ შედეგს არ იძლევა, რის გამოც კრიტიკა თვლის, რომ აქციონერმა მხოლოდ ხმაურის შექმნისთვის, რომელსაც არანაირი პოზიტიური შედეგი არ მოჰყვება, არ უნდა მიმართოს აქტივიზმს.¹³ აქტივისტი აქციონერის ქმედებებში უნდა იგრძნობოდეს რაციონალურობის მარცვალი, რომელიც უკარნახებს მას, რომ მხოლოდ იმ შემთხვევაში დაკავდეს აქტივიზმით, როდესაც მისგან მოსალოდნელი მოგება გასაწევ ხარჯებს აღემატება.¹⁴ აქტივისტი აქციონერი¹⁵ ყოველთვის არჩევანის წინაშე დგას, რა გზას დაადგეს – ეცადოს გავლენის მოხდენას, თუ წილის მაღალ ლიკვიდურობაზე იზრუნოს. ინდივიდუალური ინვესტორები უფრო ხშირად მეორე გზას ირჩევენ.

2.2.2. ტრადიციული ინსტიტუციური ინვესტორები

აქტივისტ აქციონერებს შორის ყველაზე მეტად ინსტიტუციური ინვესტორები ჭარბობენ, რომელთა აქტივიზმის დონე ინდივიდუალური ინვესტორების მაჩვენებელს მკვეთრად აღემატება, რაც აქციათა უფრო მსხვილი წილების ფლობიდან გამომდინარეობს. ინსტიტუციური ინვესტორების როლის ზრდას ხელი შეუწყო მეურვეობის თეორიის (*Stewardship Theory*) ჩამოყალიბებამ, რომელიც კორპორაციული მართვის თეორიებს შორის ერთ-ერთ ყველაზე გავრცელებულია, რომელიც ინსტიტუციურ ინვესტორს მეურვის როლში განიხილავს.¹⁶

¹⁰ Cahn A., Donald D., *Comparative Company Law*, Cambridge UP., Cambridge, 2010, 799.

¹¹ დაწვრილებით იხ.: Gulinello Ch., *The Retail Investor Vote: Mobilizing Rationally Apathetic Shareholders to Preserve or Challenge the Board's Presumption of Authority*, Utah L. Rev., Vol. 2010, Iss. 3, 2010, 547-604.

¹² ვრცლად იხ. Langevoort D., *The SEC, Retail Investors, and the Institutionalization of the Securities Markets*, Va. L. Rev., Vol. 95, Iss. 4, 2009, 1025-1083.

¹³ Harris L., *Missing in Activism: Retail Investor Absence in Corporate Elections*, Colum. Bus. L. Rev., Vol. 104, Iss. 1, 2010, 104-204.

¹⁴ Black B., *Protecting the Retail Investor in an Age of Financial Uncertainty*, U. Dayton L. Rev., Vol. 35, 2009, 64.

¹⁵ ინდივიდუალური, ისევე როგორც ინსტიტუციური ინვესტორი.

¹⁶ დაწვრილებით იხ. Chiu I., *Institutional Shareholders as Stewards: Toward a New Conception of Corporate Governance*, Brook. J. Corp. Fin. & Com. L. Vol. 6, 2012, 387-432.

ინსტიტუციური აქციონერული აქტივიზმი, ჩვეულებრივ, თავდაცვით ხასიათს ატარებს და რეაგირებადი ბუნებით ხასიათდება.¹⁷ ორმხრივი საინვესტიციო ფონდებისა და საჯარო საპენსიო ფონდების აქციონერული აქტივიზმი შემთხვევითია და *ex post* ხორციელდება, კერძოდ, მაშინ, როდესაც ფონდების ხელმძღვანელობა შენიშნავს, რომ მართვა და საქმიანობა კორპორაციებისა, რომლებშიც მათ ინვესტიციები აქვთ განხორციელებული, არასასურველი მიმართულებით ვითარდება.

ინსტიტუციური ინვესტორი, ჩვეულებრივ, ყოველდღიურ საქმიანობაში არ ერთვება, თუმცა ცალკეულ მათგანს ამის მცდელობა ნამდვილად აქვს, რაც, როგორც ნესი, კრიტიკის საგანი ხდება. ზოგადად მიიჩნევა, რომ ინსტიტუციურმა ინვესტორებმა თავი უნდა შეიკავონ ყოველდღიურ საქმიანობაში ჩაბმისაგან. ინსტიტუციური ინვესტორი მართვა-გამგეობის საკითხებში ერევა, როდესაც საფრთხე ემუქრება საზოგადოების გრძელვადიან ინტერესებს.¹⁸ ინფორმაციის გახსნილობა ხშირად ვერ ქმნის მთლიან სურათს, რის გამოც აუცილებელი ხდება საზოგადოებაზე გავლენის მომხდენი სხვა დამატებითი მექანიზმების გამოყენება. პროფესორი ს. ბეინბრიჯი თვლის, რომ ინსტიტუციური ინვესტორების აქტივიზმის გავლენა საზოგადოების კორპორაციულ მართვაზე მინიმალურია.¹⁹ ზოგიერთი მეცნიერის აზრით, ინსტიტუციური აქციონერული აქტივიზმი არის ზედმეტი, გადაჭარბებული კონტროლის განხორციელება მენეჯმენტის ქცევაზე, რაც ძვირი სიამოვნებაა, რის გამოც მხოლოდ იმ შემთხვევაში უნდა იქნეს გამოყენებული, როდესაც ამის საჭიროება არსებობს.²⁰

2.2.3. ალტერნატიული ინსტიტუციური ინვესტორები

ალტერნატიული ინსტიტუციური ინვესტორები ქმნიან ახალი ტიპის აქტივისტი აქციონერების ჯგუფს, რომლის შემადგენლობას ალტერნატიული საინვესტიციო ფონდები ავსებენ.²¹ ალტერნატიულ საინვესტიციო ფონდებს შორის გამოიყოფა ჰეჯ-ფონდი. იგი ყველაზე დინამიკური აქტივისტი აქციონერია,²² რომელსაც ნამდვილი მესაკუთრის მსგავსად შეუძლია მოქმედება.²³ აქტივისტმა ჰეჯ-ფონდებმა, კერძოდ (სააქციო) კაპიტალის საინვესტიციო ფონდებთან ერთად დაიკავეს თავისუფალი სივრცე, რომელიც საკრედიტო რეიტინგის სააგენტოების, კორ-

¹⁷ *Cheffins B.R., Armour J., The Past, Present, and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds, J. Corp. L., Vol. 37, Iss. 1, 2011, 58.*

¹⁸ ვრცლად იხ. *Sharfman B., A Theory of Shareholder Activism and its Place in Corporate Law, Tenn. L. Rev., Vol. 82, Iss. 4, 2015, 101-134.*

¹⁹ *Bainbridge S., The New Corporate Governance in Theory and Practice, Oxford UP., Oxford, 2008, 22.*

²⁰ დაწვრილებით იხ. *Romano R., Less is More: Making Institutional Investor Activism A Valuable Mechanism of Corporate Governance, Yale Journal on Regulation, Vol. 18, Iss. 2, 2001, 174-252.*

²¹ ჰეჯ-ფონდებთან ერთად ალტერნატიული საინვესტიციო ფონდების რიცხვში შედიან კერძო (სააქციო) კაპიტალის საინვესტიციო ფონდები, ბირჟაზე მოვაჭრე საინვესტიციო ფონდები და სუვერენული საინვესტიციო ფონდები. *Çelik S., Isaksson M., Institutional Investors as Owners: Who Are They and What Do They Do?, OECD Corporate Governance Working Papers, №.11, OECD Publishing, 2013, 8, ხელმისაწვდომია შემდეგ ვებმისამართზე: <<http://dx.doi.org/10.1787/5k3v1dvmfk42-en>>, [16.09.2015].*

²² *Kahan M., Rock E. B., Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control, U. Pa. L. Rev., Vol. 155, Iss. 5, 2007, 1028.*

²³ იქვე, 1047.

პორაციული კონტროლის ბაზრის, ხმის მიცემის რაციონალური გამოყენებისა და ხელმძღვანელი პირების ანგარიშვალდებულების მიერ შეუვსებელი დარჩა.²⁴

პირველი ჰეჯ-ფონდები ამერიკის შეერთებულ შტატებში გამოჩნდნენ. თანამედროვე ჰეჯ-ფონდის ისტორიული წინამორბედი 1949 წელს ალფრედ უინსლოუ ჯონსის დაფუძნებული ფონდი, რომელიც 1940 წლის საინვესტიციო კომპანიის აქტის მოთხოვნებს არ ექვემდებარებოდა. ტერმინის წარმოშობა უკავშირდება კაროლ ლუმის სახელს, რომელმაც ფონდის დასახასიათებლად ის პირველად 1966 წელს გამოიყენა. ჰეჯ-ფონდის ქართული ანალოგია გათვითცნობიერებულ (გამოცდილ) ინვესტორთა საინვესტიციო ფონდი.²⁵ ჰეჯ-ფონდის ინვესტორთა წრეს მხოლოდ აკრედიტებული და კვალიფიციური ინვესტორები ქმნიან. გათვითცნობიერებულ (გამოცდილ) ინვესტორთა საინვესტიციო ფონდის მონაწილე ინვესტორად, ჰეჯ-ფონდის მსგავსად, მხოლოდ გათვითცნობიერებული (გამოცდილი) ინვესტორი შეიძლება გამოდიოდეს.²⁶ ჰეჯ-ფონდებს ტრადიციული, ინსტიტუციური ინვესტორებისაგან განსხვავებით, უფრო კონცენტრირებული პორტფელი აქვთ და გარიგებების დაფინანსებას, უმეტესწილად, კრედიტის გამოყენებით ახორციელებენ.

ჰეჯ-ფონდების აქტივიზმი ტრადიციული ინსტიტუციური ინვესტორების აქტივიზმისაგან ხარისხობრივი და რაოდენობრივი მაჩვენებლებით განსხვავდება.²⁷ ჰეჯ-ფონდების საქმიანობის ირგვლივ არსებულ მთავარ ნუხილს წლების განმავლობაში მოკლევადიან მიზნებსა და ინტერესებზე გათვლა იწვევდა.²⁸ ჰეჯ-ფონდების საქმიანობა სისტემური რისკის ალბათობას ზრდის,²⁹ რამაც არცთუ ისეთი უმნიშვნელო როლი შეასრულა ფინანსური კრიზისის დროს, რაც საკრედიტო დერივატების გამოყენებით აიხსნა.³⁰ ჰეჯ-ფონდის ინტენსიური რეგულირების აუცილებლობა ხშირად საკრედიტო რისკის შემცირებით აიხსნება,³¹ რომელიც ჰეჯ-ფონდების მიერ საკრედიტო დერივატების გამოყენების დროს წარმოიქმნება.³² ჰეჯ-ფონდების აქტივიზმი კრიტიკის ქვეშ ექცევა ასევე ცარიელი ხმის მიცემის (*Empty Voting*) გამო, რომელიც შერწყმის გარიგებების თანამდევნი არცთუ იშვიათი მოვლენაა.³³ ცარიელი ხმის მიცემა, როგორც ხმის უფ-

²⁴ Macey J., *Corporate Governance: Promises Kept, Promises Broken*, Princeton UP, Princeton, 2008, 272.

²⁵ იხ. საინვესტიციო ფონდების შესახებ საქართველოს კანონის მე-3 მუხლის მე-3 პუნქტის „ბ“ ქვეპუნქტი.

²⁶ იხ. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ საქართველოს კანონის მე-2 მუხლის 59-ე პუნქტი 57-ე პუნქტთან კომბინაციაში.

²⁷ Kahan M., Rock B., *Hedge Fund Activism in the Enforcement of Bondholder Rights*, NW. L. Rev., Vol. 103, 2009, 282.

²⁸ Katelouzou D., *Worldwide Hedge Fund Activism: Dimensions and Legal Determinants*, J. Bus. L., Vol 17, Iss. 3, 2015, 791.

²⁹ Hawley J., Kamath J., Williams A., *Corporate Governance Failures: The Role of Institutional Investors in the Global Financial Crisis*, Penn UP, Philadelphia, 2011, 14.

³⁰ ზოგადად იხ.: Stout L. A., *Derivatives and the Legal Origin of the 2008 Credit Crisis*, Harv. Bus. L. Rev., Vol. 1, 2011, 1-38.

³¹ Shadab H., *The Law and Economics of Hedge Funds: Financial Innovation and Investor Protection*, Berkeley Bus. L. J., Vol. 6, 2009, 260.

³² Wynkoop N., *The Unregulables? The Perilous Confluence of Hedge Funds and Credit Derivatives*, Fordham L. Rev. Vol. 76, Iss. 6, 2008, 3096.

³³ ვრცლად იხ. Zanoni A., *Hedge Funds' Empty Voting in Mergers and Acquisitions: A Fiduciary Duties Perspective*, Global Jurist, Vol. 9, Iss. 4, 2009, 41-79.

ლების მანიპულაციური ყიდვა-გაყიდვა, ხმის უფლების გამოყენების სტრატეგიიდან და ეკონომიკური ინტერესის განცალკევებიდან გამომდინარეობს და აღწერს სიტუაციას, როდესაც აქციონერის ხმის მიცემის ინტერესი უფრო დიდი და მნიშვნელოვანია, ვიდრე მისი ეკონომიკური ინტერესი.³⁴ მიუხედავად ამისა, ბოლო კვლევები ადასტურებენ, რომ ჰეჯ-ფონდების აქტივიზმი გრძელვადიან პერსპექტივაში ზიანის მომტან სტრატეგიას არ წარმოადგენს.³⁵

ჰეჯ-ფონდების აქტივიზმი რამდენიმე ეტაპისაგან შედგება,³⁶ თავდასხმით ხასიათს ატარებს და *ex ante* ხორციელდება. კერძოდ, ჰეჯ-ფონდის მმართველი ჯერ, მომგებიანობის თვალსაზრისით, პოტენციური სამიზნის შეფასებას ახდენს, რის შემდეგაც იძენს წილს და აქტიურდება.³⁷ ჰეჯ-ფონდების აქტივიზმი დაახლოებით ფასიანი ქაღალდების სარისკო ყიდვა-გაყიდვასა და კორპორაციული სტრატეგიისა და კონტროლისათვის გამართულ ბრძოლას შორის იმყოფება.³⁸

ჰეჯ-ფონდის აქტივიზმი კორპორაციული მართვის მაკორექტირებელ მექანიზმად მიიჩნევა, რომელსაც საზოგადოების მართვა-გამგეობასა და სტრატეგიაში ცვლილებების შეტანის გზით შეუძლია, აქციონერული ღირებულების ზრდას შეუწყოს ხელი, ასევე უზრუნველყოს ხელმძღვანელი პირებისათვის ღირებული ინფორმაციის მოწოდებით სამიზნე საზოგადოებაში კორპორაციული მართვის სისტემის გაუმჯობესება.³⁹ ჰეჯ-ფონდების აქტივიზმი იძლევა გრძელვადიან პერსპექტივაში აქციონერული ღირებულების გაზრდის რეალურ შესაძლებლობას ისეთი აქტივობების განხორციელებით, რომლებიც საზოგადოების ხელმძღვანელი პირების ქვედა რგოლის (მენეჯმენტის) მიერ მოსალოდნელი არაეფექტიანი გადაწყვეტილებების მიღების თაობაზე ცნობების მიწოდებისა და რეკომენდაციების შეთავაზებით ზედა რგოლის (დირექტორთა საბჭოს) წინასწარ გაფრთხილებასა და ინფორმირებას უზრუნველყოფენ.⁴⁰

³⁴ დაწვრილებით იხ. *Hu h. Black B.*, The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership, S. Cal. L. Rev., Vol. 79, 2006, 811-908.

³⁵ დაწვრილებით იხ. *Bebchuk L., Brav A., Jiang W.*, The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism, Colum. L. Rev., Vol. 115, Iss. 5, 2015, 1085-1156. აგრეთვე იხ.: *Katelouzou D.*, Myths and Realities of Hedge Fund Activism: Some Empirical Evidence, Va. L. & Bus. Rev., Vol. 7, 2013, 459-504.

³⁶ ჰეჯ-ფონდების აქტივიზმის შესვლის, ვაჭრობის, დისციპლინირებისა და გასვლის სტადიები გამოიყოფა. დაწვრილებით იხ.: *Katelouzou D.*, Worldwide Hedge Fund Activism: Dimensions and Legal Determinants, J. Bus. L., Vol 17, Iss. 3, 2015, 797.

³⁷ *Cheffins B.R., Armour J.*, The Past, Present, and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds, J. Corp. L., Vol. 37, Iss. 1, 2011, 57.

³⁸ *Kahan M., Rock E. B.*, Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control, U. Pa. L. Rev., Vol. 155, Iss. 5, 2007, 1069.

³⁹ *Rose P., Sharfman B.*, Shareholder Activism as a Corrective Mechanism in Corporate Governance, BYU L. Rev., Vol. 2014, Iss. 2, 2014, 101-135. იხ. <<http://ssrn.com/abstract=2324151>> [07.12.2014].

⁴⁰ ვრცლად იხ. *Sharfman B.*, Activist Hedge Funds in a World of Board Independence: Creators or Destroyers of Long-Term Value? Columbia Business Law Review, Forthcoming. ხელმისაწვდომია შემდეგ ვებმისამართზე: <<http://ssrn.com/abstract=2576408>>. [24.03.2015]. მოსაზრებას ქართულ რეალობას თუ მოვარგებთ, გამოვა, რომ ინსტიტუციურ ინვესტორებს შეეძლებათ დირექტორების მიერ მიღებულ გადაწყვეტილებებში მათ მიერ გამოვლენილი ხარვეზების თაობაზე სამეთვალყურეო საბჭოს ინფორმირება.

2.3. აქტივისტი აქციონერის ფიდუციური მოვალეობები და მათი მნიშვნელობა

ინსტიტუციური ინვესტორების წარმოშობამ და მათი გავლენის ზრდამ, ისევე როგორც აქციონერული აქტივიზმის მოძრაობის აქტიურმა განვითარებამ მისცა აქციონერებს საშუალება, საზოგადოებაში საკუთარი გავლენა გაეზარდათ. გაზრდილმა გავლენამ აქტივისტები უფრო ინფორმირებულ და აქტიურ აქციონერებად აქცია, რამაც მათი ინტერესები უფრო ჰეტეროგენული გახადა. აქტივისტი აქციონერის გავლენის ზრდამ წარმოშვა საფრთხე, რომ მზარდი გავლენა არა საზოგადოების ინტერესების, კერძოდ კორპორაციული მართვის გაუმჯობესებისა და ხელმძღვანელი პირების ანგარიშვალდებულების უზრუნველყოფისაკენ წარმართება, არამედ მხოლოდ პირად კერძო ინტერესებს მოხმარდება, ისიც, ხშირად, დანარჩენი აქციონერების ხარჯზე.⁴¹

ინსტიტუციური ინვესტორების აქციონერული აქტივიზმის განვითარებით შეცვლილი ვითარების შესაბამისად, დოქტრინამ და სასამართლო პრაქტიკამ თანდათანობით დაიწყო ფიდუციური მოვალეობების ტრადიციული კონცეფციის აქტივისტ აქციონერებზე გავრცელება და ერთმანეთთან მიმართებით ფიდუციური ურთიერთობების არსსა და მნიშვნელობას გაუსვა ხაზი.⁴² თანამედროვე ინსტიტუციური აქციონერული აქტივიზმი ფიდუციური მოვალეობებით აღჭურვილი აქციონერის პასუხისმგებელ ქცევას ნიშნავს, როგორც მთლიანად კორპორაციის, ისე დანარჩენი აქციონერების მიმართ, და გულისხმობს კორპორაციული მართვის გაუმჯობესებისა და გრძელვადიან პერსპექტივაში საზოგადოებისა და მისი აქციონერების ინტერესების დაცვის სადარაჯოზე დგომას.

2.4. აქციონერული აქტივიზმის ფორმები

2.4.1. აქტივიზმის სანყისი ეტაპი: უოლ-სტრიტის წესი და რელატიური ინვესტირება

ინსტიტუციური აქციონერული აქტივიზმი მრავალი განსხვავებული ფორმით ხორციელდება. აქციონერული აქტივიზმის ყველაზე იოლი ფორმა აქციათა გაყიდვის გზით საზოგადოების დატოვებაა. აქციონერი, ნაცვლად იმისა, რომ გახდეს აქტივისტი და ეცადოს გავლენის მოხდენას, საკუთარ უკმაყოფილებას ასეთი გზით გამოხატავს.⁴³ აქციათა წილების გაყიდვა აქციონერული აქტივიზმის ერთ-ერთ ფორმად განიხილება იმ მოსაზრების საფუძველზე, რომ ინსტიტუციური ინვესტორების კუთვნილი წილების გაყიდვა სასიგნალო ნიშანია, რომელიც საზოგადოების იმიჯსა და რეპუტაციაზე უარყოფით გავლენას ახდენს. ინსტიტუციური ინვესტორის კუთვნილი მსხვილი პაკეტის გაყიდვამ შეიძლება აქციათა ფასზე უარყოფითი გავლენა მოახდინოს.⁴⁴

⁴¹ *Geczy Ch., Jeffers J., Musto D., Tucker A.*, Institutional Investing When Shareholders Are Not Supreme, *Harv. Bus. L. Rev.*, Vol. 5, Iss. 1, 2015, 75.

⁴² *Anabtawi I., Stout L.*, Fiduciary Duties for Activist Shareholders, *Stanf. L. Rev.*, Vol. 60, Iss. 5, 2008, 1260.

⁴³ *Admati A. R. Pfleiderer P.*, The “Wall Street Walk” and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice, *The Review of Financial Studies*, Vol. 22, Iss. 7, 2009, 2650.

⁴⁴ *Rock E.*, Shareholder Eugenics in the Public Corporation, *Cornell L. Rev.*, Vol. 97, 2012, 856.

უოლ-სტრიტის წესი მოქმედებს მაშინ, როდესაც ხელმძღვანელობის დისციპლინირების ხარჯები და მოსალოდნელი სარგებელი აქციათა გაყიდვიდან მისაღებ სარგებელზე ნაკლებია და დისციპლინირების ხარჯებს ვერ გადაწონის. უოლ-სტრიტზე გასასაყრებლად ყველაზე ხშირად ინდივიდუალური ინვესტორი გადის, რომელიც ბრძოლის ნაცვლად აქციების გაყიდვას ამჯობინებს. ამგვარი წესით გასვლის სტრატეგია გამართლებულია, როდესაც აქციონერული სტრუქტურის კონცენტრაციის დონე დაბლა იწევს, რადგან მიიჩნევა, რომ, როდესაც კონცენტრაცია მაღალია, ხელმძღვანელობა უფრო დისციპლინირებულია ან, უფრო ზუსტად, მისი დისციპლინირება აქტივიზმით უფრო რაციონალურია.⁴⁵

აქციონერი, რომელიც საზოგადოებაში დარჩენას მაინც გადაწყვეტს, თავის აქტივიზმს შედარებით მსუბუქი ფორმებით იწყებს. აქციონერული აქტივიზმის საწყისი ფორმაა რელატიური ინვესტირება, რომელიც ხელმძღვანელ პირებთან ნერილობითი მიმონერის, უშუალო ურთიერთობის, შეხვედრების, კერძო დისკუსიების, მოლაპარაკებების გამართვისა და აქტიური კომუნიკაციის სხვა მსგავსი ფორმების მეშვეობით თანამშრომლობითი გარემოს შექმნასა და გრძელვადიანი პარტნიორული ურთიერთობების ჩამოყალიბებას ისახავს მიზნად. რელატიური ინვესტირება აქციონერული აქტივიზმის კერძო ფორმაა, ფართომასშტაბიანი კამპანიებისა და საზოგადო დებატებისაგან განსხვავებით, რომლებიც აქტივიზმის უფრო საჯარო ფორმებს განეკუთვნებიან.⁴⁶

2.4.2. საერთო კრებასთან დაკავშირებული აქტივიზმი

აქციონერული აქტივიზმის საწყისი ეტაპის გავლის შემდეგ აქციონერთა საერთო კრებასთან დაკავშირებული ფორმების გამოყენების დრო დგება, რომელთა რიცხვში შედის კრების დღის წესრიგში ცალკე პუნქტის დამოუკიდებლად შეტანა, ხმის მიცემა მინდობილობით და ხმის მიცემის დროს კომუნიკაციის ელექტრონული ფორმების გამოყენება. ხელმძღვანელ პირებთან გამართული მოლაპარაკებების უშედეგოდ დასრულების შემდეგ აქციონერების მიერ შეთავაზებების (*Shareholder Proposal*) წარდგენა და მათი კრების დღის წესრიგში ჩართვის მოთხოვნა კორპორაციული გავლენის მოპოვებისათვის ბრძოლაში მთავარი მექანიზმის ადგილს იკავებს.⁴⁷ საერთო კრების დღის წესრიგში აქციონერის პირადი ინიციატივით ცალკე პუნქტის შეტანის პრაქტიკა აშშ-სა და ევროპაში უკვე ფესვგადგმულია. აქციონერული აქტივიზმის ამ ფორმის ნორმატიულ საფუძველს აშშ-ში ფასიანი ქაღალდების ვაჭრობის აქტის საფუძველზე მიღებული 14a-8 წესი,⁴⁸ ხოლო ევროპაში აქციონერთა უფლებების დირექტივის მე-6 მუხლი⁴⁹ ქმნის.⁵⁰

⁴⁵ *Rock E.*, Shareholder Eugenic in the Public Corporation, *Cornell L. Rev.*, Vol. 97, 2012, 856.

⁴⁶ *Gillan S.L., Starks L.T.*, The Evolution of Shareholder Activism in the United States, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 19, Iss. 1, 2007, 51.

⁴⁷ *Rose P.*, Shareholders Proposals in the Market for Corporate Influence, *Florida L. Rev.*, Vol. 66, 2014, 2180.

⁴⁸ იხ.: 17 CFR 240.14a-8 - Shareholder proposals.

⁴⁹ იხ.: Directive 2007/36/EC on the Exercise of Certain Rights of Shareholders in Listed Companies, O.J. L 184, 14.7.2007, 17-24.

⁵⁰ ამ მუხლმა მნიშვნელოვანი ბიძგი მისცა აქციონერული აქტივიზმის მოძრაობის ჩამოყალიბებას. *Masouros P.*, Is the EU Taking Shareholder Rights Seriously?: An Essay on the Impotence of Shareholdership in Corporate Europe, *European Company Law*, Vol. 7, Iss. 5, 2010, 200. მიუხედავად ამისა, ჯერ კიდევ ბევრი სამართლებრივი ბარიერი რჩება, რომელიც ხელს უშლის ინსტიტუციური აქციონერული აქტივიზმის ჯეროვან განვითარებას ევროპაში. ზოგადად იხ. *Santella P., Baffi E., Drago C., Lattuca D.*, Legal Obstacles to Institutional Investor Activism in the EU and in the US, *Eur. Bus. L. Rev.*, Vol. 23, Iss. 2, 2012, 257-307.

ამერიკული წესი აადვილებს აქციონერებს შორის კომუნიკაციასა და კოორდინაციას და მისი მთავარი უპირატესობა მინდობილობის განცხადების მომზადების ხარჯების აცილებაა, ხოლო ძირითადი მინუსი ისაა, რომ იგი კრების ჩატარებამდე 6 თვით ადრე უნდა იქნეს წარდგენილი და საკითხთა წრეც გარკვეულწილად შეზღუდულია. კორპორაციულ მართვასთან დაკავშირებულ საკითხებზე წინადადებების წარდგენა 14ა-8 წესის თანახმად ხორციელდება, რომელიც აქციონერს აძლევს უფლებას, ინიცირებული საკითხი და მისი მხარდამჭერი არაუმეტეს 500-სიტყვიანი განცხადება შეიტანოს მინდობილობის განაცხადში, რომლის შემდგომში სხვა აქციონერებისათვის გადაგზავნას კორპორაცია უზრუნველყოფს.

აქციონერული აქტივიზმის ყველაზე გავრცელებული ფორმა მინდობილობისა და ელექტრონული კომუნიკაციის საშუალებებით ხმის უფლების რეალიზაციაა, რომლებიც აქციონერული აქტივიზმის მთავარ ბერკეტებად მიიჩნევა.⁵¹ ინსტიტუციური ინვესტორების როლის ზრდამ აქციონერული პირველობის ხმის მიმცემის პირველობის პარადიგმით შეცვალა განაპირობა.⁵² ხმის მიცემა მინდობილობით და ელექტრონული ფორმით ხელს უწყობს ხმების მობილიზებას, რაც საერთო კრებაზე საკითხის დასმასა და აქტივისტისთვის მისაღები გადანყვეტილებების მიღების ალბათობას ზრდის. მინდობილობით ხმის მიცემის ინსტიტუტის ტრანსფორმაცია საკონსულტაციო მომსახურების ახალი ტიპის შემოღებამ მოახდინა, რომელიც უშუალოდ კორპორაციებში მინდობილობით ხმის მიცემის პროცესზე ფოკუსირდება. რწმუნებულთა საკონსულტაციო მომსახურება (*proxy advisory services*) ეწევა ყველა იმ ინსტიტუციურ ინვესტორს ან მის რწმუნებულს, რომლებიც ხმის უფლების რეალიზებას აქციონერთა კრებაზე მინდობილობით ახორციელებენ.⁵³ რწმუნებულთა საკონსულტაციო კომპანიები ხშირად მინდობილობების გამოთხოვის მიზნით სამიზნე საზოგადოების აქციონერებთან შუამავლის როლს ასრულებენ.

2.4.3. ნამყვანი მოსარჩელის კოლექტიური სარჩელი

აქციონერული აქტივიზმის ფორმების გამრავალფეროვნებას დიდწილად ინოვაციური მიდგომების გამოყენებამ შეუწყო ხელი, რამაც აქტივისტი აქციონერის მიერ უფლებათა დაცვის სასამართლო საშუალებებით დაინტერესება განაპირობა. სასამართლოსათვის მიმართვა აქციონერული აქტივიზმის გამორჩეულ, თუმცა წინააღმდეგობრივ, ფორმად იქცა.⁵⁴ აქტივისტი აქციონერის ინიცირებით დაწყებული სამართალწარმოება აქციონერული აქტივიზმის უნიკალურ და ყველაზე ეფექტიან ფორმად მიიჩნევა.

აქციონერის პირდაპირ და დერივაციულ სარჩელებთან ერთად ამერიკული აქციონერული აქტივიზმის ასპარეზზე კოლექტიური სარჩელი (*Securities Class Actions*) გამოვიდა, რომელიც ფასიანი ქაღალდების კანონმდებლობის კერძო აღსრულების საშუალება და წარმომადგენლობითი სარჩელის ფორმაა.⁵⁵ ფასიანი ქაღალდების კანონმდებლობის დარღვევასთან დაკავშირებით დაწყებულ სამართალწარმოებაში ინსტიტუციური ინვესტორის ჩართვა ნამყვანი მოსარ-

⁵¹ *Masourous P.*, Is the EU Taking Shareholder Rights Seriously?: An Essay on the Impotence of Shareholdership in Corporate Europe, *European Company Law*, Vol. 7, 2010, 201.

⁵² *Haan S.*, Voter Primacy, *Fordham L. Rev.*, Vol. 83, Iss. 5, 2015, 2655.

⁵³ *Dent G.*, A Defense of Proxy Advisors, *Mich. St. L. Rev.*, Vol. 2014, Iss. 5, 2014, 1290.

⁵⁴ *Perino M.*, Institutional Activism through Litigation: An Empirical Analysis of Public Pension Fund Participation in Securities Class Actions, *J. Empir. Leg. Stud.*, Vol. 9, 2012, 368.

⁵⁵ *Choi S., Fisch J.*, On Beyond CalPERS: Survey Evidence on the Developing Role of Public Pension Funds in Corporate Governance, *Vand. L. Rev.*, Vol. 61, 2008, 316.

ჩელის (*Lead Plaintiff*) ინსტიტუტის შემოღების გზით გახდა შესაძლებელი, რასაც 1995 წლის კერძო ფასიანი ქაღალდების თაობაზე სამართალწარმოების რეფორმის აქტი ითვალისწინებს.⁵⁶ წამყვანი მოსარჩელის ინსტიტუტმა საშუალება მისცა ინსტიტუციურ ინვესტორებს, კოლექტიური სარჩელი აქტივიზმის ერთ-ერთ ფორმად ექციათ.⁵⁷ ფასიანი ქაღალდებით თაღლითობის თაობაზე აღძრულ სარჩელებში ინსტიტუციური ინვესტორების მონაწილეობას წამყვანი მოსარჩელის სახელით განსაკუთრებული მნიშვნელობა ენიჭება, რისთვისაც მათ ყოველმხრივ ხელი ეწყობათ.⁵⁸ ფასიანი ქაღალდებით თაღლითობის თაობაზე აღძრულ სარჩელებთან ერთად ინსტიტუციური ინვესტორების მონაწილეობა შერწყმის გარიგებებთან დაკავშირებულ სამართალწარმოებაში წამყვანი მოსარჩელის სახელით აქციონერული აქტივიზმის სასამართლო-სეული ფორმაა, რომელიც აქციონერული აქტივიზმის ტრადიციული სასამართლო ფორმების ერთ-ერთ ნაირსახეობას ქმნის.⁵⁹

ფასიანი ქაღალდების კანონმდებლობის დარღვევასთან დაკავშირებით დაწყებულ სამართალწარმოებაში მოპასუხე მხარედ თავად საზოგადოება გამოდის. ინდივიდუალური ინვესტორი არ სარგებლობს წამყვანი მოსარჩელის ინსტიტუტით, რადგან ნაკლებად გათვითცნობიერებულ ინვესტორად მიიჩნევა.⁶⁰ ზოგი მკვლევარი მიიჩნევს, რომ წარმომადგენლობითი სარჩელი ადეკვატურად არ ასახავს სხვა აქციონერების ინტერესებს, რისთვისაც მიზანშეწონილი იქნება, თუ მოპასუხედ აქციონერთა სხვა ჯგუფიც ჩაერთვება.⁶¹

3. ინსტიტუციური ინვესტორების როლი საერთაშორისო შერწყმისა და შთანთქმის დროს

3.1. უცხოელი ინსტიტუციური ინვესტორი, როგორც ფასილიტატორი

საერთაშორისო შერწყმის გარიგებების განხორციელების პროცესში ერთ-ერთ ცენტრალურ და საკვანძო როლს უცხოელი ინსტიტუციური ინვესტორები ასრულებენ, რომლებიც გარიგებების დაგეგმვა-მომზადების, დადებისა და განხორციელების ყოველ ეტაპზე აქტიურად მონაწილეობენ და პროცესს უფრო მარტივს ხდიან.⁶² უცხოელი ინსტიტუციური ინვესტორი ზრდის იმის შანსებს, რომ შერწყმის გარიგება საერთაშორისო ხასიათს შეიძენს. უცხოელ ინსტიტუციურ ინვესტორებს პოტენციური მენეჯერებისა და პარტნიორის ძიება ქვეყნის ფარგლებს გარეთ ახასიათებთ. უცხოელი ინსტიტუციური ინვესტორები სხვადასხვა ქვეყნის კომპანიებს საერთაშორისო დონეზე ერთმანეთთან აკავშირებენ და ამ გზით მოქმედებენ როგორც

⁵⁶ *Choi S., Silberman L.*, Transnational Litigation and Global Securities Class Action Lawsuits, *Wisc. L. Rev.*, Vol. 2009, 479.

⁵⁷ *Thomas R.*, The Evolving Role of Institutional Investors in Corporate Governance and Corporate Litigation, *Vand. L. Rev.* Vol. 61, 2008, 300-301.

⁵⁸ *Silver Ch., Dinkin S.*, Incentivizing Institutional Investors to Serve as Lead Plaintiffs in Securities Fraud Class Actions, *DePaul L. Rev.*, Vol. 57, Iss. 2, 2008, 471.

⁵⁹ *Webber D.*, Private Policing of Mergers and Acquisitions: An Empirical Assessment of Institutional Lead Plaintiffs in Transactional Class and Derivative Actions, *Del. J. Corp. L.*, Vol. 38, Iss. 3, 2014, 907.

⁶⁰ *Webber D.*, The Plight of the Individual Investor in Securities Class Actions, *Nw. U. L. Rev.*, Vol. 106, Iss. 1, 2012, 180.

⁶¹ *Burch E.*, Optimal Lead Plaintiffs, *Vand. L. Rev.*, Vol. 64, 2011, 1115.

⁶² *Krishnamurti Ch.*, Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring, Response, London, 2008, 187.

კორპორაციული კონტროლის საერთაშორისო ბაზრის ფასილიტატორები, რასაც ხელს უწყობს ინსტიტუციური ინვესტორების ხელთ არსებული ხელშეკრულებებისა და კავშირების საერთაშორისო ქსელი, რომელიც მათ ამ ფუნქციის შესრულებას უმარტივებს.⁶³

საერთაშორისო შთანთქმის პროცესის მიმდინარეობის სანყისი ეტაპი შთანთქმის შეთავაზების ლობირების პრაქტიკით ხასიათდება, რომელსაც ინსტიტუციური ინვესტორები და არბიტრაჟერები მიმართავენ და ასეთი გზით ცდილობენ სამიზნე კორპორაციის დირექტორთა საბჭოზე ზენოლის განხორციელებასა და მათგან თანხმობის მოპოვებას. ხშირად ინსტიტუციური ინვესტორები მინდობილობების გამოთხოვაზე სპეციალიზებული კომპანიების მეშვეობით დირექტორთა ბორდის წევრების შეცვლას ხმის უფლების აკუმულირებით ესწრაფვიან.⁶⁴ უცხოელი ინსტიტუციური ინვესტორების ინტერესების გამტარებელი კანდიდატისათვის დირექტორთა საბჭოსა და აუდიტის კომიტეტში ადგილის მოპოვება ხელს უწყობს საზოგადოებაზე სათანადო მეთვალყურეობის განხორციელებას და, შესაბამისად, ფასილიტატორის როლის შესრულებას. უცხოელი ინსტიტუციური ინვესტორი ხშირად ფასილიტატორის ფუნქციის უკეთესად შესრულებისათვის დამოუკიდებლად მიმართავს ჯეროვანი გულმოდგინების (*due diligence*) პროცედურას და შერწყმისათვის შერჩეული სამიზნე კორპორაციის შესწავლას ახორციელებს.

ინსტიტუციური ინვესტორების როლი იზრდება, როდესაც შთანთქმის ინიციატორ მხარესთან ამ თუ იმ ტაქტიკის გამოყენების შესახებ წინასწარი შეთანხმება არსებობს. შთანთქმელი კორპორაცია კომუნიკაციის დამყარების გზით ინსტიტუციურ ინვესტორებს აწვდის ინფორმაციას მოსალოდნელი შეთავაზების შესახებ და დასაწყობების (*Warehousing*) ტაქტიკის გამოყენებას სთავაზობს. აქციათა წილების დასაწყობების დროს ინსტიტუციური ინვესტორი სამიზნე საზოგადოების აქციებს იძენს იმ განზრახვით, რომ შემდგომში შთანთქმის ინიციატორ მხარეზე მომავალი საბაზრო ფასით გადაყიდვას განახორციელებს.⁶⁵ შთანთქმის ლობირება და დასაწყობების ტაქტიკის გამოყენება შემთავაზებლს აქციათა პაკეტების შექმნას უმარტივებს.⁶⁶

ინსტიტუციური ინვესტორები და სხვა ალტერნატიული საინვესტიციო ფონდები საერთაშორისო შერწყმისა და შთანთქმის გარიგებების განხორციელებისათვის დაფინანსების წყაროების მოზიდვას უწყობენ ხელს. დაფინანსების ერთ-ერთი წყარო აქციებში ინვესტირებაა. ჰეჯ-ფონდები და კერძო კაპიტალის საინვესტიციო ფონდები ხშირად თავად გამოდიან გარიგებების დამფინანსებლების როლში,⁶⁷ რის სანაცვლოდ შემძენი კორპორაციის ჩვეულებრივ ან პრივილეგირებულ აქციებს იღებენ.⁶⁸

ინსტიტუციური ინვესტორები მნიშვნელოვან როლს ასრულებენ ინფორმაციული ასიმეტრიის შემცირებაში, რაც ასე ხშირად და გამოკვეთილად სწორედ რომ შერწყმისა და შთანთქმის

⁶³ Bragg S., *Mergers & Acquisitions A Condensed Practitioner's Guide*, Wiley, Hoboken, 2009, 53.

⁶⁴ Depamphilis D., *Mergers and Acquisitions Basics*, Elsevier, New York, 2011, 181.

⁶⁵ აღნიშნული ტაქტიკა *William Act*-ის მოთხოვნებისათვის გვერდის ავლას შესაძლებელს ხდის, მაგრამ ფასიანი ქაღალდებისა და ბირჟების კომისია მსგავსი ტაქტიკის გამოყენებას ყოველთვის არ მიესალმება. Brown R., *Mergers, Acquisitions and Divestitures*, Palgrave Macmillan, New York, 2007, 71-72.

⁶⁶ Bragg S., *Mergers & Acquisitions A Condensed Practitioner's Guide*, Wiley, Hoboken, 2009, 53.

⁶⁷ ალტერნატიული ინსტიტუციური ინვესტორები დაფინანსებას, ძირითადად, ორი გზით – ინვესტირებით ან სესხის გაცემით – ახორციელებენ. Depamphilis D., *Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities*, 6th ed., Elsevier, New York, 2012, 29.

⁶⁸ ჰეჯ-ფონდებისა და კერძო კაპიტალის საინვესტიციო ფონდებთან ერთად დამატებითი დაფინანსების მოზიდვა შეიძლება სტრატეგიული და ანგელოზი ინვესტორებისაგან. იხ. Sherman A., Hart M., *Mergers & Acquisitions from A to Z*, 2nd ed., Amacom, N. Y. 2006, 143-146.

საერთაშორისო გარიგებებს ახასიათებთ. უცხოელ ინსტიტუციურ ინვესტორებს, რომლებიც წარმოადგენენ განვითარებული ქვეყნების ინვესტორებს, უფრო მეტი ექსპერტული ცოდნა და გამოცდილება აქვთ, რაც, თავის მხრივ, ხელს უწყობს ფასილიტატორის ფუნქციის უკეთ შესრულებას. ინსტიტუციური ინვესტორების მნიშვნელობა უფრო მეტად იზრდება, როდესაც სამიზნე საზოგადოება იმ ქვეყანაში მდებარეობს, რომელიც კორპორაციული მართვისა და მინორიტარი აქციონერების დაცვის მაღალი დონით არ გამოირჩევა. დამატებით უნდა აღინიშნოს ისიც, რომ უცხოელ ინსტიტუციურ ინვესტორებს, ახლო მეგობრული ურთიერთობების არარსებობის გამო, ადგილობრივ კომპანიებზე უკეთესი ზედამხედველობის განხორციელების უნარი შესწევთ.⁶⁹

3.2. შერწყმის არბიტრაჟი

საერთაშორისო შერწყმისა და შთანთქმის გარიგებების განხორციელების პროცესში ინსტიტუციური ინვესტორები, განსაკუთრებით ალტერნატიული საინვესტიციო ფონდები, ყველაზე ხშირად პირობითი აქტივიზმისა და შერწყმის არბიტრაჟის (*Merger Arbitrage*) სტრატეგიებს იყენებენ, რომლებიც მოვლენაზე დამოკიდებული საინვესტიციო სტრატეგიების რიცხვში შედიან.⁷⁰ შერწყმის არბიტრაჟის სტრატეგიის გამოყენების დროს განსაკუთრებულ მნიშვნელობას გარიგების სტრუქტურა იძენს, რომელზეც დამოკიდებულია გარიგების განხორციელების ხანგრძლივობა, რაც, თავის მხრივ, არბიტრაჟული გარიგებების რაოდენობასა და მისაღებ მოგებაზე ახდენს გავლენას.⁷¹

შერწყმის არბიტრაჟი საერთაშორისო შერწყმის განხორციელების, კერძოდ გარიგების გამოცხადების ეტაპის, თანამდევი მოვლენაა. შერწყმის გამოცხადების მომენტიდან სამიზნე კორპორაციის წილებთან დაკავშირებით იდება არბიტრაჟული გარიგებები, რომელთა მოგება ყიდვა-გაყიდვის სხვაობიდან გამოიანგარიშება და შერწყმის არბიტრაჟერების მოგებას ქმნის.⁷² შერწყმისა და შთანთქმის გარიგებების გამოცხადების მომენტიდან სამიზნე საზოგადოების აქციები, როგორც წესი, გარიგების ინიციატორი მხარის მიერ შემოთავაზებულ ფასთან შედარებით ნაკლებ ფასად იყიდება. შერწყმის არბიტრაჟერები სამიზნე საზოგადოების აქციებთან მიმართებით გრძელ პოზიციას იკავებენ და მიმდინარე საბაზრო ფასსა და შემოთავაზებულ ფასს შორის სხვაობის ხელში ჩაგდებას ცდილობენ, რაც მათ მოგებას შეადგენს და მხოლოდ შერწყმის წარმატებით დასრულების შემთხვევაში მიიღება. ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობა გრძელდება შერწყმის დასრულებამდე ან იმ მომენტამდე, როდესაც შერწყმა ჩაშლილად გამოცხადდება. შემძენი მხარე მტრული შთანთქმის დროს ჰეჯ-ფონდებს ახალისებს იმ მოტივით, რომ მათ რაც შეიძლება მეტი აქცია შეიძინონ, რათა შემდგომში მათგან გამოისყიდონ ეს აქციები და ამით გაზარდონ გამოცხადებული გარიგების წარმატებით დასრულების შანსები.⁷³ გამოცხადებული შერწყმისა და შთანთქმის წარმატებით განხორციელების ალბათობა მაღალია და არცთუ იშვიათ შემთხვევაში გამოცხადებული გარიგება ჩაშლილად ცხადდება. გარიგების

⁶⁹ Gaughan P., *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, 5th ed., Wiley, New York, 2011, 273.

⁷⁰ Holber Th., *Full of Hot Air? Evaluating the Airgas Court's Reservations about Shareholders' Short-Term and Long-Term Interests in Takeovers*, *Fordham J. Corp. & Fin. L.*, Vol. 18. Iss. 1, 2012, 134.

⁷¹ Kirchner Th., *Merger Arbitrage: How to Profit from Event-Driven Arbitrage*, Wiley, Hoboken, 2009, 108-112.

⁷² Stowell D., *An Introduction to Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity: The New Paradigm*, Elsevier, London, 2010, 229.

⁷³ Depamphilis D., *Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities*, 6th ed., Elsevier, New York, 2012, 181.

დასრულებასთან დაკავშირებული რისკის გამო შერწყმის არბიტრაჟის სტრატეგია სარისკო არბიტრაჟის სახელითაც არის ცნობილი.

საერთაშორისო შერწყმისა და შთანთქმის გარიგებაში მონაწილე სამიზნე კორპორაციის წილებთან დაკავშირებით დადებული არბიტრაჟული გარიგებების რიცხვი დროთა განმავლობაში საგრძობლად გაიზარდა, რაც ჰეჯ-ფონდების მომრავლებითა და მათი გავლენის ზრდით აიხსნება. შერწყმის არბიტრაჟის, როგორც სარისკო არბიტრაჟის სტრატეგიის, გამოყენება შერწყმის გამოცხადების მომენტიდან იწყება და სამიზნე კორპორაციის აქციათა წილების ფასების მოულოდნელ, გაუთვალისწინებელ და არალოგიკურ მერყეობას იწვევს. შერწყმაში მონაწილე სამიზნე საზოგადოების წილების ამგვარი დინამიკა შეიძლება გამოცხადების მომენტიდან დროის მცირე მონაკვეთში წილების ღირებულების მნიშვნელოვანი ზრდით დასრულდეს.

3.3. შეფასებითი აქტივიზმი

შერწყმის გარიგებებისთვის დამახასიათებელი ერთ-ერთი თავისებურება შეფასების უფლებასთან დაკავშირებული აქტივიზმია (*Appraisal Activism*), რომელიც სულ ახლახანს ამერიკის შეერთებულ შტატებში წარმოიშვა და თანდათანობით ევროპის კონტინენტზეც ვრცელდება.⁷⁴ შეფასების უფლებასთან დაკავშირებული აქტივიზმი თავისი ბუნებით აქტივიზმის სრულიად ახალი ტიპია, რომლის წარმოშობა და განვითარება რამდენიმე ფაქტორმა განაპირობა. შეფასებითი აქტივიზმის პოპულარობის მთავარი მიზეზი თავად აქციონერული აქტივიზმის მოძრაობის აქტიური განვითარება იყო, რამაც შეფასების უფლების გამოყენების რიცხვისა და, რაც განსაკუთრებული აღნიშვნის ღირსია, მისი გამოყენების ეფექტიანობის ზრდას შეუწყო ხელი.

შერწყმის გამოცხადების ან მოსალოდნელი შერწყმის თაობაზე ინფორმაციის გავრცელების მომენტიდან ინსტიტუციური ინვესტორები, განსაკუთრებით ჰეჯ-ფონდები, იწყებენ სამიზნე საზოგადოების აქციათა დაახლოებით 5-10-პროცენტის წილების შექენას იმ ერთადერთი მიზნით, რომ შემდგომში სარჩელი შეიტანონ სასამართლოში და მოითხოვონ მათი წილების სამართლიანი შეფასება. წილების სასამართლოსეული შეფასება, როგორც წესი, უფრო მაღალია, რის შესაბამისადაც სარჩელის წარმდგენი მხარისათვის უფრო მისაღებია, ვიდრე შერწყმის ხელშეკრულებით განსაზღვრული წილის სამართლიანი ღირებულების მიღება. მათ შორის განსხვავება ზოგჯერ იმდენად დიდია, რომ ფარავს შეფასების უფლებასთან დაკავშირებულ სამართალწარმოების ხარჯებს და მოსარჩელეს მოგებიან მდგომარეობაში ტოვებს.

შეფასებითი აქტივიზმის მოგებიანობამ თანდათანობით ჰეჯ-ფონდების დაინტერესება გამოიწვია, რომლებისთვისაც მოგების მიღება არბიტრაჟული გარიგებების განხორციელების გზით ნაცნობი მეთოდი იყო. შეფასების უფლებასთან დაკავშირებული სამართალწარმოება და არბიტრაჟული გარიგებები ჰეჯ-ფონდებისა და სხვა აქტივისტი აქციონერებისათვის იმდენად ფართოდ გავრცელებული და მისაღები ტაქტიკა გახდა, რომ მათი საინვესტიციო სტრატეგიის ნაწილადაც იქცა. შეფასებითი არბიტრაჟი (*Appraisal Arbitrage*) ხშირად შეფასების უფლებაზე დაფუძნებული სპეციალური საინვესტიციო სტრატეგიაა,⁷⁵ რომელსაც, ძირითადად, ჰეჯ-ფონ-

⁷⁴ ვრცლად იხ.: *Papadima R.*, *Appraisal Activism in M&A Deals: Recent Developments in the United States and the EU*, *European Company Law*, Vol. 12, Iss. 4, 2015, 188-198.

⁷⁵ *Korsmo Ch., Myers M.*, *Appraisal Arbitrage and the Future of Public Company M&A*, *Brooklyn Law School, Legal Studies Research Paper №388*, 2014, 1. ხელმისაწვდომია: <http://ssrn.com/abstract=2424935> [16.06.2015].

დები იყენებენ – ისინი მხოლოდ ერთი მიზნით იძენენ გამოცხადების მომენტიდან აქციათა წილს, რათა შეფასების უფლებით სარგებლობის შედეგად მიიღონ მოგება და სინამდვილეში არ აპირებენ აქციონერად დარჩენას ახალნარმოქმნილ ან მიერთების შედეგად გადარჩენილ კორპორაციაში. შეფასებითი არბიტრაჟი შერწყმის არბიტრაჟის არატრადიციული ფორმაა და შეიძლება შიდა შემონმების საშუალებად მოგვევლინოს, რომელიც შერწყმის გარიგებებში მინორიტარი აქციონერების ინტერესებს დაცვას უზრუნველყოფს.⁷⁶ კოლექტიური მოქმედების პრობლემის გადაჭრის გზით, რაც ასე დამახასიათებელია აქციონერული აქტივიზმისათვის, არბიტრაჟერები ნოყიერ ნიადაგს უმზადებენ შეფასების უფლების ეფექტიან განხორციელებას. დამატებით უნდა აღინიშნოს ისიც, რომ მინორიტარი აქციონერებისათვის შესაძლო ზიანის მიყენების რისკის შემცირების ხარჯზე შეფასებითი არბიტრაჟი მინორიტარული წილების ღირებულების ზრდას უწყობს ხელს.⁷⁷ განსხვავებული მოსაზრება მიუთითებს იმაზე, რომ შეფასებითა არბიტრაჟმა შეიძლება, შეფასების უფლებით სარგებლობის პროცესის ბოროტად გამოყენების რისკი შექმნას.⁷⁸

შეფასებითი არბიტრაჟის წარმოშობა იმ მზარდმა გავლენამ განაპირობა, რომლითაც სარგებლობენ ჰეჯ-ფონდები ფინანსური მდგომარეობიდან გამომდინარე და მათი აქტივიზმის აგრესიულმა ხასიათმა, ისევე როგორც მნიშვნელოვანი წილი ზოგადმა სამართალგანვითარებამ შეიტანა. შეფასებითი არბიტრაჟის განვითარებას ხელი შეუწყო სასამართლო პრაქტიკაში შეფასების უფლებასთან დაკავშირებული ისეთი გადანყვეტილებების მომრავლებამ, რომლებმაც ამგვარი სტრატეგიის განვითარებისათვის დიდი შესაძლებლობები შექმნეს.

შეფასებითი არბიტრაჟის წარმოშობის მთავარ მიზეზად შეფასების უფლების ერთ-ერთი თავისებურება მიიჩნევა, რომელიც სხვა სახის სასარჩელო წარმოებისათვის არ არის დამახასიათებელი. შეფასების უფლებით სარგებლობისათვის სარჩელის შეტანის დროს ინვესტორთა წრე შეუზღუდავია, რაც იმას ნიშნავს, რომ სარჩელის შეტანის უფლება აქვს არა მარტო იმ პირებს, რომლებიც შერწყმის გარიგების გამოცხადების მომენტისთვის აქციათა წილების მფლობელები არიან, არამედ იმ პირებსაც, რომლებიც წილებს გამოცხადების შემდეგ შეიძენენ. დელავერის საკანცლერო სასამართლომ ერთ-ერთ გადანყვეტილებაში აღნიშნა, რომ შეფასების უფლებით აღჭურვილი იმ წილების მფლობელთათვის, რომლებიც მონაწილეობენ კენჭისყრაში, აღრიცხვის დღეა უშუალოდ კენჭისყრის დღე და არა უფრო ადრინდელი თარიღი, მაგალითად რეგისტრაციის დღე.⁷⁹ ამან საშუალება მისცა ინვესტორს, კარგად განეხილა შერწყმის პირობები და კენჭისყრამდე რამდენიმე საათით ადრე ან სულ ბოლო საათს შეეძინა აქციები, რომ შემდგომში შეფასების უფლების გამოყენების მიზნით შეეტანა სასამართლოში სარჩელი. ერთ-ერთი საკმე, რომელზეც შეფასებითი აქტივიზმის ფარგლებში ყველაზე მაღალი შედეგი დაიდო, უკავშირდება კარლ აიქანის (*Carl Icahn*) კამპანიას დელის კორპორაციის წანააღმდეგ, რომელ-

⁷⁶ *Korsmo Ch., Myers M., Appraisal Arbitrage and the Future of Public Company M&A*, Brooklyn Law School, Legal Studies Research Paper №388, 2014, 3. ხელმისაწვდომია: <http://ssrn.com/abstract=2424935> [16.06.2015].

⁷⁷ იქვე.

⁷⁸ *In re Appraisal of Dole Food Company, Inc.*, №9079-VCL.

⁷⁹ *In re Appraisal of Transkaryotic Therapies, Inc.*, C.A. №1554-CC (Del. Ch. May 2, 2007). აღნიშნული გადანყვეტილება საკამათოა. მოპასუხე აღნიშნავდა, რომ ასეთი მიდგომა შეფასების უფლების მიზნებს მიუღწევს ხდის იმით, რომ არბიტრაჟერების საინვესტიციო ინსტრუმენტად აქცევს უფლებას, რომლის მიზანია მონაწილეობა აქციონერებისათვის სტაბილურობის შექმნა.

შიც შეფასების უფლების განხორციელების მოთხოვნით სარჩელის შეტანის მუქარა აღმოჩნდა იმ რამდენიმე ფაქტორს შორის, რომლებმაც გამოსყიდვის შეთავაზებული ფასის მნიშვნელოვანი გაზრდა განაპირობა.⁸⁰ შეფასებითი აქტივიზმის განვითარების ინტერესი სწორედ ისაა, რომ წილების ღირებულების რაც შეიძლება მაქსიმალური შეფასება განხორციელდეს.⁸¹

3.4. აქციონერის უფლებათა გეგმა

ინსტიტუციური ინვესტორების როლი განუზომლად დიდია საერთაშორისო მტრული შთანთქმის ინიცირების, მისი მიმდინარეობისა და თავდაცვის ღონისძიებების გამოყენების საკითხის გადანყვეტის დროს. ინსტიტუციური ინვესტორების აქტივიზმს შეუძლია არა მარტო სატენდერო შეთავაზების ინიცირებისათვის ხელშეწყობა, არამედ მასზე გავლენის მოხდენაც. ინსტიტუციური ინვესტორების ირიბი გავლენა შეიძლება გამოიხატებოდეს შთანთქმის დაწყებამდე სამიზნე საზოგადოების დირექტორთა საბჭოსა და მენეჯმენტზე გავლენის მოხდენაში. ინსტიტუციური ინვესტორებისაგან ყველაზე აქტიურს, ჰეჯ-ფონდს, რომელიც შთანთქმის სამიზნე საზოგადოების ჰეჯ-ფონდს წარმოადგენს, შეუძლია, საკუთარი სტრატეგიის გამოყენებით უზიდავოს სამიზნე საზოგადოებას, რათა ამ უკანასკნელმა ხელი შეუწყოს შთანთქმის ლოგიკურ დასასრულამდე მისვლას.⁸² ინსტიტუციური ინვესტორების პირდაპირ ან თუნდაც ირიბ მონაწილეობას გარიგების დაგეგმვაში შეუძლია, გარიგების შთანთქმის ფასი და მთლიანად გარიგების წარმატება განსაზღვროს.

ინსტიტუციური ინვესტორების აქტიური მონაწილეობის პირველი გახმაურებული შემთხვევები შთანთქმის პროცესსა და თავდაცვითი ღონისძიებების გამოყენების საკითხის გადანყვეტაში ჯერ კიდევ 1980-იან წლებში იყო. საერთაშორისო შთანთქმის გარიგებებს შორის ერთ-ერთი ყველაზე დიდი შთანთქმის დროს, როდესაც ვოდაფონმა შთანთქმის მტრული წინადადება შესთავაზა მანესმანს, ამ უკანასკნელის აქციონერთა უმრავლესობა უცხოელ ინსტიტუციურ ინვესტორს წარმოადგენდა, რის გამოც აქციონერების მხარდაჭერის მოპოვებისათვის გამართულ ბრძოლაში შემთავაზებელი, ისევე როგორც სამიზნე საზოგადოების მენეჯმენტი დიდწილად ფოკუსირებას ინვესტორთა ჯგუფზე ახორციელებდა. შერწყმისა და შთანთქმის გარიგების მხარეები საერთო კრებაზე აქციონერთა კენჭისყრის შედეგებსა და სატენდერო შეთავაზების დროს აქციონერების გადანყვეტილებებზე გავლენის მოსახდენად კავშირს ხშირად ინსტიტუციურ ინვესტორებთან ამყარებენ.

ინსტიტუციური აქციონერული აქტივიზმი, როგორც აქციონერის ძალაუფლების ფორმა, მტრული შთანთქმის გარიგებების პარალელურად ჩამოყალიბდა, კერძოდ მაშინ, როდესაც კორპორაციის ხელმძღვანელობა (დირექტორთა საბჭო) თავდაცვითი ღონისძიებების მიღებისა და განხორციელების მიზნით ნებისმიერ ღონეს ხმარობდა. აქციონერის უფლებათა გეგმა, ე.წ. მომწამლავი აბები, გამოიყოფა იმ თავდაცვით ღონისძიებებს შორის, რომელთა მიღება-არმიღების საკითხის გადანყვეტით ყველაზე მეტად არიან დაინტერესებულნი ინსტიტუციური ინ-

⁸⁰ *Katelouzou D.*, Worldwide Hedge Fund Activism: Dimensions and Legal Determinants, *J. Bus. L.*, Vol 17, Iss. 3, 2015, 828.

⁸¹ *Papadima R.*, Appraisal Activism in M&A Deals: Recent Developments in the United States and the EU, *European Company Law*, Vol. 12, Iss. 4, 2015, 188.

⁸² *Armour J., Skeel D.*, Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The Peculiar Divergence of U.S. and U.K. Takeover Regulation, *Geo.L.J.* Vol. 95, 2007, 1727.

ვესტორები და ყველაზე აქტიურად მონაწილეობენ ამ საკითხის განხილვასა და გადანაცვლებაში.⁸³ ინსტიტუციური ინვესტორები ხშირად ხელს უწყობენ და ინიციატორების როლში გამოდიან, ან, პირიქით, თავდაცვითი ღონისძიებების მიღებას კატეგორიულ წინააღმდეგობას უწევენ.⁸⁴

3.5. კორპორაციული მართვის კონვერგენცია

საერთაშორისო ბიზნესის ერაში კორპორაციული მართვის კონვერგენცია ჩვეულებრივი მოვლენა გახდა, რომელზეც მოთხოვნა სულ უფრო იზრდება. კორპორაციული მართვის კონვერგენციისაკენ ქვეყნებს გლობალურ დონეზე მიმდინარე კონკურენცია უბიძგებს.⁸⁵ კორპორაციული მართვის კონვერგენციის მიზანი მთელ მსოფლიოში კარგი კორპორაციული მართვის პრინციპებისა და სტანდარტების გავრცელებაა. კორპორაციული მართვის კონვერგენცია კორპორაციული მართვის გაუმჯობესებას ესწრაფვის იქ, სადაც ამის საჭიროება არსებობს. განვითარებადი ქვეყნები კორპორაციული მართვის კონვერგენციის გზით ცდილობენ, ერთი მხრივ, ადგილობრივ ბიზნესს განვითარებისათვის სათანადო წინაპირობები შეუქმნან და, მეორე მხრივ, უცხოელ ინვესტორებს ქვეყანაში შესვლის სურვილი გაუჩინონ.

კორპორაციული მართვის კონვერგენციას ხელს უწყობს საერთაშორისო შერწყმისა და შთანთქმის გარიგებები და მათში ინსტიტუციური ინვესტორების აქტიური მონაწილეობა. ინსტიტუციური აქციონერული აქტივიზმი კეთილისმყოფელ გავლენას ახდენს კორპორაციულ მართვაზე, განაპირობებს მის გაუმჯობესებას და ამით კორპორაციული მართვის კონვერგენციისთვის სათანადო გარემოპირობებს ქმნის. უცხოელი ინსტიტუციური ინვესტორები გლობალიზაციის მთავარი აგენტები, ხოლო საერთაშორისო შერწყმისა და შთანთქმის გარიგებები ძირითადი სახელშეკრულებო ისტრუმენტებია, რომლებიც საკორპორაციო ურთიერთობებში უცხო ელემენტის შეტანით კორპორაციული სისტემების დაახლოების პროცესს უწყობენ ხელს.⁸⁶ საერთაშორისო შერწყმისა და შთანთქმის გარიგებების განხორციელების დროს კორპორაციული მართვის კონვერგენცია მიმდინარეობს როგორც გარიგების მონაწილე ქვეყნების, ისე მონაწილე კორპორაციების დონეზე.

უცხოელი ინსტიტუციური ინვესტორები განვითარებული ქვეყნებიდან ნაკლებად განვითარებულ ქვეყნებში კარგი კორპორაციული მართვის პრაქტიკის ექსპორტს ახორციელებენ. უცხოელ ინსტიტუციურ ინვესტორს, რომელიც უცხო სახელმწიფოში შედის და ადგილობრივი კორპორაციის მსხვილი ან მინორიტარი აქციონერის როლში გამოდის, კორპორაციული მართვის ის წესები და პრინციპები შეაქვს, რომლებიც დამახასიათებელია მისი წარმოშობის ქვეყნისათვის, რითაც კარგი კორპორაციული მართვის პრაქტიკის დანერგვას ახდენს, ეს კი, თავის მხრივ, ხელს უწყობს სხვადასხვა ქვეყნის კორპორაციული მართვის სისტემების კონვერგენციის პროცესს.

⁸³ *Briggs Th.*, Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: An Empirical Analysis, *J. Corp. L.*, Vol. 32, Iss. 4, 2007, 693.

⁸⁴ *Magnuson W.*, Takeover Regulation in the United States and Europe: An Institutional Approach, *Pace Int'l L. Rev.*, Vol. 21, 2009, 231.

⁸⁵ *Coffee J.*, Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications, *Nw. U. L. Rev.*, Vol. 93, Iss. 3, 1998-1999, 643.

⁸⁶ ვრცლად იხ. *Gevurtz F.*, The Globalization of Corporate Law: The End of History or a Never-Ending Story, *Wash. L. Rev.*, Vol. 86, Iss. 3, 2011, 475-521.

კორპორაციული მართვის კონვერგენცია არ გულისხმობს კორპორაციული მართვის ეროვნული სისტემის თვითმყოფადობისა და იდენტიფიკაციის დაკარგვას, რაც ხელს შეუწყობს რომელიმე აღიარებული სისტემის ასლად მის ქცევას. კორპორაციული მართვის ეროვნული სისტემების შენარჩუნების ინტერესი გასათვალისწინებელია, რისთვისაც დაახლოების პროცესი კონვერგენციის ნამდვილი არსის შენარჩუნების გზით უნდა წარიმართოს. კორპორაციული მართვის კონვერგენცია უნდა განხორციელდეს ისე, რომ კონვერგენციას არსი არ გამოეცალოს და განსხვავებული მიმართულება არ შეიძინოს. დღევანდელ დღეს კორპორაციული მართვის კონვერგენცია ნიშნავს თანამედროვე კორპორაციული მართვის იდეის, სულისკვეთებისა და მიზნის სწორ აღქმას.

4. დასკვნა

ინსტიტუციური აქციონერული აქტივიზმი კორპორაციული მართვის გაუმჯობესების ქმედითი მექანიზმია, რომელიც მინორიტარი აქციონერების დაცვის დონეზე დიდ გავლენას ახდენს. აქციონერული აქტივიზმი ხელს უწყობს მინორიტარი აქციონერების უფლებათა გაფართოებას და მათ უფრო ეფექტიან დაცვას. ქართულ კომპანიებში აქციონერული აქტივიზმის განვითარებისათვის მნიშვნელოვანია ინსტიტუციური ინვესტორების საქმიანობის ხელშეწყობი ინსტიტუციური, საკანონმდებლო და მარეგულირებელი ბაზის სრულყოფა, რომლის ერთ-ერთ მიმართულებას მინდობილობით და ელექტრონული კომუნიკაციის საშუალებებით ხმის მიცემის პრაქტიკის ნახალისება და საზღვრის გადაკვეთის ელემენტის შემცველი ხმის უფლების გამოყენების ხელშეწყობა უნდა შეადგენდეს; ინსტიტუციური ინვესტორების აქციონერული აქტივიზმის კორპორაციული მართვის ქართულ სისტემაში ინტეგრირებისათვის ასევე მიზანშეწონილია შეფასების უფლების გამოყენების პრაქტიკის ნახალისება და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის კანონმდებლობის კერძო აღსრულების მექანიზმით უზრუნველყოფა; აქტივისტი აქციონერებისათვის ასევე მნიშვნელოვანია საერთო კრების დღის წესრიგის პროექტში რიგგარეშე კრების მოწვევის მოთხოვნისაგან დამოუკიდებლად მათთვის მნიშვნელოვანი საკითხის ცალკე პუნქტად შეტანის შესაძლებლობა, რაც ნებისმიერი კლასის აქციების 5%-ის მფლობელ აქციონერებს ან აქციონერთა ჯგუფს მისცემს ამ უფლებით სარგებლობის საშუალებას.

მოკლედ რომ შევაჯამოთ, ინსტიტუციური ინვესტორები აქტიურად მონაწილეობენ საერთაშორისო შერწყმის გარიგებებში და ამით ხელს უწყობენ კორპორაციული მართვის კონვერგენციის მიზნების მიღწევას. უცხოელი ინსტიტუციური ინვესტორები არიან აგენტები, რომლებიც კორპორაციული მართვის თანამედროვე სტანდარტების ერთი ქვეყნიდან მეორე ქვეყანაში გადატანასა და შემდგომში მათ დანერგვას უწყობენ ხელს. კორპორაციული მართვის კონვერგენცია საერთაშორისო შერწყმისა და შთანთქმის გარიგებებში უცხოელი ინსტიტუციური ინვესტორების მხრიდან აქტიური ფასილიტატორის ფუნქციის შესრულებით მიიღწევა.