

## ინვესტორთა დაცვის საკანონმდებლო მოწესრიგების დეფიციტი საფონდო ბირჟიდან ანგარიშვალდებული სანარმოს იძულებითი „ტიპოლოგიური კვლევის“ პროცესში

კვლევის საგანია საფონდო ბირჟიდან ანგარიშვალდებული სანარმოს იძულებითი დერეგისტრაცია, ქართული სამართლით რეგულირებული (არა)ნებაყოფლობითი დელისტინგის პროცესის მიზეზშედეგობრივი შესწავლა, მისი ტიპების დაჯგუფება. ამასთანავე, განხილულია აქციის ღირებულების შემცირებისა და მცირე ინვესტორთა ეკონომიკური ინტერესის დაცვის, ასევე კორპორაციის ხელმძღვანელთა პასუხისმგებლობის საკითხი. საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების არამდგრადი მაჩვენებლის გამო ნაშრომი ნაწილობრივ აღწერილობითია, თუმცა შედარების მიზნით წარმოდგენილია როგორც უცხოური მონესრიგება, ისევე სასამართლო პრაქტიკის ანალიზი.

**საკვანძო სიტყვები:** ანგარიშვალდებული სანარმო, ტიპოლოგიური კონვერსია, (არა)პირდაპირი ნებაყოფლობითი დელისტინგი, არანებაყოფლობითი დერეგისტრაცია, ინვესტორის ეკონომიკური ინტერესი, ქონებრივი უფლებების დაცვა.

### 1. შესავალი

„ერთნი ქმნიან კანონს, მეორენი კი აღასრულებენ მათ“.<sup>1</sup> თანამედროვე საკორპორაციო სამართლის, კონსერვატორული გაგებით, (სამენარმეო) ორგანიზაციათა არქიტექტონიკისა და შიდაორგანიზაციული ურთიერთობების მომწესრიგებელი დარგის,<sup>2</sup> შესწავლის არეალი დღესდღეობით საკმაოდ ფართოა. კორპორაციულსამართლებრივი ინსტიტუტებისადმი ინტერესი საკორპორაციო სამართლისა და ეკონომიკურ თუ სოციალურ მეცნიერებათა შორის კავშირის აღმოჩენის მიზნით ან უკვე არსებული დარგთაშორისი დამოკიდებულების გამო, მზარდია. საინტერესოა, საკორპორაციო და კაპიტალის ბაზრის სამართლის ურთიერთმიმართებაც, რამდენადაც ამას კორპორაციის პრაქტიკულ ყოფიერებაში დამკვიდრებული სოციალ-ეკონომიკური სტატუსის დომინანტური ხასიათი საჭიროებს.

მენარმე სუბიექტი დაფუძნებიდან კაპიტალის ბაზარზე ზოგად-საკანონმდებლო თუ სალისტინგო წესისმიერ ორგანიზაციულ „ცხოვრებამდე“ ევოლუციის არაერთგვაროვან, კომპლექსურ სტადიებს გადის. ეკონომიკური აქტორის განვითარების ეს საფეხურები, საუკეთესო შემთხვევაში, კაპიტალის ბაზარზე ორიენტირებული, რაციონალური მმართველობითი პოლიტიკით მიიღწევა. კანონთან შესაბამისობა კი უნდა აუმჯობესებდეს ფირმის ღირებულებას<sup>3</sup>,

\* თსუ-ის იურიდიული ფაკულტეტის დოქტორანტი, მონვეული ლექტორი.

<sup>1</sup> *Tocqueville A., Democracy in America (trans. Schleifer J. T., ed., Nolla E.), 2010, US, 278.*

<sup>2</sup> *ჯავახიშვილი ივ., თხზულებანი თორმეტ ტომად, ტ. VII, თბ., 1984, 235.*

<sup>3</sup> ფირმის ღირებულებაზე, *მახარობლიშვილი გ., კორპორაციული მართვის ზოგადი ანალიზი, თბ., 2015, 77-90.*

ამცირებდეს ადმინისტრირების (არა)პირდაპირ ხარჯს<sup>4</sup>. თანამედროვე ტენდენცია, კაპიტალის ბაზრის მონესრიგება გონივრული რეგულირებისაკენ არის მიმართული. ეს აუცილებელია საფინანსო ბაზრის განვითარებისთვის, გრძელვადიანი საინვესტიციო რესურსის სხვადასხვა საფინანსო ინსტრუმენტებით მობილიზებისთვის, რაც ქართულ რეალობაში საბანკო სექტორით დაფინანსების ალტერნატივა იქნება.

საბაზრო ეკონომიკის აღზევებასთან ერთად მარეგულირებლის ყურადღების ცენტრში კაპიტალის ბაზრის ინსტიტუციურ მონყობასთან დაკავშირებულ პრობლემათა აღმოფხვრა მოექცა. განსაკუთრებით ნდობაუნარიანი საინვესტიციო კლიმატის შექმნის მიმართულებით. წინამდებარე ნაშრომი ანგარიშვალდებულებული საწარმოს „ტიპოლოგიური კვდომის“ ნაციონალური სამართლით რეგულირებული დელისტინგის პროცესის მიზეზშედეგობრივი შესწავლით მისი ტიპების დაჯგუფებასა და ინვესტორთა ქონებრივი უფლებების დაცვის საკითხს ეხება. კვლევა უპირატესად იძულებით დელისტინგზეა კონცენტრირებული, რომელთან მიმართებით არა მხოლოდ აქციის ღირებულების შემცირება, არამედ, პარალელურად, კორპორაციის ხელმძღვანელთა პასუხისმგებლობის განხილვაც რელევანტურია. ამდენად, ნაშრომის პირველი თავი შეეხება საწარმოს ტიპოლოგიური კონვერსიის<sup>5</sup> მნიშვნელობას, მოტივებს; მეორე თავი მის ორ ძირითად სეგმენტად დიქტომიას და ქვესახეობათა კლასიფიკაციას შეისწავლის; რამდენადაც კვლევა იძულებით დელისტინგზეა ორიენტირებული, მცირე ინვესტორთა ეკონომიკური ინტერესის დაცვა სწორედ მასთან მიმართებით განიხილება.

საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების არამდგრადი მაჩვენებელი თემის ემპირიული შესწავლის შესაძლებლობას არ იძლევა. ამგვარი მოცემულობიდან გამომდინარე, ნაშრომი ნაწილობრივ აღწერილობითია, თუმცა შედარების მიზნით წარმოდგენილია საკვლევი თემის უცხოური მონესრიგება და სასამართლო პრაქტიკის ანალიზი.

## 1. საწარმოს ტიპოლოგიური ცვლილების მნიშვნელობა

ორგანიზაციულ-სამართლებრივ ფორმებს შორის ანატომიური (ორგანიზაციულ-სტრუქტურული) თუ ფუნქციურ-შინაარსობრივი სხვადასხვაობა, როგორც კანონშემოქმედებით, ისევე კანონის აღსრულების ეტაპზე, ექსპლიციტურ დიფერენციაციას ქმნის. ნაკლებად განვითარებული ეკონომიკური მდგომარეობით გამოწვეული საკანონმდებლო დერეგულირება მენარმე სუბიექტთა არსობრივ სადემარკაციო ზღვარს ფერმკრთალ კონტურად აქცევს. ეს პროცესი პრაქტიკულ ყოფიერებაში უფრო ვლინდება და მენარმე სუბიექტთა შორის სხვადასხვაობის დადგენის თეორიულ საჭიროებას ეჭვქვეშ აყენებს. თუმცა ორგანიზაციულ-სამართლებრივ ფორმათა ნორმატიული დისპოციზია იმ ლოგიკურ წრეს ქმნის, რომელთა ორგანიზაციული კონცეპტი, შესაძლოა ითქვას, სამენარმეო საზოგადოების ევოლუციური პროცესის სტადიებს შეესატყვისება (ასე, მაგალითად: ინდ. მენარმიდან ანგარიშვალდებულ სააქციო საზოგადოებაამდე). რაციონალური ორგანიზაციული მართვა დაფუძნებიდან საზოგადოების ეტაპობრივი

<sup>4</sup> *Dines R.*, Does Delaware Law Improve Firm Value? *Journal of Financial Economics*, Vol. 2001, 526-528.

<sup>5</sup> *მახარობლიშვილი გ.*, კაპიტალურ საზოგადოებათა სტრუქტურაში ფუნდამენტური ცვლილებების განხორციელება კორპორაციულ-სამართლებრივ ქმედებათა (შექენა, შერწყმა) საფუძველზე“, თბ., 2014, 211, <[http://press.tsu.ge/data/image\\_db\\_innova/disertaciebi\\_samartali/giorgi\\_maxaroblishvili.pdf](http://press.tsu.ge/data/image_db_innova/disertaciebi_samartali/giorgi_maxaroblishvili.pdf)>, [25.05.2016].

რამდენადაც ციტირებულ ნაშრომში „ტიპოლოგიური კონვერსია“ ტერმინოლოგიური თვალსაზრისით გამოყენებულია, კვლევაში წინამდებარე სიტყვათა ნყობის ლავირება წარმოდგენილი მსჯელობის ლოგიკურ-შინაარსობრივ ხაზს მიჰყვება.

განვითარებისა და კულმინაციური წერტილის – კაპიტალის ბაზარზე ეფექტიანი ოპერირების მიღწევაში ვლინდება. ეს კი, ერთი მხრივ, ყველა დაინტერესებული მხარის (როგორც პარტნიორთა, ისევე მესამე, დაკავშირებულ პირთა) მატერიალური კეთილდღეობის უზრუნველყოფას, მეორე მხრივ, მმართველ ორგანოთა კვალიფიციურ ადმინისტრირებას ადასტურებს. მენარმე სუბიექტის<sup>6</sup> ლოგიკური პროგრესია ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე მატერიალური რესურსის აკუმულირებით გრძელდება. კაპიტალის ბაზარზე ვაჭრობა ორგანიზაციულ (და არა მხოლოდ) ცვლილებას მოითხოვს<sup>7</sup>, რაც კორპორაციის „ღიად“ და „საჯაროდ“ ტიპოლოგიურ კლასიფიცირებას უდევს საფუძვლად<sup>8</sup>. რეორგანიზაციული რანგის ცვლილება დედუქციური თუ ინდუქციური ტიპოლოგიური კონვერსიის არსში<sup>9</sup>, კაპიტალის ბაზარზე გა(მო)სვლაში პოულობს. კორპორაციის ტრანსფორმაცია რანგობრივად ფუნდამენტური კატეგორიის ცვლილებას უტოლდება, რამდენადაც მცირე ინვესტორთა ქონებრივი უფლების დაცვის საკითხი განსაკუთრებით სენსიტიურობით გამოირჩევა;<sup>10</sup> შესაბამისად, ფუნდამენტურ ცვლილებათა განხორციელების მომწესრიგებელ რეგულირებასაც ექვემდებარება.

წინამდებარე თავი დაეთმობა საჯარო კორპორაციისა და დახურული კორპორაციის ზოგად შედარებას; განიხილება დახურული კორპორაციის საჯაროდ ტრანსფორმაციის (*going public*) და ანგარიშვალდებული საწარმოს „პრივატიზების“ (*going private*) ძირითადი მოტივები.

### 1.1. დახურული კორპორაციის ანგარიშვალდებულ საწარმოდ ტრანსფორმაცია (*Going Public*)

ღია და დახურული კორპორაციის შინაარსობრივ-ტერმინოლოგიური კლასიფიკაციის ერთ-ერთი საფუძველი, ორგანიზაციულ სტრუქტურასთან ერთად, კაპიტალის მოზიდვის მექანიზმშია, რაც საჯარო კორპორაციის შემთხვევაში ბირჟაზე ფასიანი ქაღალდის განთავსებითა

<sup>6</sup> სააქციო საზოგადოებას, როგორც სათანადო კაპიტალით მომარაგებულ, მსხვილი სამენარმეო საქმიანობის განხორციელებისათვის განკუთვნილ ფორმას, აქვს ფასიანი ქაღალდებით საჯაროდ ვაჭრობის შესაძლებლობა, *ბურდული ი.*, სააქციო სამართლის საფუძვლები, ტ. 1, თბ., 2010, 109-127; *მახარობლიშვილი გ.*, კორპორაციული მართვის ზოგადი ანალიზი, თბ., 2015, 31-35, 39-46. სწორედ სამენარმეო საზოგადოება სახელდება კაპიტალის ბაზრით დოვლათის მოზიდვის ყველაზე მისაღებ ფორმად, *Schutz M., Wasmeier O.*, The Law of Business Organizations: A Concise Overview of German Corporate Law, Berlin, 2012, 70-71. /ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-9 მუხლის თანახმად, სავაჭროდ განთავსებული ფასიანი ქაღალდების ემიტენტი ანგარიშვალდებულ საწარმოდ განიშარტება, თუმცა დასახელებული მუხლი სათანადო ორგანიზაციულ-სამართლებრივ ფორმაზე მითითებას არ შეიცავს. დღესდღეობით საქართველოს საფონდო ბირჟაზე, მაგალითად, შპს-ის ფორმით რეგისტრირებული საწარმოც თავისუფლად დაიშვება: შპს „ნიკორა ტრეიდერი“, რომელიც ვაჭრობს *B* კატეგორიის სალისტინგო ფასიანი ქაღალდით, <[http://www.gse.ge/Stocks\\_G/Issues.htm](http://www.gse.ge/Stocks_G/Issues.htm)>, [25.05.2016]. თემა კონცენტრირებულია მხოლოდ ერთ ორგანიზაციულ-სამართლებრივ ფორმაზე ვ სააქციო საზოგადოებაზე.

<sup>7</sup> *Judge W., Zattoni A.*, Corporate Governance and Initial Public Offering, An International Perspective, New York, 2012, 9-10.

<sup>8</sup> *მახარობლიშვილი გ.*, კაპიტალურ საზოგადოებათა სტრუქტურაში ფუნდამენტური ცვლილებების განხორციელება კორპორაციულ-სამართლებრივ ქმედებათა (შეძენა, შერწყმა) საფუძველზე“, თბ., 2014, 31-38.

<sup>9</sup> იქვე, 207-215.

<sup>10</sup> ფუნდამენტური კატეგორიის კორპორაციულ ტრანსფორმაციაში ასევე მოიაზრება: დამატებითი აქციების გამოშვება, რეორგანიზაცია, მატერიალური სახსრების დისტრიბუცია/რეალიზაცია, რეინკორპორაცია, დელისტინგი, ნებაყოფლობითი ლიკვიდაცია, *Kraakman R., Armour J., Davies P., Enriques L., Hansmann H., Hertig G., Hopt K., Kanda H., Rock E.*, The Anatomy of Corporate Law, 2<sup>nd</sup> ed., 183-224. *Thompson R. B.*, Preemption and Federalism in Corporate Governance: Protecting Shareholder Rights to Vote, Sell, and Sue, Law and Contemporary Problems, Vol. 62 № 3, 1999, 217.

და ფართო წრისათვის ვაჭრობით ხორციელდება.<sup>11</sup> ანგარიშვალდებული საწარმოს ერთ-ერთი მახასიათებელი დაინტერესებულ პირთა, ბირჟისა და ბირჟის საზედამხედველო ორგანოსადმი ანგარიშის წარდგენის, ინფორმაციის ტრანსპარენტულობის კანონისმიერი ვალდებულება წარმოადგენს.<sup>12</sup> ინფორმაციის სავალდებულო თუ ნებაყოფლობითი გასაჯაროება არა მხოლოდ ბაზარზე ოპერირების პერიოდში,<sup>13</sup> არამედ ბირჟაზე დაშვების მომენტშიც მნიშვნელოვანია<sup>14</sup>. ეს უკანასკნელი კაპიტალის ბაზრის ეფექტიანობას უზრუნველყოფს, რაც კონსტრუქციულ ეგალიტარიანიზმს<sup>15</sup> და საინვესტიციო პოლიტიკის რაციონალურად დაგეგმვის, სწორი საინვესტიციო გადაწყვეტილების ფართო შესაძლებლობაში ვლინდება<sup>16</sup>. პირველადი საჯარო შეთავაზების გზით ფასიანი ქაღალდით ვაჭრობა<sup>17</sup> განსაკუთრებული ნორმატიული მონესრიგების ქვეშ ექცევა.<sup>18</sup> ორსაფეხურიანი: ზოგად-საკანონმდებლო და საბირჟო მონესრიგების „სიმკაცრე“ არა მხოლოდ კერძო ინვესტორის ინტერესის დაცვით, არამედ მაკრო-ეკონომიკური პროცესის ეფექტიანი წარმართვითაა ნაკარნახევი. ამის სამაგალითოდ 2008-10 წლის ფინანსური კრიზისის შემდგომი ვრცელი საკანონმდებლო რეფორმების მოყვანაც საკმარისია.

სტანდარტულად<sup>19</sup>, ანგარიშვალდებულ საწარმოს საფონდო ბირჟაზე ავტორიზაცია ზოგად-საკანონმდებლო თუ სალისტინგო მოთხოვნათა დაცვით წარიმართება, რაც შიდაორგა-

<sup>11</sup> *Sims V.*, English Law and Terminology, Aufl.3, Germany, 2010, 119-120. *Schulz M., Wasmeier O.*, The Law of Business Organizations, A Concise Overview of German Corporate Law, New York, 2012, 53.

<sup>12</sup> *Haas J. J.*, Corporate Finance in the Nutshell, 2<sup>nd</sup> ed., 2011, US, 1-14. *Palmiter A. R.*, Corporations, 7<sup>th</sup> ed., US, 2012, 432-434.

<sup>13</sup> *Bourne N.*, Principles of Company Law, 3<sup>rd</sup> ed., GB, 1998, 37-40; *Ladenfeld S. M., Moore A. B., Fischer J. M.*, The Public Company handbook: A Corporate Governance and Disclosure Guide for Directors and Executives, 3<sup>rd</sup> ed., New York, 2006, 45-46.

<sup>14</sup> საინვესტიციო გადაწყვეტილების მიღების ეტაპზე მნიშვნელოვანია ემიტენტის პროსპექტში შეტანილი ინფორმაცია, რომელიც ინვესტორისთვის რისკისა და მოგების ურთიერთშეფარდები კალკულაციის ერთ-ერთი საშუალებაა, *Steinberg M. I.*, Understanding Securities Law, 5<sup>th</sup> ed., US, 2009, 115-117; *Pettet B.*, Company Law, 2<sup>nd</sup> ed., GB, 2005, 364; *Bragg S.*, Running a Public Company, From IPO to SEC Reporting, US, 2009 14-18.

<sup>15</sup> რაც ინვესტორთათვის ინფორმაციის თანასწორობის პრინციპის დაცვით მიწოდებას გულისხმობს, *Pettet B.*, Company Law, 2<sup>nd</sup> ed., GB, 2005, 323. მის საპირწონედ დესტრუქციული ეგალიტარიანიზმი ინფორმაციის ნაწილობრივ ან უთანასწორო გამჟღავნებას ნიშნავს.

<sup>16</sup> ეფექტიანი კაპიტალის ბაზრის თეორიის თანახმად, აქციის ღირებულება ლავირებს მის მიღმა არსებული ინფორმაციის ხელმისაწვდომობისა და ცვლილების მიხედვით; ინფორმაციის ცვლილება შესაბამისად ზემოქმედებს აქციის საბაზრო ღირებულებაზე, *Haas J. J.*, Corporate Finance in the Nutshell, 2<sup>nd</sup> ed., 2011, US, 147-151; *Pettet B.*, Company Law, 2<sup>nd</sup> ed., GB, 2005, 325.

<sup>17</sup> *Hamilton R., Freer R.*, The Law of Corporations in the Nutshell, US, 290; *Schneeman A.*, The Law of Corporations and other Business Organizations, US, 2010, 432-437; *Bragg S.*, Running a Public Company, From IPO to SEC Reporting, US, 2009, 3-18.

<sup>18</sup> *Haas J.J.*, Corporate Finance in the Nutshell, 2<sup>nd</sup> ed., 2011, US, 2. ბაზარზე ფასიანი ქაღალდებით სპეკულაციის თავიდან არიდების მიზნით, „ლურჯი ცის კანონს“ ამერიკის უზენაესი სასამართლოს ინიციატივა უდევს საფუძვლად, რომელმაც 1929 წელს „დიდი დეპრესიის“ სახელით ცნობილი ფინანსური კრიზისი გამოიწვია, *Cox J. D., Hillman R. W., Langevoort D. C.*, Securities Regulation cases and materials, 6<sup>th</sup> ed., US, 2009, 3-10; *Meiners R. E., Ringleb Al. H., Edwards F. L.*, The Legal Environment of Business, 12<sup>th</sup> ed., US, 2012, 490-491, *Hamilton R., Freer R.*, The Law of Corporations in the Nutshell, US, 2011, 239-265.

<sup>19</sup> გამონაკლისის სახით შეიძლება დასახელდეს ფასიანი ქაღალდის (მაგ., საგანმანათლებლო, რელიგიური ორგანიზაციის, სახელმწიფო) ისეთი განთავსება, რომელიც თავისუფლდება ზოგიერთ საბირჟო თუ საკანონმდებლო მოთხოვნათა დაცვისაგან, რაც ფასიანი ქაღალდები მარეგულირებლის მიერ ან სახელმეკრულებო შეთანხმების საფუძველზე ხორციელდება, *Steinberg M. I.*, Understanding Securities Law, 5<sup>th</sup> ed., US, 2009, 39.



ნიზაციულ მზაობას,<sup>20</sup> მატერიალური რესურსის მობილიზებას, შესაბამის ხარჯს მოითხოვს<sup>21</sup>. ამდენად, კაპიტალის ბაზრით დაფინანსების შესაძლებლობა ყველა ორგანიზაციულ-სამართლებრივ ფორმას არ აქვს.<sup>22</sup> ამას საფუძვლად არა მხოლოდ კანონმდებლის ნორმატიული ნება, არამედ კაპიტალის ბაზარზე ოპერირების პრაქტიკული შესაძლებლობა უდევს.

კორპორაციის ანგარიშვალდებულ საწარმოდ ტრანსფორმაციის პოზიტიური და ნეგატიური ასპექტების ეკლექტიკა: ა) დადებითი მხარე: კაპიტალის შენახვის ხარჯის შემცირება; აქციითა მარტივი ტრანსფერი და მზარდი ლიკვიდურობა; შეძენა-შერწყმის ტრანზაქციით კორპორაციის გაფართოვება; დადებითი რეპუტაცია.<sup>23</sup> ბ) უარყოფითი მხარე: აქციის განთავსების დრო და ხარჯი; ტრანსპარენტულობა („ბროლის სახლში ცხოვრება“) შუალედური თუ წლიური ანგარიშის წარმოების ვალდებულება; მტრული დაუფლების საშიშროება; აგენტ-პრინციპალის პრობლემის ესკალაცია ვინფორმაციული ასიმეტრიის პრობლემა; ზოგად-საკანონმდებლო თუ სალისტინგო წესებთან კორპორაციული შესაბამისობის ხარჯი; დაბალი ლიკვიდურობის გამო რეპუტაციის შელახვის საშიშროება; აქციონერთა საჩივრის პოტენციური ზრდა.<sup>24</sup>

ნაციონალური ეკონომიკის ისტორიული წარსულით შექმნილი რეალობა ორგანიზაციულ-სამართლებრივ ფორმათა მრავალფეროვანი „ანომალიური“ შემთხვევებით გამოირჩევა, განსაკუთრებით კაპიტალური და ამხანაგური მენარმე სუბიექტთა ფუნქციურ-შინაარსობრივი გამიჯვნის მიმართულებით. კარგი კორპორაციული პრაქტიკის დეფიციტი კაპიტალის ბაზრის დეველპაციის გამომწვევია, რაც, რიგ შემთხვევაში, საბანკო სექტორის „ექსპანსიური ხასიათის“ წამახალისებელი მოცემულობაა.

## 1.2. კორპორაციის არანგარიშვალდებულ საწარმოდ ტრანსფორმაცია (Going Private<sup>25</sup>)

დახურული ტიპის კორპორაცია აქციონერთა მცირე ოდენობით კონცენტრირებული კაპიტალის სტრუქტურით გამოირჩევა, რომელიც კონტროლს (მენეჯმენტს), ხშირ შემთხვევაში,

<sup>20</sup> ზოგიერთი საფონდო ბირჟის სალისტინგო მოთხოვნის თანახმად, კორპორაციაში სავალდებულოა სხვადასხვა კომიტეტის ფორმირება (მაგ., *risk management committee*; *audit committee*). „ALP“ კორპორაციული მართვის პრინციპების მიხედვით, აუდიტის კომიტეტის ოდენობა არ უნდა იყოს სამ დაუინტერესებელ წევრზე ნაკლები, *Marcey R. J., Corporate Governance, New Jersey, 2011, 187; Bainbridge M. S., The New Corporate Governance in Theory and Practice, New York, 2008, 160-161. ქანტურია ლ., კორპორაციული მართვა და ხელმძღვანელთა პასუხისმგებლობა საკორპორაციო სამართალში, თბ., 2006, 116-117, 123, 135, 175.*

<sup>21</sup> საფონდო ბირჟაზე რეგისტრაციის ხარჯი, ფასიანი ქაღალდების ლისტინგში თავდაპირველად დამკვეთის საწყისი შესატანი, ყოველკვარტალური გადასახადი, *Bragg S., Running a Public Company, From IPO to SEC Reporting, US, 2009, 7. Hamilton R., Freer R., The Law of Corporations in the Nutshell, US, 2011, 290.*

<sup>22</sup> *Haas J. J., Corporate Finance in the Nutshell, 2<sup>nd</sup> ed., 2011, US, 9.*

<sup>23</sup> იქვე, 9-11. *Hamilton R., Freer R., The Law of Corporations in the Nutshell, 2011, US, 236-238; Steinberg M. I., Understanding Securities Law, 5<sup>th</sup> ed., US, 2009, 137-38; Bragg S., Running a Public Company, From IPO to SEC Reporting, US, 2009, 3.*

<sup>24</sup> *Haas J. J., Corporate Finance in the Nutshell, 2<sup>nd</sup> ed., 2011, US, 11-13. Steinberg M. I., Understanding Securities Law, 5<sup>th</sup> ed., US, 2009, 39-42, 137-38.*

<sup>25</sup> ლიტერატურაში საჯარო კორპორაციის არანგარიშვალდებულ საწარმოდ ტრანსფორმაცია სხვადასხვა ტერმინით მოიხსენიება: *going private, doing dark, deregistration, delisting*. თითოეული სხვადასხვა კონტექსტში მოიხსენიება. ნაშრომის მიზნიდან გამომდინარე, გოინგ პრივატე, ზოგადად, ბირჟიდან ფასიანი ქაღალდის ბრუნვის შეწყვეტის გამო საწარმოს ტიპოლოგიურ ცვლილებას გულისხმობს, ხოლო დელისტინგის ტიპოლოგია შეწყვეტის საფუძველთა მიხედვით არის დეტერმინირებული. იხ. ნაშრომის II თავი.

არ ემიჯნება<sup>26</sup> და ამგვარი „მონოლითური სტრუქტურა“ კორპორაციული მართვის განსხვავებულ მოდელს ქმნის<sup>27</sup>.<sup>28</sup> შემცირებული ინტერესთა კონფლიქტის გამო დახურული საზოგადოების მართვა ნაკლებად სარისკო და იაფია. საჯარო კორპორაციისაგან განსხვავებით, აქციათა გასხვისების შეზღუდული შესაძლებლობა დახურული ტიპის კორპორაციას ნაკლებად მიმზიდველს ხდის.<sup>29</sup> რამდენადაც საინვესტიციო გადანყვეტილება ემიტენტის მიერ გაცხადებული ინფორმაციისადმი ნდობაუნარიანობით მიიღება, საჯარო კორპორაციის უკუ-კონვერსიით ფასიანი ქაღალდის ლიკვიდურობა, გასხვისებადობის შესაძლებლობა მცირდება.<sup>30</sup> ამდენად, აქციონერის მიერ საზოგადოებისაგან წილის გამოსყიდვის პროცესი, ოდენობა, ხშირად, ცალკეული სახელშეკრულებო შეთანხმების (*buy-out/buy-sell agreement*) საგანია.<sup>31</sup>

ნაშრომში დელისტინგის კონცეპტი ფართო პერსპექტივით არის წარმოდგენილი, რომელიც ყოველ ინდივიდუალურ შემთხვევაში სუბიექტურ-ობიექტური მოტივით წარიმართება, რაც ნებაყოფლობითი გადანყვეტილებით თუ იძულებითი, ეგზოგენური ფაქტორითა და განსხვავებული მეთოდით, სტრატეგიით მიიღწევა. მარტივი გაგებით, იგი ფასიანი ქაღალდის ლისტინგიდან ამოღებას გულისხმობს.<sup>32</sup> თუმცა ეს არ ნიშნავს ემიტენტის ყველა კლასის ფასიანი ქაღალდის, ე. ი. ბირჟიდან ანგარიშვალდებული სანარმოს ავტომატურ რეჟიმში სრულ დერეგისტრაციას. შესაძლებელია, განხორციელდეს ლისტინგიდან ერთი კლასის სრული ან ნაწილობრივი ამოღება.<sup>33</sup> მეტი სიცხადისათვის, უპრიანია კორპორაციის „პრივატიზებისა“ (*going private*) და „უხილავი ეგზისტენციის“ (*going dark*) მიღწევის მეთოდური<sup>34</sup> და შინაარსობრივი გაგების მიზეზშედეგობრივი შედარება. წარმოდგენილი კლასიფიკაციის მიხედვით, ორივე მათგანი ნებაყოფლობითი დელისტინგის სეგმენტს განეკუთვნება. დერეგისტრირებული კორ-

<sup>26</sup> *მახარობლიშვილი გ.*, კორპორაციული მართვის ზოგადი ანალიზი, თბ., 2015, 68-76;

<sup>27</sup> მართვა და კონტროლი ყოველი კორპორაციის შემთხვევაში არაერთგვაროვანი მმართველობითი პოლიტიკით მიიღწევა. მოდელთა სხვადასხვაობა არამხოლოდ სამენარმეო საქმიანობის წარმართვის პოლიტიკითა და ეკონომიკური ბაზრის თავისებურებით, არამედ უშუალოდ ქვეყნის გეოგრაფიული ადგილ-მდებარეობით, სოციო-ეკონომიკური ვითარებით თუ სამართლებრივი წესრიგითაა განპირობებული, *Kraakman R., Hansmann H., The End of History for Corporate Law, Paper №280, Yale International Center for Finance, Paper №00-09, 2000, 2. მახარობლიშვილი გ.*, კორპორაციული მართვის ზოგადი ანალიზი, თბ., 2015, 116-122.

<sup>28</sup> *McCahery J. A., Vermeulen P. M., Understanding (Un)Incorporated Business Forms, Topics in Corporate Finance, Amsterdam, 2005, 5-6; Haas J. J., Corporate Finance in the Nutshell, 2<sup>nd</sup> ed., 2011, US, 15-20. Palmiter A. R., Corporations, 7<sup>th</sup> ed., US, 2012, 531-535.*

<sup>29</sup> *Bainbridge St. M., Corporation Law and Economics, New York, 2002, 834. Hamilton R., Freer R., The Law of Corporations in the Nutshell, US, 197-202.*

<sup>30</sup> *Salzill F., Minority Shareholders and Empirical Evidences on Voluntary Delisting Phenomenon, Chair of Advanced Corporate Finance, 2013-2014, 24-25.*

<sup>31</sup> *Bainbridge St. M., Corporation Law and Economics, New York, 2002, 812.*

<sup>32</sup> დებულება „საქართველოს საფონდო ბირჟაზე“ ფასიანი ქაღალდების სავაჭო სისტემასა და ლისტინგში დაშვების შესახებ, 1-ლი მუხლის მე-2 ნაწილის მე-6 პუნქტი.

<sup>33</sup> ქართული კანონმდებლობა მას „სახაზინო აქციებად“ მოიხსენიებს და მისი გამოსყიდვის შესაძლებლობას გარკვეულ ჩარჩოში (განთავსებული აქციის 25%-მდე) აქცევს, იხ. „მენარმეთა შესახებ“ საქართველოს კანონის 531 მუხლის მე-9 პუნქტი. მუხლში არ არის საუბარი სახაზინო აქციების გასხვისების შესაძლებლობაზე; რა ვადაში უნდა მოხდეს მისი რეალიზაცია. რაც შეეხება არამიზნობრივ გამოსყიდვას, ამის პრევენციას ხელმძღვანელ პირთა სამართლებრივი პასუხისმგებლობა უზრუნველყოფს, *Cox J. D., Hazen Th. L., Business Organizations Law, US, 2011, 592, 602.*

<sup>34</sup> *Onesti T., Romano M., Favino Ch., Pieri V., Going Private and Going Dark Strategies, SSRN electronic Journal, 2013, 1-2.*

პორაციის „უხილავი არსებობა“ არასაბირჟო ვაჭრობით გრძელდება,<sup>35</sup> რომელიც „ვარდისფერი ქაღალდის“ (*Pink Sheet*) ელექტრონული სისტემით ან *Over-the-Counter* სისტემის მეშვეობით ოპერირებს.<sup>36,37</sup> მიუხედავად ამისა, არასაბირჟო ვაჭრობა ინვესტორთა მხრიდან ნაკლები ნდობაუნარიანობით სარგებლობს, რადგან პირველადი განთავსებისგან სხვაობით, ინფორმაციის გამჟღავნების იმპერატიული მოთხოვნა დერეგულირებულია.<sup>38</sup> ამდენად, დერეგისტრაციას აუცილებლად არ მოჰყვება მენარმე სუბიექტის „კორპორაციული ცხოვრების აღსასრული“ (ლიკვიდაცია).

ანგარიშვალდებული საწარმოს უკუ-კონვერსიისკენ მიმართული ტრანზაქცია (*Going Private Transaction*)<sup>39</sup> გულისხმობს ანგარიშვალდებული საწარმოს მაჟორიტარი აქციონერის ან აქციონერთა ჯგუფის საკონტროლო უფლებამოსილების სრული მოპოვებისაკენ, კორპორაციის პრივატიზებისკენ მიმართულ ოპორტუნისტულ.<sup>40</sup> „პრივატიზების ტრანზაქციით“ კონვერსიის, ორგანიზაციული ცვლილების<sup>41</sup> მეთოდი შესაძლებელია იყოს შერწყმა, შექმნა, აქციათა გაყოფა, სატენდერო შეთავაზება.<sup>42</sup> იგი განსხვავდება სავალდებულო მიყიდვის ინსტიტუტისგან, რომელიც უფრო დახურული ტიპის კორპორაციისთვისაა სახასიათო.<sup>43</sup> მოტივი: საჯარო კორპორაციის ანგარიშგების, ზოგად-საკანონმდებლო თუ სალისტინგო მოთხოვნათა შესრულებით გამონეული ხარჯი, განსაკუთრებით მაშინ, როდესაც საწარმოსთვის კაპიტალის ბაზარზე ოპერირება არა მომგებიანია, არამედ უფრო ძვირადღირებული ხდება.<sup>44</sup> ამ თვალსაზრისით, მენეჯმენტის ინიცირება ტიპოლოგიურ ცვლილებაზე დადებით კონტექსტშიც განიხილება ისევე,

<sup>35</sup> *Martinez I., Serve St., Djama C., Reasons for Delisting and Consequences: A Literature Review and Research Agenda, 4. Zetzsche D., Going Dark Under German Law – Towards an Efficient Regime for Regular Delisting, Center for Business and Corporate Law Research Paper Series (CBC-RPS), 2013, 3.*

<sup>36</sup> *Mecay J., O'Hara M., Pompilio D., Down and Out of Stock Market: The Law and Finance of the Delisting Process, SSRN electronic Journal, 2005, 4, 13-14.*

<sup>37</sup> მეორეული კაპიტალის ბაზრის მთავარი აქტორი რეგისტრირებული ბროკერ-დილერია, რომელიც დახურული კორპორაციის აქციებით ვაჭრობის შესაძლებლობას უშვებს. ისეთი დიდი კორპორაციები, როგორცაა: *LinkedIn, Groupon* ბაზრის მეშვეობით ვაჭრობდნენ, *Osovsky A., The Curious Case of the Secondary Market with Respect to Investor Protection, Tennessee Law Review, Vol. 82:XXX, 2014, 23, 18-26.*

<sup>38</sup> გამოწვევის: *Pink Sheet Disclosure Policy, Molitor M. K., Will More Sunlight Fade the Pink Sheets? Increasing Public Information about Non-reporting Issuers with Quoted Securities, Indiana Law Review, Vol. 39:309, 2006, 347-361. Leuz Ch., Triantis A., Wang T., Why Do Firms Go Dark? Cases and Economic Consequences of Voluntary SEC deregistration, Journal of Accounting and Economics, 2008, 11-12, 18-24.* ნებაყოფლობით, შესაძლებელია, ინვესტორთათვის ინფორმაციის გაცხადება როგორც კომპანიის ვებ გვედზე, ელ. მისამართზეც: <[www.pinksheets.com](http://www.pinksheets.com)>, იქვე, 33. *Salzill F., Minority Shareholders and Empirical Evidences on Voluntary Delisting Phenomenon, Chair of Advanced Corporate Finance, 2013-2014, 29-30.*

<sup>39</sup> ტრანზაქციას *Public-to-Private*-საც უწოდებენ, *Borden A. M., Yunis J. A., Going Private, New York, 2006, 2.*

<sup>40</sup> *Borden A. M., Yunis J. A., Going Private, New York, 2006, 1-4. Bragg S., Running a Public Company, From IPO to SEC Reporting, US, 2009, 282-283.*

<sup>41</sup> *Cox J. D., Hazen Th. L., Business Organizations Law, US, 2011, 658-660.*

<sup>42</sup> *Engel E., Hayes R. M., Wang X., The Sarbanes-Oxley Act and Firms' Going Private Decisions, SSRN electronic Journal, 2004, 12.*

<sup>43</sup> *Borden A.M., Yunis J. A., Going Private, New York, 2006, 1-4. Bragg S., Running a Public Company, From IPO to SEC Reporting, US, 2009, 5-6.*

<sup>44</sup> *Leuz Ch., Triantis A., Wang T., Why Do Firms Go Dark? Cases and Economic Consequences of Voluntary SEC deregistration, Journal of Accounting and Economics, 2008, 2. Boadle S., Jeffery H. M., Taking Your Company Private in: Floating Your Company, The Essential Guide to Going Public, 3<sup>rd</sup> ed., US, 2007, 237-238.*

როგორც დელისტინგი პოტენციური მტრული შეძენის არიდების უკიდურესი მექანიზმი.<sup>45</sup> მეორე მხრივ, შესაძლოა, დერეგისტრაციის მიზანი მაჟორიტარ აქციონერთა პირადი ინტერესი<sup>46</sup> ან სულაც მენეჯერთა არაკვალიფიციური ადმინისტრირების შენიღბვა გახდეს.<sup>47</sup>

## 2. იძულებითი დელისტინგის გამომწვევი მიზეზები

ხელმძღვანელთა რაციონალური გადაწყვეტილება სამართლებრივი და ეკონომიკური ანალიზის კორელაციით მიიღება.<sup>48</sup> რაციონალური არჩევანის თეორია გონივრული გადაწყვეტილების მიღების სტრუქტურირებული პროცესის ფორმალური ანალიზია, რომელიც კორპორაციული აქტორის მიზნის ყველაზე სასურველი შედეგით მიღწევას ემსახურება.<sup>49</sup> მორალური პრინციპების დაცვის ვალდებულება იმგვარი რაციონალური ქცევის საფუძველია, რომელიც პირადი სარგებლის მაქსიმიზაციაზე ორიენტირებულ გადაწყვეტილებას უპირისპირდება.<sup>50</sup> ხელმძღვანელთა და მაჟორიტართა ალტერ მიზანი მინორიტარ აქციონერთა ინტერესისგან დიფერენცირდება, რაც მმართველობითი პოლიტიკის დილემას უფრო მეტად ამძაფრებს. არც სანარმოს ტიპოლოგიური ცვლილებაა გამონაკლისი, განსაკუთრებით კი ნებაყოფლობითი დელისტინგის შემთხვევაში, როდესაც სამართლებრივი კაუზა მინორიტარ ინვესტორთა ქონებრივი უფლების კანონისმიერ დაცვაში მდგომარეობს.

დელისტინგის ტიპოლოგიური სეგმენტაცია მეორე თავშია წარმოდგენილი, რომელიც, ნაშრომის ფარგლების მიხედვით, ანგარიშვალდებული სანარმოს ტრანსფორმაციის მეთოდოლოგიასა და სამართლებრივი რისკის იდენტიფიცირებას განიხილავს. რამდენადაც კვლევა იძულებით ტიპოლოგიურ ცვლილებაზეა ორიენტირებული, წინამდებარე თავში ვოლუნტარისტული დელისტინგი პირველის შინაასობრივი მხარის უკეთ გაშუქებას ემსახურება.

### 2.1. ნებაყოფლობითი და იძულებითი დელისტინგის დიფერენციაცია

დელისტინგის თეორიული კლასიფიკაცია ზოგიერთ სამეცნიერო პუბლიკაციაში ტიპოლოგიური დოქტომიით<sup>51</sup>, ხშირად ტრიქტომიით<sup>52</sup> არის წარმოდგენილი. თუკი სქემატურად

<sup>45</sup> მახარობლიშვილი გ., კაპიტალურ საზოგადოებათა სტრუქტურაში ფუნდამენტური ცვლილებების განხორციელება კორპორაციულ-სამართლებრივ ქმედებათა (შეძენა, შერწყმა) საფუძველზე“, თბ., 2014, 211-215. *Hamilton R., Freer R., The Law of Corporations in the Nutshell, US, 312. Cox J. D., Hazen Th. L., Business Organizations Law, US, 2011, 658.*

<sup>46</sup> *Ventoruzzo M., Freeze-outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals, Virginia Journal of International Law, Vol. 50:4, 2009-2010, 842-847.*

<sup>47</sup> *Leuz Ch., Triantis A., Wang T., Why Do Firms Go Dark? Cases and Economic Consequences of Voluntary SEC deregistration, Journal of Accounting and Economics, 2008, 6-11.*

<sup>48</sup> *Frerichs S., The Legal Constitution of Market Society: Probing the Economic Sociology of Law, The European Sociology – The European Electronic Newsletter, Vol. 10, №3, 2009, 22.*

<sup>49</sup> კორპორაციული აქტორის შესახებ, *Mashlow J. L., The Economic Context of Corporate Social Responsibility, in: Corporate Governance and Director's Liabilities, Legal, Economic and Sociological Approach (eds., Hopt J. L., Teubner G.), Germany, 1984, 72-3.*

<sup>50</sup> *ლიტლი დ., სოციალური ახსნის მრავალფეროვნება, შესავალი სოციალურ მეცნიერებათა ფილოსოფიაში (თარგ. ლ. ხეჩუაშვილი), თბ., 2003, 90-5.*

<sup>51</sup> სტანდარტულად, კლასიფიკაცია ნებაყოფლობით და იძულებითი დელისტინგის დიფერენციაციამდე დაიყვანება, რომელსაც ქვეგანშტოება აქვს, *Onesti T., Romano M., Favino Ch., Pieri V., Going Private and Going Dark Strategies, SSRN Electronic Journal, 2013, 10-13.*

<sup>52</sup> *Salzill F., Minority Shareholders and Empirical Evidences on Voluntary Delisting Phenomenon, Chair of Advanced Corporate Finance, 2013-2014, 6-13.*



წარმოვიდგენთ, ანგარიშვალდებული საწარმოს დერეგისტრაცია ორი ძირითადი – ნებაყოფლობითი და იძულებითი საფუძვლით შეიძლება განხორციელდეს, რომელთაგან ნებაყოფლობითი ორ პირდაპირ და არაპირდაპირ (შეიძლება ითქვას, სუბიექტურ და ობიექტურ) ქვეკატეგორიებად დავყოთ. პირდაპირი უშუალოდ ემიტენტის სუბიექტური ნების გამოვლენით ხორციელდება, ხოლო მეორე შემთხვევაში – ობიექტური ფაქტორით, კორპორაციული კომბინაციით. რაც შეეხება არანებაყოფლობით, იგივე იძულებით დელისტინგს, იგი საფონდო ბირჟის ან მარეგულირებელი აგენტის გადაწყვეტილებით ხორციელდება.

### 2.1.1. პირდაპირი ნებაყოფლობითი დელისტინგი

ნებაყოფლობითი დელისტინგი იძულებითისგან ერთი ვ მიზეზობრივი თვალსაზრისით, მეორე – ნებლობითი ასპექტით, მესამე – აქციათა და ზოგადად, ფასიანი ქაღალდის ღირებულებაზე ეკონომიკური შედეგით განსხვავდება. ნებაყოფლობითი დერეგისტრაცია კორპორაციის არასახარბიელო ფინანსური მდგომარეობითაა განპირობებული, რომელიც კორპორაციული შესაბამისობის ხარჯის შემცირებით აქციონერთა მატერიალური კეთილდღეობის მაქსიმიზაციას იწვევს; ლოგიკურად, იძულებითი დელისტინგი დესტრუქციული ეფექტის მქონეა.<sup>53</sup> არასასურველი ეკონომიკური თუ სამართლებრივი შედეგის თავიდან არიდება მმართველ ორგანოთა ფიდუციური ვალდებულებებითა უზრუნველყოფილი.<sup>54</sup> როდესაც მენეჯმენტისთვის ცნობილი ხდება აქციის გაუფასურება, დელისტინგის ინიცირება ზედმეტი ხარჯის არიდებას ემსახურება.<sup>55</sup> თუმცა დელისტინგის შესახებ ინფორმაციის ოფიციალურ გაცხადებამდე ინსაიდერული ინფორმაციით ვაჭრობის საფრთხე პროპორციულად მატულობს, რომლის გასხვისება დიდ ზეგავლენას ახდენს აქციის საბაზრო ღირებულებაზე.<sup>56</sup> საბაზრო ღირებულების დევალვაცია კი მცირე ინვესტორის მიერ აქციის გაყიდვის შესაძლებლობას ამცირებს.<sup>57</sup> ამ ეტაპზე, საზოგადოებისგან აქციის გამოსყიდვის შემთხვევაშიც, საბაზრო ღირებულებით გამოთვლილი საკომპენსაციო ოდენობა გაცილებით ნაკლები იქნება. წინამდებარე ნაციონალური კანონმდებლობის ყურადღების მიღმა მოქცეული, რაც მინორიტარ აქციონერთა ქონებრივი უფლებების დაცვას უფრო სენსიტიურს ხდის. რამდენადაც აქციათა მაღალი ფასის შენარჩუნება ხელმძღვანელთა „საზრუნავია“ შემცირებული ფასით გამონვეული ხარჯის პრევენციის მიზნით, შესაძლებელია, აქციათა კლასი უკუშესყიდვას დაექვემდებაროს.<sup>58</sup>

<sup>53</sup> *Martinez I., Serve St., Djama C.*, Reasons for Delisting and Consequences: A Literature Review and Research Agenda, SSRN Electronic Journal, 2-10, 4-16.

<sup>54</sup> *McGuinness M. J., Renbock T.*, Going-Private Transactions: A Practitioner's Guide, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 80, 2005, 437 და შემდგომი.

<sup>55</sup> *Martinez I., Serve St., Djama C.*, Reasons for Delisting and Consequences: A Literature Review and Research Agenda, 6.

<sup>56</sup> *Schneeman A.*, The Law of Corporations and other Business Organizations, US, 2010, 461-462. *Hamilton R., Freer R.*, The Law of Corporations in the Nutshell, US, 2011, 311-312.

<sup>57</sup> *Khorth J.*, Protection of Investors in Voluntary Delisting on the U.S. Stock Market, Uppsala Faculty of Law, Working Paper №4, 2014, 7.

<sup>58</sup> ნიშანდობლივია, უკუშესყიდვისა და გამოსყიდვის შინაარსობრივი თუ შედეგობრივი სხვაობა. პირველისგან განსხვავებით გამოსყიდვა ერთი კონკრეტული აქციონერისაგან წილის შექნას, ე.ი. აქციონერის მიერ აქციის გამოსყიდვას (*repurchase*) და დანარჩენ წევრებზე პროპორციულად გადანაწილებას გულისხმობს მაშინ, როდესაც უკუშესყიდვა (*redeem*) ერთი კლასის აქციონერთა მიმართ თანასწორობის პრინციპის დაცვით, თანაბარმნიშვნელოვნად ხორციელდება, *Hamilton R., Freer R.*, The Law of Corporations in the Nutshell, US, 2011, 311-13. გამოსყიდვა, შესაძლებელია, განხორციელდეს სადამფუძნებლო აქტში წინსწრებით გათვალისწინებული ფასით ან გადასახდელი თანხის ოდენობის

ნებაყოფლობითი დელისტინგის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი ასპექტი ხელმძღვანელთა ოპტუნიზმს უკავშირდება; განსაკუთრებით მენეჯმენტის მიერ აქციათა გამოსყიდვის შეთავაზებისას (*MBO*), რომელიც აგენტ-პრინციპალის პრობლემასთან განიცდის ბმას და პროცედურულად თითქმის იმავე კონტექსტში წარიმართება, როგორც „პრივატიზირება“ მოზიდული კაპიტალით საზოგადოების შექმნისას<sup>59</sup> (*LBO*).<sup>60</sup> *MBO*-ს შემთხვევაში მენეჯერები მოქმედებენ ან დამოუკიდებლად, ან ერთად, გარე სასესხო დაფინანსების მეშვეობით აქციის გამოსყიდვისას, რომელიც ასევე შესაბამისი ინფორმაციის განმჟღავნებას მოითხოვს.<sup>61</sup> ლიტერატურაში საკმაოდ ვრცლად არის განხილული ემიტენტის მიერ განხორციელებული სატენდერო შეთავაზება საკუთარი აქციების გამოსასყიდად (თვით-ტენდერი, *self-tender*),<sup>62</sup> რომელიც ანგლო-ამერიკულ სამართალში ანგარიშვალდებული სანარმო პრივატიზებისკენ მიმართული ტრანზაქციის შედეგობრივად პარალელური ინსტიტუტია. სხვაობა ინფორმაციის გასაჯაროების ფორმაშიც არის.<sup>63</sup>

ზოგადად, ნებაყოფლობითი კატეგორიის დელისტინგი „პრივატიზებისაკენ მიმართულ ტრანზაქციად“ აღიქმება.<sup>64</sup> საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ვაჭრობიდან მოხსნის ერთ-ერთი საფუძველი შეიძლება იყოს ემიტენტის რეორგანიზაცია, პირადი განცხადება ან დადებული ხელშეკრულების შეწყვეტა.<sup>65</sup> მაგალითად, ერთ-ერთი ყველაზე მარტივი ფორმაა, როდესაც ანგარიშვალდებული სანარმო აფუძნებს კომპანიას, შერწყმის ყველა წინაპირობის დაკმაყოფილების შემდგომ, შვილობილი კომპანია ერწყმის საჯარო კორპორაციას, რომელშიც, როგორც წესი, ერთი აქციონერით განაგრძობს არსებობას.<sup>66</sup> შემძენი სამიზნე საზოგადოების საკონტროლო პაკეტის მოპოვების შემდგომ, მოკლე შერწყმით (*short-form merger*) განახორციელებს საჯარო კორპორაციის უკუკონვერსიას.<sup>67</sup>

გამოსათვლელი ფორმულით, *Schneeman A.*, *The Law of Corporations and other Business Organizations*, US, 2010, 409.

<sup>59</sup> *მაისურაძე დ.*, კორპორაციულ-სამართლებრივი თავდაცვითი ღონისძიებები კაპიტალური საზოგადოების რეორგანიზაციისას (შედარებით-სამართლებრივი კვლევა უპირატესად დელავერისა და ქართული საკორპორაციო სამართლის მაგალითზე), თბ., 2015, 92-94.

<sup>60</sup> *მახარობლიშვილი გ.*, კაპიტალურ საზოგადოებათა სტრუქტურაში ფუნდამენტური ცვლილებების განხორციელება კორპორაციულ-სამართლებრივ ქმედებათა (შექმენა, შერწყმა) საფუძველზე“, თბ., 2014, 134-145, *Haas J. J.*, *Corporate Finance in the Nutshell*, 2<sup>nd</sup> ed., US, 610.

<sup>61</sup> მაგ., გამოსყიდვის მიზნებზე იხ. იქვე, 662-664.

<sup>62</sup> *Haas J. J.*, *Corporate Finance in a Nutshell*, US, 2011, 660-664.

<sup>63</sup> ამერიკის ფასიანი ქაღალდების აქტის 13-ე-4-მუხლის მიხედვით, თვით-ტენდერის შემთხვევაში ივსება *Schedule TO*, როდესაც „პრივატიზებისაკენ მიმართული ტრანზაქციის“ დროს 13-ე-3 მუხლის ივსება *Schedule 13E-3*. ზოგადად, „გორმა 13-3“-ში აღინიშნება ტრანზაქციის მიზეზი, განხორციელებისთვის ფინანსური რესურსის ბაზისი, გადანყვეტილების მიღების პროცესში დამოუკიდებელი ხელმძღვანელების ჩართულობა, მენეჯერთა მხიდან ტრანზაქციის განხორციელების სამართლებრივი შეფასება მინორიტარ, არააფილირებულ ინვესტორთა პერსპექტივიდან, *Engel E.*, *Hayes R. M.*, *Wang X.*, *The Sarbanes-Oxley Act and Firms' Going Private Decisions*, SSRN Electronic Journal, 2004, 11, ft. 9. *Clark R. Ch.*, *Corporate Law*, US, 1986, 523-524.

<sup>64</sup> *Martinez I.*, *Serve St.*, *Djama C.*, *Reasons for Delisting and Consequences: A Literature Review and Research Agenda*, 6.

<sup>65</sup> დებულება „საქართველოს საფონდო ბირჟაზე“ ფასიანი ქაღალდების სავაჭრო სისტემასა და ლისტინგში დაშვების შესახებ, მუხ.: 5.12.1 და 6.10.2.

<sup>66</sup> *Engel E.*, *Hayes R.M.*, *Wang X.*, *The Sarbanes-Oxley Act and Firms' Going Private Decisions*, SSRN electronic Journal, 2004, 13.

<sup>67</sup> იქვე, 13; *მახარობლიშვილი გ.*, კაპიტალურ საზოგადოებათა სტრუქტურაში ფუნდამენტური ცვლილებების განხორციელება კორპორაციულ-სამართლებრივ ქმედებათა (შექმენა, შერწყმა) საფუძველზე“, თბ., 2014, 128.

ნებაყოფლობითი დელისტინგი განსაკუთრებით მინორიტარი ინვესტორის ქონებრივ უფლებაზე ზემოქმედებს, რომლის უარყოფითი ზეგავლენის არიდება საფონდო ბირჟის მოქმედი წესებით, საერთო კრების მიერ გადაწყვეტილების მიღებით და ფიდუციურ მოვალეობათა დარღვევაზე აპელირებით ხელმძღვანელების წინააღმდეგ სარჩელის აღძვრით შეიძლება.<sup>68</sup> საინტერესოა გერმანული ფედერალური სასამართლოს 2002 წლის *Macroton*-ის საქმეზე გადაწყვეტილება, რომლის თანახმად, საწარმოს ნებაყოფლობითი დერეგისტრირება აქციონერთა საერთო კრების უბრალო უმრავლესობის გადაწყვეტილებით უნდა განხორციელდეს, რომელიც მინორიტარ აქციონერთა ქონებრივი უფლების დაცვას, აქციათა საზოგადოებისგან გამოსყიდვის პრაქტიკულ რეალიზაციას უზრუნველყოფს.<sup>69</sup> თუმცა *Frosta*-ს საქმეზე გერმანიის საკონსტიტუციო სასამართლოს 2012 წლის გადაწყვეტილებით, ეს მიდგომა შეიცვალა იმით, რომ ვოლუნტარისტული დელისტინგის განხორციელება არ საჭიროებს საერთო კრების მოწვევას, არც ოფერტის შეთავაზებას.<sup>70</sup> ამის შემდგომ, 2015 წელს გერმანიის ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონში შევიდა ცვლილება, რომლის თანახმად, ნებაყოფლობითი დელისტინგი, მართალია, საერთო კრების თანხმობას არ საჭიროებს, თუმცა სავალდებულოა სატენდერო შეთავაზების განხორციელება თითოეული აქციონერის მიმართ, ხოლო აქციაში გადახდილი ფასი არ უნდა იყოს ოფერტამდე ბოლო ექვსი თვის განმავლობაში აქციის საბაზრო ღირებულების საშუალო შენონილზე ნაკლები.<sup>71</sup>

## 2.1.2. არაპირდაპირი ნებაყოფლობითი დელისტინგის ძირითადი ტიპების ზოგადი მიმოხილვა

### 2.1.2.1. LBO – ანგლო-ამერიკული პერსპექტივა

ანგლო-ამერიკულ პრაქტიკაში საწარმოს დაუფლების, პრივატიზებისაკენ მიმართული ტრანზაქციის დაფინანსება მოზიდული გარე, სასესხო დაფინანსების მეშვეობით წარმართება.<sup>72</sup> დაუფლების სტრუქტურული სტრატეგიის შემუშავებამდე ხდება მოზიდული, სასესხო კაპიტალის მეშვეობით შემძენის მიერ სამიზნე საზოგადოების დაპატრონების ტრანზაქციის ნაწილობრივი დაფინანსება.<sup>73</sup> ეს მეთოდი, ძირითადად, კორპორაციის ინვესტორთა მიერ ფულით საზოგადოების აქციათა შეძენისთვის გამოიყენება.<sup>74</sup>

<sup>68</sup> რამდენადაც კონვერსია მინორიტარი ინვესტორის ქონებრივი ინტერესის მოდიფიკაციას ინვესტ, *Moye J. E.*, *The Law of Business Organization*, 6<sup>th</sup> ed., U, 2004, 521. *Khorth J.*, *Protection of Investors in Voluntary Delisting on the U.S. Stock Market*, Uppsala Faculty of Law, Working Paper №4, 2014, 6-8.

<sup>69</sup> BGHZ 153 S. 47= DB 2003 S. 544, გადაწყვეტილების ინგლისურენოვანი ვერსია იხ. *Cahn A., Donald D. C.*, *Comparative Company Law, Text and Cases on the Laws Governing Corporations in Germany, the UK and the USA*, Cambridge, 2010, 500-509.

<sup>70</sup> *Khorth J.*, *Protection of Investors in Voluntary Delisting on the U.S. Stock Market*, Uppsala Faculty of Law, Working Paper №4, 2014, 13-15.

<sup>71</sup> *Zimmer L., Imhoff J. V.*, *New German Delisting Rules Aim to Protect Investors*, Skadden, 2016, 1-2.

<sup>72</sup> *Martinez I., Serve St., Djama C.*, *Reasons for Delisting and Consequences: A Literature Review and Research Agenda*, SSRN electronic Journal, 4. *Martinez I.*, *The Delisting Decisions: The Case of Buyout Offers with Squeeze-out (BOSO)*, SSRN Electronic Journal, 2011, 2-4.

<sup>73</sup> *Salzill F.*, *Minority Shareholders and Empirical Evidences on Voluntary Delisting Phenomenon*, Chair of Advanced Corporate Finance, 2013-2014, 9-10.

<sup>74</sup> *მახარობლიშვილი გ.*, კაპიტალურ საზოგადოებათა სტრუქტურაში ფუნდამენტური ცვლილებების განხორციელება კორპორაციულ-სამართლებრივ ქმედებათა (შეძენა, შერწყმა) საფუძველზე“, თბ., 2014, 132. *Haas J. J.*, *Corporate Finance in the Nutshell*, 2<sup>nd</sup> ed., 2011, US, 609.

### 2.1.2.2. BOSO – კონტინენტურ ევროპული პერსპექტივა

კონტინენტური ევროპის კორპორაციათა უმრავლესობაში საკუთრების სტრუქტურის მსხვილი დისპერსიაა ტენდენციური; სანარმოს პრივატიზების კლასიკური მექანიზმად მცირე ინვესტორისადმი მაჟორიტარის მიერ „სავალდებულო მიყიდვით გამოსყიდვის შეთავაზება“ (*Buy-out Offer with Squeeze-Out*) გამოიყენება.<sup>75</sup> სანარმოს ბირჟიდან უკუ-კონვერსია მაჟორიტარის მიერ საკონტროლო პაკეტის შექმნა XIII დირექტივის მოწესრიგების საგანია.<sup>76</sup> პრაქტიკულად, სავალდებულო მიყიდვის ინსტიტუტი გამოიყენება საჯარო კორპორაციის ხმის უფლების მქონე აქციის მაჟორიტარის მიერ საკონტროლო პაკეტის სრული მოპოვებით, უმცირესობის საზოგადოებიდან „სამართლიან ფასად განდევნით“.<sup>77</sup> შემდგომში კი სანარმოს დერეგისტრაცია ხორციელდება,<sup>78</sup> რომელიც LBO-სგან მოზიდული კაპიტალით დაფინანსებას არ საჭიროებს<sup>79</sup>. ამ ინსტიტუტის პრაქტიკული რეალიზება შემდეგი სცენარით წარმართება: ა) გამოსყიდვის შეთავაზება; ბ) მინორიტართა მიმართ იძულებითი მიყიდვის (*squeeze out*) ავტომატური ან შეთავაზების დასრულებისთანავე ამოქმედება.<sup>80</sup>

### 2.2. იძულებითი დელისტინგის ძირითადი მოტივები

იძულებითი დელისტინგის მაპროვოცირებელი შესაძლოა როგორ ზოგად-საკანონმდებლო ნორმასთან, ისევე საფონდო ბირჟის სალისტინგო წესის კორპორაციული შეუსაბამობა აღმოჩნდეს. ორივე მოტივი პროცედურული ფორმლობების დაცვით, ეტაპობრივად სრულდება და საბოლოოდ, ფასიანი ქაღალდების ბირჟიდან ანგარიშვალდებული სანარმოს იძულებითი უკუ-კონვერსიით სრულდება.

ზოგად-საკანონმდებლო წესთან შეუსაბამობა, მაგალითისათვის, ანგარიშვალდებული სანარმოს ბენეფიციართა ოდენობის შემცირებაშიც შეიძლება გამოიხატოს.<sup>81</sup> დელისტინგის საფუძველი თითოეული საფონდო ბირჟის შემთხვევაში ინდივიდუალურია, ძირითადი საფუძველი სალისტინგო წესით დადგენილი კვალიტატურ (ხარისხობრივი) და კვანტიტატურ (რაოდენობრივი) სტანდარტთან შეუსაბამობა გახლავთ.<sup>82</sup> მაგალითად, NASDAQ-მა შესაძლოა განახორციელოს ემიტენტის დელისტინგი, თუკი არ აკმაყოფილებს შემდეგ მინიმალურ სტანდარტს: ა) სააქციო კაპიტალი – 10 მილიონ აშშ დოლარის ოდენობით; ბ) 750 000 განთავსებული აქცია;

<sup>75</sup> *Martinez I., Serve St., Djama C., Reasons for Delisting and Consequences: A Literature Review and Research Agenda*, 2.

<sup>76</sup> *კიკვაძე გ., სავალდებულო სატენდერო შეთავაზება, საკორპორაციო სამართლის კრებული, ტ. III, (რედ. ბურდული ი., მახარბლიშვილი გ.), თბ., 2015, 54-57.*

<sup>77</sup> *Ventoruzzo M., Freeze-outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals, Virginia Journal of International Law, Vol. 50, 2010, 886.*

<sup>78</sup> *Martinez I., Serve St., Djama C., Reasons for Delisting and Consequences: A Literature Review and Research Agenda*, 2.

<sup>79</sup> *Martinez I., The Delisting Decisions: The Case of Buyout Offers with Squeeze-out (BOSO), SSRN Electronic Journal, 2011, 9.*

<sup>80</sup> *Martin D.G., Montcel A. R., Baird-Smith M., France, Common Legal Framework for Takeover Bids in Europe, Vol. II, UK, 2010, 121.*

<sup>81</sup> *Bragg S., Running a Public Company, From IPO to SEC Reporting, US, 2009, 304-305.*

<sup>82</sup> თითქმის იდენტური სალისტინგო მოთხოვნები აქვთ NYSE-სა და NASDAQ-ს, *Mecay J., O'Hara M., Pompilio D., Down and Out of Stock Market: The Law and Finance of the Delisting Process, SSRN electronic Journal, 2005, 11, 8-10.*



გ) განთავსებულ აქციათა საბაზრო ღირებულება – 30 სამუშაო დღის განმავლობაში მინიმუმ 5 მილიონი აშშ დოლარის ღირებულებით; დ) 30 სამუშაო დღის განმავლობაში ერთი აქციის შეთავაზებული ფასი (*bid price*) – 1 აშშ დოლარი; ე) მინიმუმ 400 აქციონერი; ვ) მინიმუმ ორი საბაზრო შუამავალი.<sup>83</sup> ბირჟის ოფიციალურ გვერდზე თავსდება იმ ემიტენტთა ჩამონათვალი (*noncompliant issuer*<sup>84</sup>), რომელიც სალისტინგო წესს ვერ აკმაყოფილებს, რაც ფასიანი ქაღალდით ვაჭრობის დროებით შეჩერების წინაპირობაა.<sup>85</sup> შეიძლება გამოყენებულ იქნას ფულადი სანქციაც<sup>86</sup>. დროებით შეჩერებაზე გადაწყვეტილებას იღებს ბირჟის გენერალური დირექტორი, რაზეც სამეთვალყურეო საბჭოს თავმჯდომარეს ატყობინებს.<sup>87</sup> საქართველოს საფონდო ბირჟის მოწესრიგებით, იძულებითი დელისტინგის წინაპირობაა ფასიანი ქაღალდის ლისტინგის შეჩერების მიზეზის გონივრულ ვადაში აღმოუფხვრელობა, რომელიც, ასევე, სამეთვალყურეო საბჭოს გადაწყვეტილებით ხორციელდება; კოტირებული ქაღალდის ბრუნვის შეჩერების ერთ-ერთი საფუძველი, სალისტინგო წესის შეუსრულებლობის გარდა, ბაზარზე მოვლენათა ისეთ განვითარებას უკავშირდება, რომლის პირობებში ლისტინგის შეჩერება ინვესტორთა ინტერესების დაცვის მიზანს ემსახურება.<sup>88</sup> აღნიშნული უფრო მეტ კონკრეტიზაციას საჭიროებს როგორც ინვესტორთა ინტერესის ინტერპრეტირების კრიტერიუმების, ისევე ბაზარზე მოვლენათა კონტროლდუქტიული განვითარების შესაძლო შემთხვევების თვალსაზრისით. ვაჭრობის განახლება ინვესტორთა უსაფრთხოების უზრუნველყოფას უკავშირდება, რაც, ასევე, უსაფრთხოების განსაზღვრების წინაპირობათა დადგენას საჭიროებს. ნიშანდობლივია, სალისტინგო წესთა კვანტიტატიური (ფინანსური) მოთხოვნები, რომელთა დაკმაყოფილების პრაქტიკული უნარი სანარმოთა ფართო წრისათვის იყოს შესაძლებელი.

საუკეთესო შემთხვევაში, აქციათა დელისტინგი კორპორაციის ნებაყოფლობითი გადაწყვეტილებით ხორციელდება,<sup>89</sup> რაც აქციათა ფასზე იმდენად დესტრუქციული ზეგავლენის მომხდენი არ არის, რამდენადაც ეს შეიძლება იძულებითი დელისტინგის გამოცხადებიდან მის პრაქტიკულ განხორციელებამდე იყოს<sup>90</sup>. ბაზრის დროულად დატოვების რაციონალობა მნიშ-

<sup>83</sup> *NASDAQ Listing Requirements*, იხ. <[http://nasdaq.cchwallstreet.com/NASDAQTools/PlatformViewer.asp?select ednode=chp\\_1\\_1\\_4\\_3&manual=%2Fnasdaq%2Fmain%2Fnasdaq-equityrules%2F](http://nasdaq.cchwallstreet.com/NASDAQTools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp_1_1_4_3&manual=%2Fnasdaq%2Fmain%2Fnasdaq-equityrules%2F)>, [27.05.2016].

<sup>84</sup> *NYSE*-ის საფონდო ბირჟის ელ. მისამართზე სალისტინგო წესთან შესაბამისობაში არმყოფ ემიტენტთა ჩამონათვალი: <<https://www.nyse.com/regulation/noncompliant-issuers>>, [27.05.2016].

<sup>85</sup> 2015 წლის 10 ივნისიდან დროებით შეჩერდა სს „ელექტრო ტექნიკური ქარხნის“ და „პოლიგრაფისტიკის“ აქციებით ვაჭრობა, საქართველოს საფონდო ბირჟის ვებ. გვერდი: <[http://www.gse.ge/default\\_geo.asp](http://www.gse.ge/default_geo.asp)>, [27.05.2016].

<sup>86</sup> *NYSE*-ის ოფიციალურ ვებ გვერდზე ხელმისაწვდომია იმ კორპორაციათა ჩამონათვალი, რომელთა მიმართ დისციპლინური კატეგორიის ღონისძიების გატარება ხდება, რომლის საფუძველი, შესაძლოა, ინვესტორთა საჩივარი, *SEC*-ის მიმართვა გახდეს. 2015 წლის 29 დეკემბერს *NYSE*-ის მიერ „დოიჩე ბანკის“ მიმართ დანიშნული სანქცია 150 000 აშშ დოლარის ოდენობით, <[https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/markets/nyse/disciplinaryactions/2015/DBAB%20\(NYSE\)%2020130354658-01%20Decision.pdf](https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/markets/nyse/disciplinaryactions/2015/DBAB%20(NYSE)%2020130354658-01%20Decision.pdf)>, [27.06.2016].

<sup>87</sup> დებულება „საქართველოს საფონდო ბირჟაზე“ ფასიანი ქაღალდების სავაჭრო სისტემასა და ლისტინგში დაშვების შესახებ“, მუხ.: 5.1., 5.2.

<sup>88</sup> იქვე, მუხ.: 5.4.3; მუხ.: 6.10.3.

<sup>89</sup> *Mecay J., O'Hara M., Pompilio D.*, Down and Out of Stock Market: The Law and Finance of the Delisting Process, *SSRN Electronic Journal*, 2005, 14.

<sup>90</sup> *Park J., Lee P., Park Y. W.*, Information Effect of Involuntary Delisting and Informed Trading, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 30, Elsevier, 2014, 251-252.

ვნელობას აქციის საბაზრო ღირებულების შენარჩუნებაშიც პოულობს, რაც მენეჯმენტის პრე-როგატივა, უფრო მეტიც – ვალდებულებაა<sup>91</sup>.

### 2.3. ინვესტორის ეკონომიკური ინტერესი და დაცვის ძირითადი საშუალებები იძულებითი დელისტინგის პროცესში

ზოგადსაკანონმდებლო თუ სალისტინგო მონესრიგებასთან კორპორაციული შესაბამისობა, შესაძლებელია, ანგარიშვალდებულ საწარმოს დიდ ფინანსურ ტვირთად დაანვეს.<sup>92</sup> კორპორაციული შესაბამისობის ხარჯის ზრდა უაყოფითად განსაკუთრებით პატარა ან საშუალო ზომის კომპანიაზე აისახება,<sup>93</sup> რომლის აქციათა ლიკვიდურობა და საერთო ღირებულება ეკონომიკურ რეცესიას განიცდის. იძულებითი დელისტინგის თავიდან არიდება ეფექტიანი კორპორაციული მართვის,<sup>94</sup> ბორდის დაუინტერესებელი პირებით, ინვესტორთა კორპორაციის ადმინისტრირებაში აქტიური მონაწილეობითაა შესაძლებელი. ხელმძღვანელთა რაციონალური გადაწყვეტილებები ინვესტორებთან კომუნიკაციით, ინფორმაციის ხელმისაწვდომობის, ანგარიშვალდებულების უზრუნველყოფით მიიღება. ანგარიშის წარმოება და აქციონერთა წინაშე წარდგენა: დირექტორთა ანგარიშვალდებულების ერთ-ერთი გამოხატულება ყოველწლიური ანგარიშის საერთო კრებაზე წარდგენა გახლავთ, რომელიც ხელს უწყობს აქციონერთა ინფორმირებულობას, ძირითადად, ფინანსურ საკითხებზე.<sup>95</sup> ამდენად, ინვესტორთა არაქონებრივი უფლებების გაფართოვება, ცნობიერების ამაღლება, მათი ეკონომიკური ინტერესის დაცვას ემსახურება.

იძულებითი დელისტინგი გაცილებით უფრო რთულად „გადასატანია“ განვითარებადი ეკონომიკის მქონე ბაზარზე.<sup>96</sup> ეფექტიანი კაპიტალის ბაზრის პირობებში შესაძლებელია იმ სამართლიანი ფასის კალკულაცია<sup>97</sup>, რომელიც საზოგადოებიდან გამსვლელმა ინვესტორმა უნდა მიიღოს.<sup>98</sup> სამართლიანი ფასი მნიშვნელობას სხვადასხვა მატერიალურ კატეგორიაში პოულობს. მაგალითად, თუკი მაჟორიტარი აქციონერი საკონტროლო პაკეტს აქციათა ფულით შეძენის მეშვეობით მოიპოვებს, მაშინ უმცირესობის საზოგადოებიდან განდევნა მხოლოდ ამავე

<sup>91</sup> დელავერის შტატის სასამართლოს 1994 წლის გადაწყვეტილების თანახმად, საწარმოს ხელმძღვანელებს ფუძეუციალურ მოვალეობათა დარღვევის გამო დაეკისრათ პასუხისმგებლობა, რადგან დელისტინგის პროცედურა პირადი ინტერესით იყო ინიცირებული, რაც მინორიტარ აქციონერთა მიერ აქციის დაბალ ფასად განკარგვაში გამოვლინდა, *Hamilton v. Nozko*, №13014, 1994, WL413299 (Del. Ch, 26/07/1994). ციტი. *Khori J.*, Protection of Investors in Voluntary Delisting on the U.S. Stock Market, Uppsala Faculty of Law, 2014, 11.

<sup>92</sup> *Osovsky A.*, The Curious Case of the Secondary Market with Respect to Investor Protection, *Tennessee Law Review*, Vol. 82:XXX, 2014, 13-14.

<sup>93</sup> *Engel E., Hayes R. M., Wang X.*, The Sarbanes-Oxley Act and Firms' Going Private Decisions, *SSRN Electronic Journal*, 2004, 3, 7-8.

<sup>94</sup> *Martinez I., Serve St., Djama C.*, What do we know about delisting?, *Thema Working Paper №38*, 2012, 13-17.

<sup>95</sup> *Schneeman A.*, The Law of Corporations and other Business Organizations, US, 2010, 460.

<sup>96</sup> *Park J., Lee P., Park Y. W.*, Information Effect of Involuntary Delisting and Informed Trading, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 30, Elsevier, 2014, 252.

<sup>97</sup> შეფასების ტექნიკა ფირმის საბაზრო ღირებულების, შენახვის ხარჯისა და შემოსავლის მიხედვით გამოითვლება, U.S. GAAP and IFRS, Fair Value Measurements: Questions and Answers, 2013, 31.

<sup>98</sup> *Screiter L. R.*, SEC Rulemaking Authority and the Protection of Investors: A Comment on the Proposed "Going Private" Rules, *Indiana Law Review*, Vol. 51 (2), 1976, 437.

კატეგორიის სახსრებით შეიძლება.<sup>99</sup> მინორიტარი ინვესტორის პერსპექტივიდან „პერიმიუმ ღირებულების“ გადახდა განსაკუთრებით ვოლუნტარისტული დელისტინგის შემთხვევაშია მომგებიანი,<sup>100</sup> თუმცა ეს ვოლუნტარისტული დელისტინგის პროცესში. რაც შეეხება იძულებით ტიპს, მართალია, ბირჟის მიერ ფასიანი ქაღალდების დერეგისტრაციის გამოცხადებიდან იგი, პრაქტიკულად, რამდენიმე დღეში<sup>101</sup> ხორციელდება, თუმცა ეს საკმარისი პირობაა აქციის ფასის შემცირებისათვის – ერთი და მეორე – აქციის გასხვისების უფლების პრაქტიკული შეუძლებლობისათვის. დისიდენტი აქციონერის ერთ-ერთი ქონებრივი უფლება კი საზოგადოებიდან გასვლაში, ინვესტიციის საზოგადოებისაგან გამოსყიდვაში მდგომარეობს.<sup>102</sup> ამდენად, იძულებითი დელისტინგის „თავდაცვითი ღონისძიება“ ისევ ნებაყოფლობით ბაზრის დროულად დატოვებაში ან სულაც, მეორადი კაპიტალის ბაზარზე „უხილავ ეგზისტენციაში“ მდგომარეობს. ამგვარი თავდაცვითი სტრატეგიის ფორმირება მენეჯმენტის ვალდებულებაა; საილუსტრაციოდ: ბონუსური აქციების გამოშვება ან შემოსავლის იმგვარი მენეჯმენტი, რომლის მეშვეობით შესაძლებელი იქნება არასახარბიელო ფინანსური მდგომარეობის შენიღბვა.<sup>103</sup>

### 3. დასკვნა

ნაშრომი, უპირატესად, ქართული სამართლის მიხედვით ანგარიშვალდებული საწარმოს „ტიპოლოგიურ კვდომას“, საფონდო ბირჟიდან მისი განდევნის კლასიფიკაციას, მოტივების შესწავლას დაეთმო. კორპორაციის ტიპოლოგიური კონვენსია თეორიულ გაგებასა და პრაქტიკულ გამოხატულებას კაპიტალის ბაზარზე ოპერირებაში პოულობს. ამის საპირწონედ, საწარმოს უკუ-კონვენსია სუბიექტურ-ობიექტური მოტივით განპირობებული ნებაყოფლობითი ან იძულებითი გზით პროვოცირებულ ორგანიზაციულ-სტრუქტურულ ტრანსფორმაცად, საწარმოს „პრივატიზებად“ აღიქმება. შედარებითსამართლებრივი კვლევის შედეგად შესაძლებელია ითქვას, დაინტერესებულ პირთა, განსაკუთრებით მცირე ინვესტორთა დაცვის მიზნით, ორივე შემთხვევა ზოგად-საკანონმდებლო და საღისტინგო რეგულირების ქვეშ ექცევა მაშინ, როდესაც ნაციონალური მონესრიგება მხოლოდ საფონდო ბირჟის მარეგულირებელი დებულებით შემოიფარგლება. „მომაკვდავი“ კორპორაციის განდევნა, ერთი მხრივ, კაპიტალის ბაზრის „გაჯანსაღებას“, მეორე მხრივ, მაკრო-ეკონომიკური პროცესების (მაგალითად, საფონდო ბირჟათა შორის კონკურენციის, არარეზიდენტ საფონდო ბირჟებზე ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის (*cross-listing*)) ხელშემწყობია. ეს მიზანი ვერ მიიღწევა ნაკლებად განვითარებული ეკონომიკის პირობებში, რაც ინვესტორთა ქონებრივი ინტერესის სამართლებრივი დაცვის საკითხს მეტ აქტუალობას სძენს. ქართული კაპიტალის ბაზარი ამ თვალსაზრისით ჯერ ისევ ჩამოყალიბების ეტაპზეა. მართალია, კანონმდებლობის დერეგულირება სტაბილურობას ნაკლებად გარანტირებს, თუმცა 2015 წლის მონაცემით, მცირე ინვესტორთა დაცვის მხრივ, 189 ქვეყანას შორის

<sup>99</sup> ევრო კავშირის 2004/25/EC დირექტივით, *Venturuzzo M.*, Freeze-outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals, *Virginia Journal of International Law*, Vol. 50, 2010, 891.

<sup>100</sup> იქვე, 845.

<sup>101</sup> *NASDAQ*-ი დელისტინგის მიზნით კანონით განსაზღვრულ შევსებულ ფორმას (*Form 25*) აშშ-ის ფასიანი ქაღალდების კომისიას უგზავნის, რომლის დაკმაყოფილების შემთხვევაში, დელისტინგი ფორმის შევსებიდან 10 სამუშაო დღეში იწყება, *NASDAQ Stock Market, Listing Rules*, §5830.

<sup>102</sup> *Thompson R. B.*, Preemption and Federalism in Corporate Governance: Protecting Shareholder Rights to Vote, Sell, and Sue, *Law and Contemporary Problems*, Vol. 62 №3, 1999, 217.

<sup>103</sup> *Martinez I., Serve St., Djama C.*, What Do we Know about Delisting?, *Thema Working Paper* №38, 2012, 11.

საქართველო 43-ე ადგილზე იმყოფება.<sup>104</sup>

პოსტდელისტიკის რეჟიმშიც კაპიტალის ბაზრის არაეფექტიანობა დერეგისტრირებულ საწარმოს ფინანსურ მდგომარეობაზე უარყოფითად აისახება, რაც აქციათა საბაზრო ღირებულების ვარდნის გამო, ინვესტორთა მიერ არასასურველ ფასად ან საერთოდაც, რეალიზაციის შეუძლებლობაში გამოიხატება. ხოლო ინვესტორთა ეკონომიკური ინტერესის დაცვისკენ მიმართული რეგულირება ფიგურალურ დათქმად იქცევა. იძულებითი დელისტიკის გამოწვევ მიზეზთა დროული იდენტიფიცირება პოსტრეჟიმში ინვესტორთა ეკონომიკური ინტერესის უზრუნველყოფასთან განიცდის კავშირს. საწარმოს დერეგისტრაციის გამოცხადებასა და მის პრაქტიკულ განხორციელებამდე აქციათა ღირებულება საგრძნობლად ეცემა, ამდენად უპრიანია მცირე ინვესტორთათვის გადასახდელი „სამართლიანი ფასის“ ნაციონალური მონეტარიზების დახვეწა. ინტერესთა კონფლიქტის არიდების მიზნით, მიზანშეწონილია საქართველოს საფონდო ბირჟის სამეთვალყურეო საბჭოს დაუინტერესებელი პირებით დაკომპლექტება, რომელიც კოლეგიალურად ობიექტურ გადანყვეტილებას მიიღებდა, ძირითადად, არასაბანკო სექტორის წარმომადგენელი, ანგარიშვალდებული საწარმოს აქციათა დერეგისტრაციის შესახებ. შიდაორგანიზაციული თვალსაზრისით, საყურადღებოა ხელმძღვანელთა მიერ ზოგად-საკანონმდებლო და სალისტიკო წესთან კორპორაციული შესაბამისობის ხარჯისა და რენტაბელობის რაციონალური ბალანსი, დელისტიკის არიდების სტრატეგიული პოლიტიკის შემუშავება, აქციონერთა მატერიალური მდგომარეობის გაუმჯობესებისაკენ მიმართული კორპორაციული მართვის დანერგვა.

<sup>104</sup> ბიზნესის კეთების სიადვილე 2015, საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტრო, თბ., 2014, 6.