

დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურა: თანამედროვე საკორპორაციო სამართლის გამოწვევა

აქცია არის სააქციო საზოგადოების ფასიანი ქალაქი. იგი ადასტურებს პარტნიორის (აქციონერის) სააქციო საზოგადოების კაპიტალში მონაწილეობას და სამართლებრივად განამტკიცებს მის პოზიციებსა და უფლებებს. არსებობს აქციათა სხვადასხვა კლასი, რომელიც ერთმანეთისგან უფლებრივი მდგომარეობით განსხვავდება. ერთი მათგანი ანიჭებს აქციონერს მმართველობით უფლებას (ჩვეულებრივი აქცია), ხოლო მეორე არა და იგი მხოლოდ ქონებრივი უფლებით შემოიფარგლება (პრივილეგირებული აქცია).

თანამედროვე მსოფლიოში არსებული ტენდენციის მიხედვით, დიდი კორპორაციები მრავალფეროვანი კაპიტალის სტრუქტურით გამოირჩევიან ე.ი. ორი (ან მეტი) კლასის აქციებს უშვებენ ერთდროულად: როგორც ჩვეულებრივსა და პრივილეგირებულს, ისე ჩვეულებრივი აქციის რამოდენიმე კლასს, განსხვავებული ხმის უფლებით. განსაკუთრებით ეს დამახასიათებელია ისეთი მაღალტექნოლოგიური კომპანიებისათვის, როგორებიცაა Google, Facebook, Snap Inc. და ა.შ. მათ Dual Class Companies ანუ დუალისტური კლასის კომპანიებს უწოდებენ. როდესაც კომპანია ორი ან მეტი კლასის აქციებს უშვებს ეს დიდ რისკებთან და სირთულეებთან არის დაკავშირებული. მეცნიერებსა და ინვესტორებში აზრთა სხვადასხვაობას იწვევს, სხვადასხვა კლასის აქციების გამოშვება საზიანოა თუ სასარგებლო კომპანიისათვის? საერთოდ, რატომ მიმართავენ კორპორაციები ამ გზას? რა დადებითი ან უარყოფითი გავლენა შეიძლება მოახდინონ აქციათა კლასებმა კორპორაციულ მართვაზე? ასევე, რა დატვირთვა აქვს აქციონერს საზოგადოების მართვაში? წინამდებარე ნაშრომში სწორედ დასახელებული საკითხები იქნება განხილული; როგორი მიდგომები არსებობს განვითარებული ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში და რა მეთოდებს მიმართავენ ისინი კორპორაციული მართვის სრულყოფისათვის.

საკვანძო სიტყვები: აქციათა კლასები, ერთი კლასის აქციათა სტრუქტურა, დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურა, „ერთი აქცია, ერთი ხმა“, კორპორაციული მართვა, სპეციალური დათქმა “Sunset Provision”, საფონდო ბირჟები.

1. შესავალი

დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურამ, როგორც კორპორაციული მართვის მექანიზმმა, ფეხი მოიკიდა თანამედროვე მსოფლიოში, რამაც აზრთა სხვადასხვაობა გამოიწვია მეცნიერებსა და ინვესტორებში.

2021 წლის დეკემბრის მონაცემებით, აშშ-ის წამყვან საფონდო ბირჟებზე გაკეთებული პირველადი საჯარო შეთავაზებების 31.7% სწორედ დუალისტური კლასის სტრუქტურის მქონე კომპანიებს ეკუთვნოდა.¹

* სამართლის მაგისტრი, ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტის იურიდიული ფაკულტეტი

¹ Ritter J.R., IPO Statistics for 2021 and Earlier Years, Table 23, Dual Class IPOs, by Tech and Non-tech, 1980-2021, University of Florida Warrington College of Business, 67, <<https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/IPO-Statistics.pdf>> [02.02.2022].

არსებული ტენდენციის გათვალისწინებით, დიდი კორპორაციები, განსაკუთრებით კი ცნობილი მაღალტექნოლოგიური კომპანიები, როგორცაა Facebook², Google³, LinkedIn, Zoom და ა.შ. ირჩევენ დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურას. მაღალტექნოლოგიური კომპანიების გარდა, ძირითადად მსგავსი სტრუქტურა პოპულარულია მედია კომპანიებში (მაგ. The New York Times Co., The Washington Post Co. და Dow Jones & Co. Inc, News Corp.), ოჯახური ტიპის კომპანიებში (მაგ. მსოფლიოს ერთ-ერთი ყველაზე დიდი ავტომწარმოებელი Ford Motor Co., რომლის სათავეშიც ფორდის ოჯახი დგას). უორენ ბაფეტის კომპანია Berkshire Hathaway ასევე დუალისტური კლასის სტრუქტურის გამოყენებით არის ცნობილი.⁴

დუალისტური კლასი გულისხმობს ორი (ან მეტი) კლასის აქციების გამოშვებას, რა დროსაც კორპორაციები, საფონდო ბირჟებზე საჯაროდ სავაჭროდ განათავსებენ შეზღუდული ხმის უფლების მქონე ან საერთოდ ხმის უფლების არმქონე კლასის აქციებს. ხოლო, ხმის უფლების მქონე (მრავალხმიანი იქნება ეს თუ სტანდარტულად ერთხმიანი) კლასის აქციები არ არის განკუთვნილი საჯარო შეთავაზებებისთვის და მათ მხოლოდ კომპანიის ინსაიდერები (დამფუძნებლები, აღმასრულებლები) ფლობენ.

დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურა განაპირობებს ხმის მიცემის უფლებისა და ეკონომიკური უფლების ურთიერთგახლეჩას. უმცირესობაში მყოფი აქციონერები (როგორც წესი, დამფუძნებლები), მიუხედავად იმისა, რომ სანარმოს აქციათა უმცირესობას ფლობენ და მათი წილი კაპიტალში მონაწილეობისა მცირეა, ინარჩუნებენ სანარმოს კონტროლის უფლებას, რადგან ისინი ხმათა უმრავლესობას ფლობენ. ამრიგად, ხმის უფლება არ არის კაპიტალში მონაწილეობის პროპორციული. აღნიშნული ეწინააღმდეგება საკორპორაციო სამართალში საყოველთაოდ აღიარებულ პრინციპს – „ერთი აქცია = ერთი ხმა“.

დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურა მოქნილი და არახისტი კანონმდებლობის ნაყოფია. იგი აქტუალური საკითხია და ერთ-ერთ მთავარ გამოწვევად შეიძლება ჩაითვალოს თანამედროვე სამენარმეო სამართალში. საინტერესოა ქართული რეალობა მსოფლიოს ამ ტენდენციის ფონზე.

2022 წლის 1 იანვრიდან „მენარმეთა შესახებ“ საქართველოს ახალი კანონი ამოქმედდა. განახლებული კანონის მიღება მიზნად ისახავდა ქართული სამენარმეო კანონმდებლობის სრულყოფას და საერთაშორისო სტანდარტებთან მაქსიმალურ დაახლოებას. საქართველომ სამენარმეო სამართლის განვითარების ეტაპზე გეზი ამერიკული სა-

² 2021 წლის ოქტომბერში განხორციელებული რებრენდინგის შემდეგ, Facebook-ის აღმასრულებელმა დირექტორმა მარკ ცუკერბერგმა განაცხადა, რომ კომპანიის ახალი სახელი იქნებოდა “Meta”. თუმცა, მეტი სიცხადისთვის, წინამდებარე ნაშრომში აღნიშნული კომპანია მოხსენიებული იქნება, როგორც “Facebook”, <<https://about.fb.com/news/2021/10/facebook-company-is-now-meta/>> [09.03.2022].

³ 2015 წელს განხორციელებული რეორგანიზაციის შემდეგ, კომპანიას ეწოდა “Alphabet Inc.”. თუმცა, მეტი სიცხადისათვის, წინამდებარე ნაშრომში, აღნიშნული კომპანია მოხსენიებული იქნება, როგორც “Google”.

იხ. Sharma R., Why Google Became Alphabet, Investopedia <<https://www.investopedia.com/articles/investing/081115/why-google-became-alphabet.asp>> [02.02.2022].

⁴ იხ. Kang S. Y., Taking Voting Leverage and Anti-Director Rights More Seriously: A Critical Analysis of the Law and Finance Theory, Peking University School of Transnational Law Research Paper No. 15-3, 2015, 20, <<https://ssrn.com/abstract=2669420>> [02.02.2022].

მართლისკენ აიღო, რის შედეგადაც მივიღეთ ის რომ, ეროვნული კანონმდებლობის მიხედვით, კაპიტალის სტრუქტურის განსაზღვრის თვალსაზრისით კორპორაციები თავისუფლებით სარგებლობენ.

ეროვნული კანონმდებლობა იცნობს ორი კლასის აქციას – ჩვეულებრივსა და პრივილეგირებულს, რომლებიც შეგვიძლია ძირითად კლასებად მივიჩნიოთ. თუმცა, ნორმა აქციის კლასებთან დაკავშირებით დისპოზიციური ხასიათისაა და საზოგადოებას წესდებით შეუძლია სხვაგვარად განსაზღვროს აქციის კლასთან დაკავშირებული მმართველობითი თუ ქონებრივი უფლებები.⁵ თუმცა, ამ კუთხით საქართველო მრავალფეროვანი პრაქტიკით არ გამოირჩევა. ამიტომ, საინტერესოა, გამოცდილი ქვეყნების მაგალითების განხილვა.

წინამდებარე სტატიის მიზანია განიხილოს სხვადასხვა კლასის აქციათა გამოშვების საკითხი, მისი მნიშვნელობა და მიზეზი, თუ რატომ მიმართავენ კორპორაციები აღნიშნულ მეთოდს. აგრეთვე, განიხილოს დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურის როგორც დადებითი, ისე უარყოფითი გავლენა კორპორაციულ მართვაზე; რა სიკეთეებისა თუ სირთულეების მოტანა შეუძლია ძირითადი წესიდან გადახვევას.

აღსანიშნავია, რომ წინამდებარე სტატიის კვლევის ობიექტს წარმოადგენს ღია ტიპის სააქციო საზოგადოება (კორპორაცია), რომელიც აქციონერთა დიდ რაოდენობას ითვლის, საჯაროდ ვაჭრობს თავისი აქციებით ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე და რომელსაც აკისრია გამჭვირვალობის, ანგარიშვალდებულებისა და საჯაროობის მოვალეობანი.⁶

საქართველოში, კორპორაციული მართვა ეფუძნება საერთაშორისო გამოცდილებას. მნიშვნელოვანია, მსოფლიოში არსებული აქტუალური საკითხების, გამოცდილების, ტენდენციების, პრაქტიკისა თუ დოგმატური პრობლემების კვლევა და ანალიზი, რათა გაიზარდოს მათი პრაქტიკული მნიშვნელობა. თანამედროვე მსოფლიოში არსებული კორპორაციული მართვის გამოცდილება და ძიება უკეთესი მოდელებისთვის, დიდ იმედს იძლევა საქართველოს რეალობაში კორპორაციული მართვის ჯანსაღი პრაქტიკის დანერგვისათვის, კორპორაციული მართვის კულტურის გაუმჯობესებისათვის, ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებისათვის და მენარმეობის შემდგომი განვითარებისათვის.

2. პირველი დუალისტური კლასის კომპანიები

დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურა ბოლო დროს განსაკუთრებით პოპულარული გახდა მაღალტექნოლოგიურ კომპანიებში. თუმცა, აღსანიშნავია, რომ ამ ტიპის კაპიტალის სტრუქტურა ახალი არ არის. დუალისტური კლასის აქციების ისტორია

⁵ „მენარმეთა შესახებ“ საქართველოს კანონის 158-ე მუხლის 1-ლი პუნქტის 1-ლი წინადადების თანახმად, „თუ წესდებით სხვა რამ არ არის გათვალისწინებული, აქცია შეიძლება იყოს ჩვეულებრივი ან პრივილეგირებული.“ ხოლო, ამავე მუხლის მე-4 პუნქტის თანახმად, „სააქციო საზოგადოებამ შეიძლება შემოიღოს ამ მუხლით გათვალისწინებულისგან განსხვავებული კლასის აქციები.“

„მენარმეთა შესახებ“ საქართველოს კანონი, საქართველოს საკანონმდებლო მაცნეს ოფიციალური ვებგვერდი, 04/08/2021.

⁶ იხ. *ჭანტურია ლ.*, კორპორაციული მართვა და ხელმძღვანელთა პასუხისმგებლობა საკორპორაციო სამართალში, თბ., 2006, 79.

ჯერ კიდევ გასული საუკუნის 20-იანი წლებიდან იწყება. ხოლო, პირველი ხმის უფლების არმქონე აქციები მე-19 საუკუნის მიწურულში გვხვდება.

აშშ-ში, 1898 წელს, პირველად ვერცხლის საერთაშორისო კომპანიამ (International Silver Company) გამოუშვა ხმის უფლების არმქონე აქციები.⁷ სწორედ ამ ფაქტმა ჩაუყარა საფუძველი აშშ-ში, სანარმოების მიერ ხმის უფლებისა და ფულად ნაკადებზე უფლებების გადანაწილებას ჩვეულებრივსა და პრივილეგირებულ აქციებს შორის.⁸ მანამდე, ორივე კლასის აქცია ითვალისწინებდა ხმის უფლებას.⁹

1920-იან წლებში კომპანიებმა დაიწყეს ამგვარი სტრუქტურის წარმატებით გამოყენება დამატებითი ინვესტიციების მოსაზიდად. 1925 წელს, Dodge Brothers-მა ნიუ იორკის საფონდო ბირჟაზე საჯაროდ სავაჭროდ განათავსა ხმის უფლების არმქონე ჩვეულებრივი აქციები, ობლიგაციები და პრივილეგირებული აქციები.¹⁰ კომპანიის საკონტროლო პაკეტის მქონე აქციონერი ფლობდა ხმათა უმრავლესობას, კაპიტალში მცირე წილით მონაწილეობის მიუხედავად.¹¹ Dodge Brothers-ის პრაქტიკა სხვა კომპანიებმაც გაიზიარეს. ძირითად მიზეზად თუ რატომ მიმართავდნენ ამ მექანიზმს, კომპანიები ასახელებდნენ შემდეგს: არათანაბარი ხმის უფლებების გამოყენება ეხმარებოდა მათ წარმომადგენლობითი ხარჯების შემცირებასა და ხელმძღვანელობაზე ზედამხედველობაში იმ ეპოქაში, სადაც არ არსებობდა საჯაროობის მოთხოვნათა და მცირე ინვესტორთა უფლებების დაცვის ბერკეტები.¹² ამას მოჰყვა, ჰარვარდის პროფესორ, უილიამ რიპლის (William Z. Ripley) კრიტიკა.¹³ იგი თვლიდა, რომ ილახებოდა აქციონერთა უფლებები, მაშინ როცა ხელმძღვანელები კაპიტალის გაზრდისა და ინვესტორთა რიცხვის მატების მიუხედავად, უცვლელად ინარჩუნებდნენ კონტროლის უფლებას, თავიანთი წილი ხმის უფლების დათმობის გარეშე.¹⁴ ნიუ იორკის საფონდო ბირჟამ აკრძალა ისეთი კომპანიების აქციების განთავსება, რომლებიც ხმის უფლების არმქონე ჩვეულებრივ აქციებს ან ერთ კლასზე მეტ ჩვეულებრივ აქციებს უშვებდნენ, თუმცა, რამოდენიმე კომპანიისათვის გამონაკლისი იყო დაშვებული (ერთ-ერთი ასეთი იყო Ford Motor Com-

⁷ Howell J. W., *The Dual Class Stock Structure in the United States: A New Dataset and An Examination of Firms who Leave the Structure*, Ph.D. Dissertation, The University of Georgia, Athens, Georgia, 2010, 2, <https://getd.libs.uga.edu/pdfs/howell_jason_w_201005_phd.pdf> [03.02.2022].

⁸ იქვე.

⁹ იქვე.

¹⁰ იხ. Seligman J., *Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy*, *George Washington Law Review*, Vol. 54, No. 5, 1986, 694-697, <<https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/gwlr54&div=36&id=&page=>> [03.02.2022].

¹¹ იხ. იქვე.

¹² Lund D. S., Pollman E., *The Corporate Governance Machine*, *Columbia Law Review*, Vol. 121, 2021, University of Pennsylvania, Institute for Law & Economics Research Paper No. 21-05, European Corporate Governance Institute – Law Working Paper No. 564/2021, USC CLASS Research Paper No. CLASS21-15, USC Law Legal Studies Research Paper Series No. 21-15, 2624, <<https://ssrn.com/abstract=3775846>> [05.02.2022].

¹³ იხ. Ripley W. Z., *Main Street and Wall Street, 1927*, <https://archive.org/stream/mainstreetandwal00riprich/mainstreetandwal00riprich_djvu.txt> [05.02.2022].

¹⁴ იხ. *Lel U., Netter J. M., Poulsen A. B., Qin Zh.*, *Dual Class Shares and Firm Valuation: Evidence from SEC Rule 19c-4 (June 1, 2020)*, European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 807/2021, 7, <<https://ssrn.com/abstract=3729297>> [05.02.2022].

pany).¹⁵ 1980-იანი წლებიდან ნიუ იორკის საფონდო ბირჟაზე და NASDAQ-ზე კვლავ დასაშვები გახდა დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურის მქონე კომპანიების მიერ აქციების განთავსება.¹⁶

3. დუალისტური კლასის აქტუალობა

2004 წლიდან, დუალისტური კლასის აქციები კვლავ აქტუალური გახდა, როდესაც Google-მა, პირველი საჯარო შეთავაზების დროს, საზოგადოებას შესთავაზა ჩვეულებრივი აქციები, რომლებიც ითვალისწინებდა თითო ხმას, ხოლო დამფუძნებლებისათვის განკუთვნილი აქციები მრავალხმიანობით გამოირჩეოდა (დამფუძნებლების ერთი აქცია ითვალისწინებდა ათ ხმას). ტექნოლოგიური კომპანიები ნაკლებად იყენებდნენ დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურას. თუმცა, Google-ის შემდეგ ეს უკვე ნორმად იქცა სხვა მსგავსი კომპანიებისათვის.¹⁷ მამასადამე, დუალისტური კლასის აქციათა აღორძინება და ტექნოლოგიური კომპანიებისათვის ახალი ტენდენციის დამკვიდრება Google-ის სახელს უკავშირდება.

დუალისტური კლასის აქციის შემთხვევაში, როგორც წესი, საუბარია ჩვეულებრივი აქციის ორი სხვადასხვა კლასის თანაარსებობაზე (მაგ. მრავალხმიანისა და ერთხმიანის). თუმცა, პრაქტიკაში, ასევე, ვხვდებით მრავალი კლასის (Multi Class) კომპანიებს, რომლებიც ორზე მეტი კლასის ჩვეულებრივ აქციებს უშვებენ. მაგალითად, Snap Inc. იყო პირველი ღია კორპორაცია, რომელმაც 2017 წლის მარტში, აშშ-ის საფონდო ბირჟაზე, საჯაროდ სავაჭროდ განათავსა მხოლოდ ხმის უფლების არმქონე აქციები.¹⁸ ვიდრე Snap Inc. გახდებოდა ანგარიშვალდებული სანარმო, ანუ სანამ ღია ტიპის კორპორაცია გახდებოდა, მას ორი კლასის ჩვეულებრივი აქციებით ჰყავდა უზრუნველყოფილი თავისი აქციონერები. ადრინდელი ინვესტორები და მენეჯმენტი ფლობდნენ ჩვეულებრივ აქციებს (ერთი აქცია = ერთი ხმა), ხოლო დამფუძნებლები ფლობდნენ ჩვეულებრივ აქციებს უპირატესი ხმის უფლებით (ერთი აქცია = ათი ხმა).¹⁹ როგორც ვთქვით, 2017 წლამდე Snap დახურული ტიპის კორპორაციას წარმოადგენდა. 2017 წელს კი, როდესაც ის ღია კორპორაცია გახდა და საფონდო ბირჟაზე გაიტანა აქციები, ახალ, გარეშე ინვესტორებს შესთავაზა მხოლოდ და მხოლოდ ისეთი ჩვეულებრივი აქციები, რომლებიც ხმის უფლებას არ ითვალისწინებდა.

¹⁵ იხ. *Gilson R. J.*, Evaluating Dual Class Common Stock: The Relevance of Substitutes, *Virginia Law Review*, Vol. 73, 1987, 807, <https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/987> [05.02.2022].

¹⁶ *Committee On Capital Markets Regulation (CCMR)*, The Rise of Dual Class Shares: Regulation and Implications, Report, April 2020, 2, <<https://www.capmktreg.org/wp-content/uploads/2020/04/The-Rise-of-Dual-Class-Shares-04.08.20-1.pdf>> [05.02.2022].

¹⁷ *Fisch J. E., Davidoff-Solomon S.*, The Problem of Sunsets, *Boston University Law Review*, Vol. 99, 2019, University of Pennsylvania, Institute for Law & Economic Research Paper No. 19-04, 1067-1068, <<https://ssrn.com/abstract=3305319>> [05.02.2022].

¹⁸ იხ. *Sharfman B. S.*, A Private Ordering Defense of a Company's Right to Use Dual Class Share Structures in IPOs, *Villanova Law Review*, Vol. 63, No. 1, 2018, 19-21, <<https://ssrn.com/abstract=2986164>> [05.02.2022].

¹⁹ *Descovich K., Conroy M. A., Dixon C., Odoner E.*, Voting Rights Gone in a Snap – Unequal Voting Rights Back in the Spotlight, *Public Company Advisory Group of Weil, Gotshal & Manges LLP*, Governance and Securities Alert, April 3, 2017, <<https://governance.weil.com/insights/voting-rights-gone-in-a-snap-unequal-shareholder-voting-rights-back-in-the-spotlight/>> [05.02.2022].

მართალია Snap Inc.-ზე ადრე, 2004 წელს, Google-მა განათავსა საფონდო ბირჟაზე საჯაროდ სავაჭროდ ხმის უფლების არმიქონე აქციები.²⁰ თუმცა, ამ ორ შემთხვევას შორის განსხვავება ის არის, რომ Google-მა ეს მეორე საჯარო შეთავაზების დროს გააკეთა, ხოლო Snap Inc.-მა პირველ საჯარო შეთავაზებაზე. მიუხედავად ყველაფრისა, დიდი ენთუზიაზმით დაენაფნენ ინვესტორები Snap-ის აქციებს.²¹

მაშასადამე, Snap Inc.-ის მაგალითის შესაბამისად, შესაძლებელია, ასევე, დუალისტური კლასის სტრუქტურა გულისხმობდეს სამი განსხვავებული კლასის ჩვეულებრივი აქციის გამოშვებას²² – ა) ერთი აქცია გულისხმობს ერთ ხმას; ბ) ერთი აქცია გულისხმობს მრავალ ხმას; გ) აქცია, რომელიც საერთოდ არ ითვალისწინებს ხმის უფლებას. თუმცა, აღსანიშნავია, რომ ეს შედარებით ახალი მოვლენაა.

4. ხმის უფლება როგორც კონტროლის მექანიზმი

კორპორაციული მართვის ორი მთავარი ასპექტია: ინვესტორთა საკუთრება და დელეგირებული მართვა.²³

იურიდიულ ლიტერატურაში²⁴ გამოთქმული აზრის თანახმად, ტერმინი სანარმოს „მესაკუთრეობას“ ორი მახასიათებელი აქვს: 1. სანარმოს სამენარმეო საქმიანობიდან მიღებულ შემოსავალზე წილის უფლება; 2. სანარმოს კონტროლის უფლება. სანარმოს კონტროლის უფლება ძირითადად გულისხმობს „ინვესტორების (აქციონერების) მიერ დირექტორების არჩევისა და ძირითადი გარიგებების დასადასტურებლად ხმის მიცემის უფლებას.“²⁵ კონტროლის უფლება, ისევე როგორც სანარმოს შემოსავლიდან ან მოგებიდან წილის მიღების უფლება – ეკონომიკური უფლება, სანარმოს კაპიტალში მონაწილეობის პროპორციულია. თუმცა, აღსანიშნავია, რომ კონტროლისა და მოგებაში წილის მიღების ამგვარ (პროპორციულობის პრინციპზე დაყრდნობით) განაწილებას ბიზნესკორპორაციების მარეგულირებელი საკანონმდებლო აქტები უმთავრესად დისპოზიციური წესების სახით განსაზღვრავენ.²⁶

²⁰ Descovich K., Conroy M. A., Dixon C., Odoner E., Voting Rights Gone in a Snap – Unequal Voting Rights Back in the Spotlight, Public Company Advisory Group of Weil, Gotshal & Manges LLP, Governance and Securities Alert, April 3, 2017, <<https://governance.weil.com/insights/voting-rights-gone-in-a-snap-unequal-shareholder-voting-rights-back-in-the-spotlight/>> [05.02.2022].

²¹ იხ. Sharfman B. S., A Private Ordering Defense of a Company’s Right to Use Dual Class Share Structures in IPOs, Villanova Law Review, Vol. 63, No. 1, 2018, 19, <<https://ssrn.com/abstract=2986164>> [05.02.2022].

²² იურიდიულ ლიტერატურაში აღნიშნულ შემთხვევას, მიუხედავად იმისა, რომ ორი კლასის აქციასთან აღარ გვაქვს საქმე და გვაქვს სამ კლასთან, მაინც დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურად მოიხსენიებენ, ან, შესაძლებელია, მრავალი კლასის აქციათა სტრუქტურაც (Multi Class Stock Structure) ეწოდოს.

²³ იხ. კრაკმანი რ., არმორი ჯ., დევისი პ., ენრიკესი ლ., ჰანსმანი ჰ., ჰერტიგი ფ., ჰოპტი კ., კანდა ჰ., პარგენდლერი მ., რინგე ვ.-გ., როკი ე., საკორპორაციო სამართლის ანატომია, შედარებითი და ფუნქციური მიდგომა, მე-3 გამოც., ქორიაშვილი ა., მაისურაძე დ. (მთარგმნელები), თბ., 2019, 74, <http://lawlibrary.info/ge/books/2019giz-ge_anatomy_of_corporate_law.pdf> [05.02.2022].

²⁴ იქვე, 19.

²⁵ იქვე.

²⁶ იქვე.

სააქციო საზოგადოების უმაღლეს ორგანოს აქციონერთა საერთო კრება წარმოადგენს. სწორედ ამიტომაც არის მასზე მინდობილი საზოგადოების საქმიანობის უმთავრესი საკითხების გადაწყვეტა.²⁷

ხმის უფლება აქციონერთა კონტროლის უფლების რეალიზების ერთ-ერთი საშუალებაა. ხელმძღვანელობის კონტროლი ხმის უფლებათა სხვადასხვა კომბინაციით შეიძლება იქნას მიღწეული. მაგ. ჩვეულებრივი აქციების კლასიფიცირება ხმის უფლების მქონე და ხმის უფლების არმქონე აქციებად, რომელთაგან ხმის უფლების მქონე აქციები (ან მათი ძირითადი ნაწილი) ინსაიდერების ხელშია.²⁸

აქციონერთა კონტროლის უფლება კეთილსინდისიერი ხელმძღვანელობის არსებობის მძლავრი სტიმულია. ხელმძღვანელობის მუდმივი ანგარიშვალდებულების მოვალეობა ბოჭავს დირექტორისა და სხვა ხელმძღვანელ პირთა თვითნებობის გამოვლენის შესაძლებლობას.²⁹

დეალისტური კლასის სტრუქტურის ფარგლებში კი, აქციონერის მიერ გავლენის მოპოვება ხდება არა აქციათა უმრავლესობის ფლობის ხარჯზე, არამედ ხმათა უმრავლესობის ხარჯზე. შესაბამისად, შესაძლებელია, აქციონერი ფლობდეს ხმათა უმრავლესობას, კაპიტალში მცირე წილით მონაწილეობის მიუხედავად. ისინი ვინც ხმათა უმრავლესობას ფლობენ ფინანსურ ტვირთს აკისრებენ მათ, ვინც არ ფლობს ხმათა უმრავლესობას ე.ი. ისინი ვინც ხმათა უმცირესობას ფლობენ ფინანსურ რისკს ატარებენ. სწორედ ეს იწვევს უარყოფით დამოკიდებულებას დეალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურისადმი.

ძირითადი მიზეზი თუ რატომაც მიმართავენ კომპანიები დეალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურის გამოყენებას, ეს არის კომპანიის გაფართოებასთან ერთად კონტროლის შენარჩუნება ვიწრო წრეში.

კორპორაციებს სურთ კაპიტალის მოზიდვა, გაფართოება, მაგრამ არ სურთ მართვის სადავეების ხელიდან გაშვება. როდესაც დახურული ტიპის სააქციო საზოგადოება ხდება ღია ტიპის, ანუ ხდება „ანგარიშვალდებული საწარმო“³⁰, ეს იმას ნიშნავს, რომ მან აქციები საჯაროდ, სავაჭროდ უნდა განათავსოს საფონდო ბირჟაზე. ე.ი. კომპანიაში შემოდიან ახალი თანამესაკუთრეები, რომლებთანაც მართვაც და საკუთრებაც უნდა გადანაწილდეს. კომპანიას, სურს გაფართოება და კაპიტალის გაზრდა, ე.ი. თანახმაა

²⁷ ჭანტურია ლ., ნინიძე თ., მენარმეთა შესახებ კანონის კომენტარი, თბ., 2002, 348.

²⁸ იქვე, 123.

²⁹ ლაზარაშვილი ლ., აქციონერთა უფლებები ინფორმაციის მიღების კონტროლის თაობაზე და კეთილსინდისიერი ხელმძღვანელობის ვალდებულება, კრებულში: კეთილსინდისიერი ხელმძღვანელობის ვალდებულება და პასუხისმგებლობა სააქციო საზოგადოებაში ქართული და გერმანული სამართლის მიხედვით: სიმპოზიუმის მასალები, II გერმანულ-ქართული სიმპოზიუმი საკორპორაციო სამართალში, თბ., 2003, 263-264, <<http://www.library.court.ge/upload/giz2003-ge-de-symposium-company-law.pdf>> [05.02.2022].

³⁰ „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-9 მუხლის 1-ლი პუნქტის შესაბამისად, „ანგარიშვალდებულ საწარმოდ მიიჩნევა საჯარო ფასიანი ქაღალდების ემიტენტი, რომელიც „მენარმეთა შესახებ“ საქართველოს კანონის შესაბამისადაა დაფუძნებული (გარდა სრულად დაფარული სასესხო ფასიანი ქაღალდების ემიტენტისა)“.

„ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონი, საქართველოს საკანონმდებლო მაცნე, 1(8), 14/01/1999.

საკუთრების გაყოფაზე, მაგრამ არ არის თანახმა მართვაში ჩარევაზე. სწორედ ამიტომ, გარეშე ინვესტორებს, იგი სთავაზობს ხმის უფლების არმქონე აქციებს ან ჩვეულებრივ აქციებს (ერთი აქცია=ერთი ხმა) და მრავალხმიან აქციებს (როგორც წესი ერთი აქცია = ათი ხმა) კი თავისთვის იტოვებს. ასეთი მიდგომა დამახასიათებელია მედია კომპანიებისათვის რათა მათ შეინარჩუნონ თავიანთი სარედაქციო დამოუკიდებლობა, ასევე დამახასიათებელია მაღალტექნოლოგიური კომპანიებისათვის და საოჯახო ტიპის კომპანიებისათვის. ასევე, მნიშვნელოვანია შემდეგი ფაქტორი: დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურა განსაკუთრებით გავრცელებულია ისეთ კომპანიებში, რომლებსაც დამფუძნებლები მართავენ (Founder-led Companies) და კომპანია ასოცირდება სწორედ მათთან.

თუმცა, ამის საპირისპირო შემთხვევებიც დაფიქსირებულა პრაქტიკაში: აღსანიშნავია, რომ დუალისტური კლასის სტრუქტურის მქონე ყველა კომპანია ერთნაირი არ არის. მიუხედავად იმისა, რომ იურიდიული ლიტერატურა დუალისტური კლასის კომპანიებს ძირითადად განიხილავს როგორც ერთიან მონოლითურ „ტიპს“, რომლის ფარგლებშიც კონტროლის უფლება კონცენტრირებულია დამფუძნებლების ვიწრო წრეში, სინამდვილეში, კონტროლის ბუნება ძალიან განსხვავებულია სხვადასხვა დუალისტური კლასის კომპანიაში.³¹ კერძოდ, მაკონტროლებელი აქციონერები, ასევე, შეიძლება იყვნენ ის დირექტორები ან მენეჯერები, რომლებიც არ არიან კომპანიის დამფუძნებლები;³² ასევე, მაკონტროლებელი აქციონერი შეიძლება იყოს მშობელი კომპანია ან ჰოლდინგი, რომლებმაც გამოსცეს აქციები შვილობილ კომპანიაში;³³ ოჯახი, გვარი, რომელიც სათავეში ედგა კომპანიას თაობების მანძილზე, ან სულაც კერძო ინვესტორები (Private Equity Investors), რომლებმაც აირჩიეს აღნიშნული სტრუქტურა, რათა შეინარჩუნებინათ კონტროლის უფლება კომპანიაზე პირველი საჯარო შეთავაზების (IPO) შემდეგაც. გარდა ამისა, ზოგჯერ დუალისტური კლასის სტრუქტურას ირჩევენ არა მმართველობითი უფლების შესანარჩუნებლად, არამედ რეგულატორული და საგადასახადო მიზნებისთვის.³⁴

5. დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურის თავისებურებანი

კორპორაციის მიერ განთავსებული ფასიანი ქაღალდების კლასი და რაოდენობა განაპირობებს კაპიტალის ფორმირებას.³⁵

³¹ Aggarwal D., Eldar O., Hochberg Y. V., Litov L. P., The Rise of Dual-Class Stock IPOs (November 23, 2021), NBER Working Paper 28609; Duke Law School Public Law & Legal Theory Series No. 2020-78, European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 806/2021, 3, <<https://ssrn.com/abstract=3690670>> [06.02.2022].

³² მაგალითად, კომპანია Skysat Communications Network-ში, რომელიც ღია ტიპის კორპორაცია გახდა 1994 წელს, საკონტროლო პაკეტს ფლობდნენ დირექტორები და მენეჯერები, რომლებიც არ იყვნენ კომპანიის დამფუძნებლები. იხ. იქვე, 11.

³³ მაგალითად, როდესაც 2006 წელს სწრაფი კვების ქსელი Chipotle გახდა ანგარიშვალდებული საწარმო (ანუ ღია ტიპის კორპორაცია, რომელმაც თავისი აქციები საფონდო ბირჟაზე განათავსა საჯაროდ სავაჭროდ), აქციათა საკონტროლო პაკეტს არ ფლობდა სტივ ელსი (Steve Eills), მისი დამფუძნებელი, არამედ მაკდონალდსის შვილობილი კომპანია. მაკდონალდსი ფლობდა მრავალხმიან აქციებს: იგი ფლობდა ხმათა 87%-ს მაშინ როდესაც 22%-იანი სხვაობა არსებობდა მის კუთვნილ ხმის უფლებებსა და კაპიტალში მონაწილეობას შორის. იხ. იქვე.

³⁴ იქვე.

³⁵ ბურდული ი., სააქციო სამართლის საფუძვლები, I ტომი, თბ., 2010, 341.

კორპორაცია, მხოლოდ პრივილეგირებული აქციების გამოშვებას გადაწყვეტს, მხოლოდ ჩვეულებრივისას, თუ ჩვეულებრივი აქციის ცალკეული კლასებისას, არა მხოლოდ კაპიტალის სტრუქტურაზე, არამედ, ასევე, კორპორაციულ მართვაზე ახდენს გავლენას.³⁶

გერმანული სამართლის მიხედვით, დუალისტური კლასის აქციები დაუშვებელია ბირჟაზე ნოტირებული სააქციო საზოგადოებებისათვის.³⁷ სწორედ ამიტომ, როდესაც ვსაუბრობთ კორპორაციის მიერ სხვადასხვა კლასის აქციათა გამოშვების შესახებ გერმანული სამართლის მიხედვით, იგულისხმება ჩვეულებრივ და პრივილეგირებულ აქციათა ერთდროულად გამოშვება.³⁸ ქართული საკორპორაციო სამართალი, ისევე როგორც ამერიკული საკორპორაციო სამართალი, მსგავს აკრძალვას არ იცნობს და შესაბამისად, ამ საკითხის გადაწყვეტაც თავად საწარმოზეა მინდობილი. მაშასადამე, ზემოთ დასახელებული მეორე შემთხვევა (ჩვეულებრივი აქციის ცალკეულ კლასებად დაყოფა) გვხვდება ისეთ ქვეყნებში, რომელთა სამართლის მიხედვითაც არ არის აკრძალული მრავალხმიანი აქციების გამოშვება. საქართველოს „მენარმეთა შესახებ“ საქართველოს კანონის დისპოზიციური ნორმა, აქციათა კლასების უფლებრივ განსაზღვრასთან მიმართებით, იძლევა განსხვავებული წესის დადგენის შესაძლებლობას. შესაძლებელია როგორც მრავალხმიანი, ასევე შეზღუდულხმიანი აქციების გამოშვება.

თუმცა, ზოგიერთი მკვლევარი მიიჩნევს, რომ დუალისტური კლასის სტრუქტურა განსხვავდება იმ კაპიტალის სტრუქტურისგან, რომელიც ჩვეულებრივისა და პრივილეგირებულის ერთად გამოშვებას ითვალისწინებს.³⁹ მიზეზად ჩვეულებრივი აქციის განსხვავებულ ეკონომიკურ უფლებებს ასახელებენ, პრივილეგირებულთან შედარებით. ასევე, განსხვავებულ მმართველობით უფლებებს (ერთი ითვალისწინებს ხმის უფლებას, მეორე – არა) უსვამენ ხაზს. პრივილეგირებული აქციის მფლობელებს, როგორც წესი, აქვთ შეზღუდული ხმის უფლება ან საერთოდ არ აქვთ იგი, მაგრამ სანაცვლოდ, ეკონომიკური თვალსაზრისით, პრივილეგიებით სარგებლობენ დივიდენდის მიღებისას და ლიკვიდაციისას. პრივილეგირებულ აქციას მიიჩნევენ აქციისა და ობლიგაციის ჰიბრიდად. ამას გარდა, თუ პრივილეგირებულ აქციას კომპანიები იშვიათად უშვებენ (ინვესტორებზე იშვიათად ყიდიან), შესაბამისად, პრივილეგირებულ აქციას ვერ გამოიყენებენ ინსაიდერები, რომლებსაც სურთ უპირატესობა მოიპოვონ ხმათა უფლებებით.⁴⁰

³⁶ Ashton D. C., Revisiting Dual Class Stock, Saint John's Law Review, Vol. 68, 1994, 866, <<https://scholarship-law.stjohns.edu/lawreview/vol68/iss4/2/>> [06.02.2022].

³⁷ ბურდული ი., სააქციო სამართლის საფუძვლები, I ტომი, თბ., 2010, 336.

³⁸ იხ. Rydqvist K., Dual-Class Shares: A Review, Oxford Review of Economic Policy, Vol. 8, No. 3, 1992, 46, <www.jstor.org/stable/23606245> [06.02.2022].

³⁹ შეად. Kang S. Y., Taking Voting Leverage and Anti-Director Rights More Seriously: A Critical Analysis of the Law and Finance Theory, Peking University School of Transnational Law Research Paper No. 15-3, 2015, 21, <<https://ssrn.com/abstract=2669420>>, ასევე, Fisch J. E., Davidoff-Solomon S., The Problem of Sunsets, Boston University Law Review, Vol. 99, 2019, University of Pennsylvania, Institute for Law & Economic Research Paper No. 19-04,1064, <<https://ssrn.com/abstract=3305319>> და Rydqvist K., Dual-Class Shares: A Review, Oxford Review of Economic Policy, Vol. 8, No. 3, 1992, 46, <www.jstor.org/stable/23606245>.

⁴⁰ Kang S. Y., Taking Voting Leverage and Anti-Director Rights More Seriously: A Critical Analysis of the Law and Finance Theory, Peking University School of Transnational Law Research Paper No. 15-3, 2015, 21, <<https://ssrn.com/abstract=2669420>> [02.02.2022].

აშშ-ში, მოდელური აქტის, MBCA (Model Business Corporation Act)-ის⁴¹ §6.01 (a)-(c) პარაგრაფების მიხედვით, ასევე, Delaware Code-ის⁴² Title 8, §151(a), §212(a) მიხედვით და ღია კორპორაციების პრაქტიკასაც თუ გავითვალისწინებთ, შესაძლებელია ჩვეულებრივი კლასის აქციების დიფერენცირება ხმის უფლების და ქონებრივი უფლების მოცულობის მიხედვით. შესაბამისად, ჩვეულებრივი კლასის აქცია, თავის მხრივ, შეიძლება კიდევ ცალკეულ „კლასებად“ დაიყოს. მაგ. A კლასის ერთი ჩვეულებრივი აქცია ითვალისწინებს ერთ ხმას, ხოლო B კლასის ერთი ჩვეულებრივი აქცია ათ ხმას. ასევე, შესაძლოა არსებობდეს მესამე კლასის ჩვეულებრივი აქცია (პირობითად C კლასის), რომელიც საერთოდ არ ითვალისწინებს ხმის უფლებას, მიუხედავად იმისა, რომ ჩვეულებრივი კლასის აქციაა.

დუალისტური კლასის სტრუქტურა ბევრი ქვეყნის კანონმდებლობით არის დაშვებული. მათ შორისაა კანადა, დანია, ფინეთი, ნიდერლანდები, შვედეთი და შვეიცარია.⁴³ ამავდროულად, ზოგიერთი ქვეყნის კანონმდებლობა ზღუდავს ან საერთოდაც კრძალავს ღია კორპორაციების მიერ დუალისტური კლასის სტრუქტურის გამოყენებას. ბელგიაში, გერმანიაში, ლუქსემბურგში, პოლონეთსა და ესპანეთში ზღუდავენ დუალისტური კლასის სტრუქტურის გამოყენებას.⁴⁴ აღსანიშნავია, რომ გერმანიაში, ჩვეულებრივი კლასის აქციათა ცალკეული დაყოფა მრავალხმიან და ერთხმიან აქციებად საერთოდ გამორიცხულია. ამიტომ, დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურა ამ გაგებით, გერმანიაში არათუ შეზღუდული, არამედ დაუშვებელია.

6. დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურის დადებითი გავლენა

დუალისტური კლასის კაპიტალის სტრუქტურის მომხრეებს მიაჩნიათ, რომ აღნიშნული სტრუქტურა განაპირობებს საწარმოს ხანგრძლივმოქმედ პერსპექტივაზე ორიენტირებულობას. დამფუძნებლებმა (ან ხელმძღვანელებმა) უკეთ იციან კომპანიის დანიშნულება და მიზანი. შესაბამისად, იციან ამ მიზნის მიღწევის საშუალებებიც. ისინი არ არიან ორიენტირებულნი მხოლოდ მოგების მიღებაზე, მათ, ასევე, სურთ კომპანიის გაფართოება, განვითარება. მათთვის მნიშვნელოვანია კომპანიამ გაუძლოს დროს და შეძლოს თანამედროვე გამოწვევებთან გამკლავება. აღნიშნული კი სპეციალურ ცოდნას მოითხოვს. სწორედ ამიტომ, დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურის მომხრეებს მიაჩნიათ, რომ მართვის დამფუძნებლებისათვის მინდობა და მათი დაცვა, ისეთი ინვესტორებისაგან, რომელთაც მხოლოდ დაუყოვნებლივ მოგების მიღების სურვილი გააჩნია.

⁴¹ Model Business Corporation Act (2016 Revision) (December 9, 2017), American Bar Association, <https://www.americanbar.org/content/dam/aba/administrative/business_law/corplaws/2016_mbca.authcheckdam.pdf> [10.03.2022].

⁴² The Delaware Code, Title 8: Corporations, Legislative Council, General Assembly State of Delaware, the Delaware Code Online, <<https://delcode.delaware.gov/title8/title8.pdf>> [10.03.2022].

⁴³ იხ. *Bebchuk L. A., Kastiel K.*, The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock (April 18, 2017), Virginia Law Review, Vol. 103, 2017; Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper No. 905; Harvard Law School Program on Corporate Governance Discussion Paper 2017-6, 599, <<https://ssrn.com/abstract=2954630>> [06.02.2022].

⁴⁴ იქვე.

ათ, ასევე, მათი დაცვა კაპიტალის ბაზრის მოულოდნელი ცვლილებებისაგან და ზენოლისაგან, კომპანიისათვის ყველაზე ოპტიმალური შედეგის მომტანი იქნება.

ხშირად, დამფუძნებლის ხედვა გაუგებარი და მიუღებელია ინვესტორებისათვის, თუმცა კომპანიისათვის სასიკეთოა. დუალისტური კლასის სტრუქტურა არის ერთგვარი ინსტრუმენტი, იმისათვის რომ გამოაცალკევოს (ჩამოაშოროს) დამფუძნებელი და ხელმძღვანელობა იმ ადამიანებს (ინვესტორებს), რომლებიც ეჭვქვეშ აყენებენ დამფუძნებლის ხედვას.⁴⁵ ამ მხრივ, საინტერესოა, Google-ის დამფუძნებლების პირველი საჯარო შეთავაზების წერილი ინვესტორებისათვის⁴⁶, სადაც განმარტებულია, თუ რატომ გადაწყვიტეს დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურის გამოყენება, როდესაც მათი კომპანია ღია ტიპის გახდა. გარდა იმისა, რომ ყურადღებას ამახვილებენ თავიანთ გრძელვადიან გეგმებზე, ინოვაციურ მიდგომაზე, ტექნოლოგიური და ბიზნეს გარემოს სპეციფიკაზე, ხაზს უსვამენ, რომ „დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურა ხელს შეუწყობს Google-ს, როგორც ან უკვე ღია ტიპის კომპანიას, შეინარჩუნოს დახურული ტიპის კომპანიის სიკეთეები.“⁴⁷ მართლაც, როდესაც ღია კორპორაცია იყენებს დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურას, იგი ჰგავს დახურულ კორპორაციას, რამეთუ ხმათა უფლებების უმრავლესობა, რომლებსაც გავლენის მოხდენა შეუძლია, ან იგივე, კონტროლის უფლება, კონცენტრირებულია აქციონერთა ვიწრო წრეში.

დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურა იცავს ანტრეპრენერის (მენარმის) კომპანიის განვითარების „თავისებურ ხედვას“⁴⁸. როგორც წესი, დამფუძნებლებს აქვთ საკუთარი მიზნები და გეგმები. მათ შესაძლოა ჰქონდეთ ხანგრძლივმოქმედი გეგმები და შემუშავებული ჰქონდეთ მექანიზმები, რითაც განახორციელებენ ამ გეგმებს და სწორედ ამიტომ, ისინი დაცულები უნდა იყვნენ ისეთი ინვესტორების ზენოლისგან, რომლებსაც მხოლოდ ეკონომიკური ინტერესი გააჩნიათ და დაჩქარებული წესით სურთ მოგების მიღება.

პროფესორები, ზოჰარ გოშენი (Zohar Goshen) და ასაფ ჰამდანი (Assaf Hamdani), თავიანთ ნაშრომში⁴⁹ აღნიშნავენ, რომ დუალისტური კლასის კაპიტალის სტრუქტურის

⁴⁵ იხ. *Fisch J. E., Davidoff-Solomon S., The Problem of Sunsets*, Boston University Law Review, Vol. 99, 2019, University of Pennsylvania, Institute for Law & Economic Research Paper No. 19-04, 1069, <<https://ssrn.com/abstract=3305319>> [05.02.2022].

⁴⁶ იხ. *Page L., Brin S., 2004 Founders' IPO Letter* <<https://abc.xyz/investor/founders-letters/2004/ipo-letter.html>> [05.02.2022].

⁴⁷ “Google has prospered as a private company. We believe a dual class voting structure will enable Google, as a public company, to retain many of the positive aspects of being private.” იხ. იქვე.

⁴⁸ “Idiosyncratic Vision” – საინტერესოა, პროფესორების, ზოჰარ გოშენი (Zohar Goshen) და ასაფ ჰამდანი (Assaf Hamdani), მიერ გამოყენებული ტერმინი – “Idiosyncratic Vision”. “Idiosyncratic” ნიშნავს: ვინმეს ხასიათის თავისებურებას, აზროვნების ყაიდას, უცნაურობას. ქართული შესატყვისი შეიძლება მოვუძებნოთ სიტყვა – „თავისებური“. პროფესორები, გოშენი და ჰამდანი, როგორც თავად განმარტავენ, ანტრეპრენერის ხედვაში არ მოიაზრებენ მაინცდამაინც ინოვაციურ, ან რაიმე ახალ აღმოჩენას, მთავარია მას ჰქონდეს ბიზნეს გეგმა და რწმენა, რომ ეს გეგმა მის კომპანიას წარმატებას მოუტანს. სწორედ ეს იგულისხმება ამ სიტყვის ქვეშ. იხ. *Goshen Z., Hamdani A., Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, Yale Law Journal, Vol.125, 2016, 567, <<https://www.yalelawjournal.org/article/corporate-control-and-idiosyncratic-vision>> [04.02.2022].

⁴⁹ იხ. *Goshen Z., Hamdani A., Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, Yale Law Journal, Vol.125, 2016, <<https://www.yalelawjournal.org/article/corporate-control-and-idiosyncratic-vision>> [04.02.2022].

გამოყენების მიზანია ანტრეპრენერმა შეინარჩუნოს შეუზღუდავი და გარდაუვალი კონტროლი კორპორაციაზე. მათი აზრით, ინვესტორები და ანტრეპრენერები, ორივენი, აფასებენ კონტროლის უფლებას (დიდ მნიშვნელობას ანიჭებენ), თუმცა, განსხვავებული მიზეზების გამო. ანტრეპრენერს კონტროლის შენარჩუნება უნდა იმისათვის, რომ განახორციელოს თავისი გეგმა, მიჰყვეს თავის ხედვას, ხოლო ინვესტორებს სურთ შემცირონ წარმომადგენლობითი ხარჯები.⁵⁰

ბაზრის ჩვეულებრივ (რიგით) მონაწილესა (იგულისხმება გარეშე ინვესტორი) და კომპანიის ინსაიდერს შორის ინფორმაციულმა ასიმეტრიამ, შეიძლება უარყოფითი გავლენა იქონიოს აქციის ღირებულებაზე.⁵¹ მოსალოდნელია, რომ ამით ბოროტად ისარგებლებს მავანი და ფირმის სათავეში მოვა არაგონივრულად დაბალი ხარჯების განწევით.⁵² საუბარია სანარმოს მტრულ დაუფლებაზე, რომლისგან დასაცავად დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურა ერთ-ერთ ეფექტურ მექანიზმად არის მიჩნეული. მტრული დაუფლება ეს არის შემთხვევა, როდესაც ერთი კომპანია (შემძენი კომპანია) იძენს მეორე კომპანიას (სამიზნე კომპანია) პირდაპირ აქციონერებთან მოლაპარაკების გზით, ხელმძღვანელობის (დირექტორთა საბჭოს) გვერდის ავლით.⁵³ მტრული დაუფლების დროს, სამიზნე კომპანიის მენეჯმენტი წინააღმდეგია ამგვარი გარიგების. სწორედ ამიტომ ცდილობს შემძენი კომპანია თავის მიზანს აქციონერების დარწმუნების მეშვეობით მიაღწიოს. მტრული დაუფლების მიზანია შემძენი კომპანიის მიერ სამიზნე კომპანიაზე კონტროლის დამყარება, რაც მხოლოდ ხმის უფლების მქონე აქციების სათანადო რაოდენობის მოპოვებით არის შესაძლებელი. დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურა კომპანიის მტრული დაუფლებისგან დაცვის ეფექტური მექანიზმია. ამ დროს, კომპანიას საჯაროდ სავაჭროდ განთავსებული აქვს ჩვეულებრივი აქციები (ერთი აქცია, ერთი ხმა) ან ხმის უფლების არმქონე აქციები, ხოლო მრავალხმიანი აქციებს, ანუ საკონტროლო პაკეტს ფლობს კომპანიის ვინრო წრე და შესაბამისად, შემძენი კომპანია ვერ მოახერხებს სამიზნე კომპანიაზე კონტროლის დამყარებას.

იურიდიულ ლიტერატურაში, კორპორაციების მიერ სხვადასხვა კლასის აქციების გამოშვების აკარგინაობასთან დაკავშირებით, იქნება ეს დუალისტური თუ მრავალი კლასის აქციათა სტრუქტურების განხილვა, მეტნაკლებად მსგავს პოზიციებს შევხვდებით, როგორც მომხრეებთან, ასევე მოწინააღმდეგეებთან. ამ მხრივ განსხვავებულია პროფესორ დოროთი ლუნდის (Dorothy S. Lund) ნაშრომი⁵⁴, რომელიც ახლებურ ხედვას გვთავაზობს ზემოაღნიშნულ ცხარე დებატებთან მიმართებით. ასევე, მნიშვნელოვანია აღინიშნოს, რომ პროფესორი საკითხს განიხილავს აშშ-ის გამოცდილებისა და არსებული სამართლებრივი თუ ბიზნეს გარემოს მიხედვით.

⁵⁰ იხ. იქვე, 566.

⁵¹ იხ. *Dimitrov V., Jain P. C., Recapitalization of One Class of Common Stock into Dual-Class: Growth and Long-Run Stock Returns*, September 1, 2004, 2, <<https://ssrn.com/abstract=422080>> [04.02.2022].

⁵² იქვე.

⁵³ იხ. *ჭანტურია ლ.*, კორპორაციული მართვა და ხელმძღვანელთა პასუხისმგებლობა საკორპორაციო სამართალში, თბ., 2006, 231.

⁵⁴ იხ. *Lund D. S., Nonvoting Shares and Efficient Corporate Governance*, *Stanford Law Review*, Vol. 71, 2019, <<https://www.stanfordlawreview.org/print/article/nonvoting-shares-and-efficient-corporate-governance/>> [04.02.2022].

პროფესორი ლუნდი თავის ნაშრომში განიხილავს კონკრეტულად ხმის უფლების არმქონე აქციის სიკეთებს და როგორ შეიძლება გამოყენებულ იქნეს იგი საწარმოს კორპორაციული მართვის გაუმჯობესებისათვის. პროფესორი ლუნდის აზრით, მთავარი გასაღები თავად აქციონერებშია: გააჩნია ვინ არის აქციონერი და რა ინტერესი აქვს მას. აქციონერები განსხვავდებიან ერთმანეთისგან და ყველას ერთნაირი მოტივი არ გააჩნია. ხმის უფლების არმქონე აქცია, კომპანიებს აძლევს შესაძლებლობას, გაანაწილოს ხმის უფლება ინფორმირებულ აქციონერებსა (რომლებიც დიდ მნიშვნელობას ანიჭებენ თავიანთ ხმის უფლებას) და არაინფორმირებულ, „არასათანადოდ მოტივირებულ“ აქციონერებს (რომლებიც არ ანიჭებენ დიდ მნიშვნელობას თავიანთ ხმის უფლებას) შორის და როდესაც ასეთი დახარისხება ხდება, საწარმო ამცირებს წარმომადგენლობასთან და ტრანზაქციებთან დაკავშირებულ ხარჯებს.⁵⁵ იურიდიულ ლიტერატურაში, გაბატონებული აზრის თანახმად, დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურა, ზრდის წარმომადგენლობით ხარჯებს. თუმცა, პროფესორი ლუნდი ამტკიცებს, რომ ხმის უფლების არმქონე აქციების გამოშვების გზით, საწარმო სწორედაც რომ შეამცირებს წარმომადგენლობით ხარჯებს. იგი თვლის, რომ ინფორმირებული ინვესტორები, უფრო მეტ თანხას გადაიხდიან ისეთი ხმის უფლების მქონე აქციებში, რომლებიც არ იქნება „განზავებული“ (შესუსტებული) არაინფორმირებული, არასათანადოდ მოტივირებული ინვესტორების ხმის უფლებით.⁵⁶ კომპანიამ შეიძლება დაარწმუნოს ინფორმირებული ინვესტორები განახორციელონ ინვესტირება, მათთვის ორი კლასის აქციების შეთავაზების გზით და არასათანადოდ მოტივირებული ინვესტორები დაენაფებიან ისეთ აქციებს, რომლებიც არ აკისრებენ მათ კენჭისყრასთან დაკავშირებულ ხარჯებს.⁵⁷ მითუმეტეს, რომ ხმის უფლების არმქონე აქციების შესყიდვა ფასდაკლებით არის შესაძლებელი, განსხვავებით ხმის უფლების მქონე აქციებისგან.

ხმის უფლება ყველა აქციონერისთვის ერთნაირად მნიშვნელოვანი როდია. ზოგიერთი მათგანი იმდენად არ აფასებს მას, რომ საერთოდაც არ იყენებს. პროფესორი ლუნდი ასეთებად ინდივიდუალურ ანუ კერძო ინვესტორებს მიიჩნევს. ხმის უფლება მნიშვნელოვანია ინფორმირებული ინვესტორებისათვის, რომლებიც მოტივირებულნი არიან იმისათვის, რომ მაქსიმალურად გააუმჯობესონ კომპანიის ღირებულება.⁵⁸ ხმის უფლების არმქონე აქციები სწორედ იმიტომ უნდა გამოიშვას კომპანიამ, რომ ვინც ხმის უფლებას აფასებს იმას შეხვდეს შესაბამისი აქცია, ხოლო ვინც არ აფასებს, მას შეხვდეს ხმის უფლების არმქონე.⁵⁹

როდესაც პოტენციური ინვესტორები დარწმუნდებიან, რომ ხელმძღვანელობა, ანგარიშვალდებულია ინფორმირებული, ხმის უფლების მქონე ინვესტორების წინაშე, უფრო მეტად მოუწოდებთ ინვესტიციის განხორციელება ასეთ კომპანიაში.⁶⁰ ხმის უფლების არმქონე აქციების გამოშვება, იმ მიზეზით, რომ ხმები განაწილდეს ინფორმირებულ და

⁵⁵ იქვე, 695-697.

⁵⁶ იქვე.

⁵⁷ იქვე.

⁵⁸ იქვე.

⁵⁹ იქვე.

⁶⁰ იხ. იქვე, 698.

ნაკლებად მოტივირებულ ინვესტორებს შორის (ინფორმირებულს შეხვდეს ხმები და მეორეს არა) ჯერ არ მომხდარა და პროფესორი იმედოვნებს, რომ მომავალში მოხდება.⁶¹

ნაკლებად მოტივირებული ამომრჩეველებისთვის ხმის უფლების არმქონე აქციების გადაცემით, კომპანია ინფორმირებული ინვესტორების ხმას უფრო მეტ ძალას მიანიჭებს და, გარკვეულწილად, ხელმძღვანელობა მათ წინაშე უფრო მეტად იქნება ანგარიშვალდებული.⁶²

პროფესორი ლუნდი მიიჩნევს, რომ ხმის უფლების არმქონე აქციების პოტენციური ჯერ კიდევ არ არის ბოლომდე გამოაშკარავებული, მიუხედავად იმისა, რომ ხმის უფლების არმქონე აქციას საუკუნეზე მეტია იყენებენ. ინოვაცია (იგულისხმება მაღალტექნოლოგიური კომპანიები) დუალისტური კლასის სტრუქტურისათვის სიახლეა. კორპორაციული მართვის ბოლოდროინდელმა ტენდენციებმა და ფინანსური ბაზრის ცვლილებებმა უფრო მიმზიდველი გახადა ხმის უფლების არმქონე აქცია.⁶³ აქციონერთა აქტიურობა მნიშვნელოვნად გაიზარდა: მათ აქვთ შესაძლებლობა და სურვილი უშუალოდ ჩაერიონ და განიხილონ სხვადასხვა კორპორაციული საკითხები; ინსტიტუციონალური ინვესტორების, როგორც სანარმოს აქციონერების რაოდენობამაც იმატა.⁶⁴ ნაკლებად მოტივირებული აქციონერები კენჭისყრაში იღებენ მონაწილეობას და ხმის უფლებას იყენებენ, სწორედ მათი ინფორმაციის ნაკლებობა განაპირობებს იმას, რომ მათ მიერ შეტანილი წვლილი შესაძლოა სულაც არ იყოს კომპანიისთვის სასიკეთო. ამრიგად, პროფესორ ლუნდს მიაჩნია, რომ არახელსაყრელი გადაწყვეტილებების თავიდან არიდების კარგი საშუალებაა ხმის უფლების არმქონე აქციები.⁶⁵

7. დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურის უარყოფითი გავლენა

ISS-მა (Institutional Shareholder Services group of companies – ინსტიტუციონალურ აქციონერთა მომსახურე კომპანიების ჯგუფი)⁶⁶ დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურა დაახასიათა, როგორც „კორპორაციული მართვის ავტოკრატიული მოდეელი“.⁶⁷

⁶¹ იხ. იქვე.

⁶² ამასთან დაკავშირებით, საინტერესოა, პროფესორი ლუნდის მიერ განხილული მაგალითი. მან ერთმანეთს შეადარა ერთი კლასის აქციათა სტრუქტურისა და დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურის მქონე კომპანიების მუშაობის სპეციფიკა. იხ. *Lund D. S., Nonvoting Shares and Efficient Corporate Governance, Stanford Law Review, Vol. 71, 2019, 719-723*, <<https://www.stanfordlawreview.org/print/article/nonvoting-shares-and-efficient-corporate-governance/>> [04.02.2022].

⁶³ იხ. იქვე, 737.

⁶⁴ იქვე.

⁶⁵ იქვე.

⁶⁶ Institutional Shareholder Services group of companies (ISS) – ინსტიტუციონალურ აქციონერთა მომსახურე კომპანიების ჯგუფი არის მსოფლიოში ერთ-ერთი წამყვანი აქციონერთა საკონსულტაციო ჯგუფი. საკონსულტაციო მომსახურებას ეწევა ისეთ სფეროებში როგორცაა: კორპორაციული მართვა, საინვესტიციო გადაწყვეტილებები, კაპიტალის ბაზრის ანალიზი და ა.შ. აგრეთვე, იგი არის “Proxy Firm” რაც იმას ნიშნავს, რომ კომპანიების მიერ მინდობილობით არის აღჭურვილი და აქციონერთა საერთო კრებებზე მონაწილეობს, როგორც მათი წარმომადგენელი (proxy voting). დამატებით, იხ. <<https://www.issgovernance.com/about/about-iss/>> [30.04.2020].

⁶⁷ იხ. *Bebchuk L. A., Kastiel K., The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock (April 18, 2017)*, Virginia Law Review, Vol. 103, 2017; Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper No. 905; Harvard

ინსტიტუციონალური ინვესტორები არ უჭერენ მხარს დუალისტური კლასის კაპიტალის სტრუქტურას. ისინი ამტკიცებენ, რომ კონტროლის გადაცემა გარკვეული აქციონერთა მცირე ჯგუფისადმი კომპანიის ღირებულებას ამცირებს. ამ დროს უმრავლესობაში მყოფი აქციონერები ვერ ახორციელებენ სათანადო ზედამხედველობას და ვერ უზრუნველყოფენ მათ წინაშე ანგარიშვალდებული პირების გაკონტროლებას. დუალისტური კლასის კაპიტალის სტრუქტურა უბიძგებს მენეჯერებს, დირექტორებს დაარღვიონ მათი ფიდუციური ვალდებულებები აქციონერთა წინაშე და იმოქმედონ არა კომპანიის ინტერესების, არამედ პირადი ინტერესების სასიკეთოდ.⁶⁸

დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურას შეიძლება თან ახლდეს სანარმოს ხელმძღვანელობის აქციონერთა წინაშე ანგარიშვალდებულების შესუსტება, წარმომადგენლობითი ხარჯების ზრდა⁶⁹, გავლენიანი (ხმის უფლებათა უმრავლესობის მქონე) აქციონერების მხრიდან თვითნებობა – ეს ის საკითხებია, რაზეც იურიდიულ ლიტერატურაში ყველაზე ხშირად საუბრობენ.

ზოგადად, საკუთრებისა და მართვის გამიჯვნა ინვესტორებს წარმომადგენლობით ხარჯებს აქციონერებსა და ხელმძღვანელობას შორის, ერთი კლასის აქციათა სტრუქტურის ფარგლებშიც (სადაც დაცულია „ერთი აქცია, ერთი ხმა“ პრინციპი). მაგრამ, დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურის ფარგლებში, ვინაიდან კონტროლის უფლება აქციონერთა ვიწრო წრეშია მოქცეული, ხელმძღვანელთა ანგარიშვალდებულებაც სხვა, აუტსაიდერი აქციონერების წინაშე შესუსტებულია. გარდა ამისა, ამას შეიძლება მოჰყვეს ასევე წარმომადგენლობითი ხარჯი ინსაიდერ და აუტსაიდერ ანუ მაჟორიტარ და მინორიტარ აქციონერებს შორის. სწორედ ამიტომ აღნიშნავენ იურიდიულ ლიტერატურაში იმას, რომ დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურა წარმომადგენლობითი ხარჯების ზრდას იწვევს.

ძირითადი უარყოფითი თვისება, რაც დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურას ახასიათებს, ეს არის აუტსაიდერი აქციონერების უძლურება. როდესაც ინსაიდერები ვერ აღმოჩნდებიან კარგი მმართველები და მათი გადაწყვეტილებები ვერ გაამართლებს, აუტსაიდერი აქციონერები იძულებით და დისციპლინარულ მექანიზმებს ვერ გამოიყენებენ, რადგან ისინი სათანადო რაოდენობის ხმის უფლებებს არ ფლობენ. გარდა ამისა, არასწორი გადაწყვეტილებების რისკის მატარებლები სწორედ აუტსაიდერი აქციონერები არიან, რამეთუ ეკნომიკური თვალსაზრისით, მათი კაპიტალში მონაწილეობა დიდია, ხოლო ინსაიდერები, ამ შემთხვევაში, დიდად არ ზარალდებიან, კაპიტალში მცირე მონაწილეობის გამო.

Law School Program on Corporate Governance Discussion Paper 2017-6, 599, <<https://ssrn.com/abstract=2954630>> [06.02.2022].

⁶⁸ იხ. *Lund D. S.*, Nonvoting Shares and Efficient Corporate Governance, *Stanford Law Review*, Vol. 71, 2019, 714, <<https://www.stanfordlawreview.org/print/article/nonvoting-shares-and-efficient-corporate-governance/>> [04.02.2022].

⁶⁹ წარმომადგენლობითი ხარჯები (Agency Costs), ეს არის კომპანიის შიდა ხარჯები, რომელიც ითვალისწინებს აგენტის მიერ პრინციპალისათვის განეული წარმომადგენლობის ანაზღაურებას. ამ ტიპის ხარჯებთან საქმე გვაქვს, როდესაც ინტერესთა კონფლიქტი, უთანხმოება წარმოიქმნება აქციონერებსა და ხელმძღვანელობას შორის.

„ხელმძღვანელობის მტკიცედ ფეხმოკიდებულობა“ ან „ხელმძღვანელობის გამაგრება“ (Management Entrenchment) – იმის გამო, რომ კორპორაციაში ხმათა უმრავლესობა ინსაიდერების ხელშია, აუტსაიდერები, ანუ მცირე აქციონერები ან გარეშე ინვესტორები, მოკლებულნი არიან შესაძლებლობას ზედამხედველობა გაუწიონ ხელმძღვანელ პირებს. შესაბამისად, რთულდება მათ მიერ ხელმძღვანელობისთვის პასუხის მოთხოვნა (მაგ, დისციპლინური პასუხისმგებლობა). ეს კი ასუსტებს ხელმძღვანელობის ანგარიშვალდებულებას აქციონერების წინაშე. ერთი მხრივ, ხელმძღვანელობა უზრუნველყოფილია განახორციელოს თავისი ხანგრძლივმოქმედი გეგმა. მეორე მხრივ, იზრდება რისკი მათი მხრიდან თვითნებობისა.

ზოგადად, აქციონერები, მათ შორის გავლენიანი აქციონერები, ყოველთვის ცდილობენ დაცულნი იყვნენ ხელმძღვანელთა თვითნებობისაგან, რაც მათი მდგომარეობის ბოროტად გამოყენებაში გამოიხატება.⁷⁰ თავისმხრივ, მინორიტარი აქციონერებისათვის მნიშვნელოვანია თავიდან აირიდონ გავლენიანი აქციონერებისგან გაფლანგვები და დაიცვან თავი ისეთი შემთხვევებისგან, როცა ხელმძღვანელობას შეეძლება საკუთარი ინტერესები გავლენიან აქციონერთა ინტერესებს დაამთხვიონ, რაც კორპორაციისათვის და მცირე აქციონერთათვის საზიანო იქნება.⁷¹

აქციონერთა კონტროლის უფლება ხელმძღვანელთათვის მასტიმულირებელია, რათა მათ კეთილსინდისიერად შეასრულონ საკუთარი ვალდებულებები სანარმოს წინაშე. აქციონერებს შეუძლიათ არ დაუჭირონ მხარი ხელმძღვანელობის მიერ მიღებულ გადაწყვეტილებებს. დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურის ფარგლებში იმ აქციონერებისათვის, რომლებიც კორპორაციის ინსაიდერებს არ წარმოადგენენ (და ასეთი საკმაოდ ბევრია, რადგან კონტროლის უფლება ვინრო წრეშია კონცენტრირებული) აღნიშნული უფლების განხორციელება რთული ან თითქმის შეუძლებელია.

დროთა განმავლობაში, დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურა არაეფექტური ხდება კომპანიისთვის. კომპანიის ოპერირების საწყის ეტაპზე თუ ის დადებით როლს თამაშობს, მომნიშვნელოვან ეტაპზე შეიძლება წარმომადგენლობითი ხარჯების გაზრდა გამოიწვიოს, ასევე, შემცირდეს შრომის პროდუქტიულობისა და ინოვაციების ტემპი, დასაქმებულთა რაოდენობა და ა.შ.⁷²

ზოგიერთი მკვლევარი მიიჩნევს, რომ დუალისტური კლასის სტრუქტურა ეფექტურია დროის გარკვეულ პერიოდში და არა სამუდამოდ. დროის სვლასთან ერთად დუალისტური კლასის სტრუქტურა მის ეფექტურობას კარგავს და მხოლოდ პრობლემებს წარმოქმნის. თუ ის ეფექტურია პირველი საჯარო შეთავაზების პერიოდში, დიდი რისკი

⁷⁰ ჯიბუტი მ., კორპორაციების მმართველი ორგანოების მიერ აქციონერთა (ინვესტორთა) ინტერესების დაცვის სახელმწიფო კონტროლი, კრებულში: კეთილსინდისიერი ხელმძღვანელობის ვალდებულება და პასუხისმგებლობა სააქციო საზოგადოებაში ქართული და გერმანული სამართლის მიხედვით: სიმპოზიუმის მასალები, II გერმანულ-ქართული სიმპოზიუმი საკორპორაციო სამართალში, თბილისი, 2003, 207, <<http://www.library.court.ge/upload/giz2003-ge-de-symposium-company-law.pdf>> [05.02.2022].

⁷¹ იქვე.

⁷² იხ. Kim H., Michael R., Sticking around Too Long? Dynamics of the Benefits of Dual-Class Voting, European Corporate Governance Institute (ECGI) – Finance Working Paper No. 590/2019, Swiss Finance Institute Research Paper No. 19-09, 2019, 4, <<https://ssrn.com/abstract=3145209>> [05.02.2022].

არსებობს იმისა, რომ ის ასეთი აღარ იქნება წლების შემდეგ.⁷³ მიუხედავად ამისა, გავლენიან აქციონერებს (Controlling Shareholders) აქვთ სურვილი, რომ მართვა სამუდამოდ მათ ხელში იყოს, შესაბამისად, დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურა შეინარჩუნონ მაშინაც კი, როცა ის უკვე აღარ არის ისეთი ეფექტური.⁷⁴ ეს კი კომპანიისათვის დამლუპველია.

8. რეგულირების მექანიზმები

მსოფლიოში, უმეტესობა იურისდიქციებისა, აქციათა კლასების საკითხს დისპოზიციურად აწესრიგებს. კანონმდებლობა პირდაპირ არ კრძალავს „ერთი აქცია, ერთი ხმა“ წესიდან გადახვევას, ამიტომ დუალისტური კლასის სტრუქტურასთან დაკავშირებული რისკების მონესრიგება თვითრეგულირებადმა ორგანიზაციებმა საკუთარ თავზე აიღეს.

ინსტიტუციონალური ინვესტორები, წამყვანი საფონდო ბირჟები და სხვა გავლენიანი ინსტიტუტები მტკიცედ უჭერენ მხარს ერთი კლასის აქციათა სტრუქტურას (სადაც დაცულია პრინციპი „ერთი აქცია = ერთი ხმა“) და ეწინააღმდეგებიან დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურის ფარგლებში აქციონერთა თანასწორობის (დემოკრატიის) დარღვევას. თუმცა, აღნიშნული სტრუქტურის სრულად აკრძალვის უფლებამოსილება მათ არ გააჩნიათ. სწორედ ამიტომ, მათ მიერ შემუშავებულ იქნა ის მექანიზმები, რომლებიც უზრუნველყოფს დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურიდან გამომდინარე რისკების დაბალანსებას.

ინსტიტუციონალურ ინვესტორთა საბჭო (CII)⁷⁵ 2012 წლიდან მოუწოდებდა აშშ-ის საფონდო ბირჟებსა და ინდექსებს, რომ დაენერგათ „ერთი აქცია, ერთი ხმა“ პრინციპი.⁷⁶ მეტიც, CII, აშშ-ის ფარგლებსაც გასცდა და მოუწოდა, როგორც ლონდონის, ისე ჰონგ-კონგისა და სინგაპურის საფონდო ბირჟებს, არ დაეშვათ დუალისტური კლასის სტრუქტურის კომპანიები.⁷⁷ ინსტიტუციონალურ ინვესტორთა საბჭომ, ასევე, მიმართა SEC-ის ინვესტორთა მრჩეველთა კომიტეტს.⁷⁸ SEC-ის წარმომადგენელი, რობერტ ჯექსონი, მხარს უჭერს დუალისტური კლასის სტრუქტურას იმ შემთხვევაში, თუ ის დროში

⁷³ იხ. *Bebchuk L. A., Kastiel K., The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock* (April 18, 2017), *Virginia Law Review*, Vol. 103, 2017; Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper No. 905; Harvard Law School Program on Corporate Governance Discussion Paper 2017-6, 590, <<https://ssrn.com/abstract=2954630>> [06.02.2022].

⁷⁴ იქვე.

⁷⁵ Council of Institutional Investors (CII) – ინსტიტუციონალურ ინვესტორთა საბჭო არის არაკომერციული, საპენსიო, საქველმოქმედო და სხვა ფონდების ასოციაცია, რომელიც იცავს ინსტიტუციონალური ინვესტორების ინტერესებს აშშ-ში. CII მხარს უჭერს ეფექტურ კორპორაციულ მართვას, აქციონერთა უფლებების დაცვასა და გონივრულ ფინანსურ რეგულაციებს, რომელიც ხელს უწყობს სამართლიან, დინამიურ კაპიტალის ბაზარს. იხ. <<https://www.cii.org/about>> [06.02.2022].

⁷⁶ *Lund D. S., Nonvoting Shares and Efficient Corporate Governance*, *Stanford Law Review*, Vol.71, 2019, 708, <<https://www.stanfordlawreview.org/print/article/nonvoting-shares-and-efficient-corporate-governance/>> [04.02.2022].

⁷⁷ იქვე, 708.

⁷⁸ იქვე, 709.

იქნება შეზღუდული.⁷⁹ 2018 წელს, თებერვალში, თავის მოხსენებაში⁸⁰, აღნიშნა, რომ მას იმედი აქვს საფონდო ბირჟები დაავალდებულებენ დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურის კომპანიებს, გაითვალისწინონ სპეციალური დათქმები – Sunset Provision – და დროთა განმავლობაში დაარეგულირონ არათანაბარი ხმის უფლებები.⁸¹ SEC-ის ინვესტორთა მრჩეველთა კომიტეტმა გამოსცა რეკომენდაცია⁸², რომლის მიხედვითაც, კორპორაციის ფინანსების განყოფილებამ (the Division of Corporation Finance)⁸³ უნდა მოითხოვოს უფრო მეტი ღიაობა დუალისტური კლასის კომპანიებისგან და რისკებთან დაკავშირებით დეტალური ინფორმაციის წარდგენა.⁸⁴

1988 წელს, ფასიანი ქაღალდებისა და ბაზრის კომისიამ (SEC), ფასიანი ქაღალდების მარეგულირებელ წესებში გაითვალისწინა პუნქტი, Rule 19c-4, რომლის თანახმადაც, აშშ-ის საფონდო ბირჟები ვალდებულნი იყვნენ, უარი ეთქვათ ისეთი კორპორაციების კვოტირებაზე, რომლებიც იყენებდნენ დუალისტური კლასის შუალედურ რეკაპიტალიზაციას, ანუ, რომლებიც აუქმებდნენ, ზღუდავდნენ ან საგრძნობლად ამცირებდნენ უკვე არსებული აქციონერების ხმათა უფლებებს.⁸⁵ SEC-ის ეს ნაბიჯი გააპროტესტა აშშ-ში გავლენიანმა ბიზნეს ასოციაციამ Business Roundtable, რომელიც ამტკიცებდა, რომ კორპორაციული მართვის საკითხების მონესრიგება, მათ შორის აქციონერთა უფლებების განსაზღვრა თავად სანარმოს და სახელმწიფოს უფლებამოსილებაა და არა SEC-ის.⁸⁶ 1990 წელს, აშშ-ის კოლუმბიის ოლქის სააპელაციო სასამართლომ მიიღო გა-

⁷⁹ იქვე, 711.

⁸⁰ *Commissioner Robert J. Jackson Jr.*, Perpetual Dual-Class Stock: The Case Against Corporate Royalty, Speech, San Francisco, California, February 15, 2018 <<https://www.sec.gov/news/speech/perpetual-dual-class-stock-case-against-corporate-royalty>> [04.02.2022].

⁸¹ *Lund D. S.*, Nonvoting Shares and Efficient Corporate Governance, *Stanford Law Review*, Vol. 71, 2019, 711, <<https://www.stanfordlawreview.org/print/article/nonvoting-shares-and-efficient-corporate-governance/>> [04.02.2022].

⁸² Recommendation of the Investor Advisory Committee Dual Class and Other Entrenching Governance Structures in Public Companies <<https://www.sec.gov/spotlight/investor-advisory-committee-2012/recommendation-on-dual-class-shares.pdf>> [04.02.2022].

⁸³ კორპორაციის ფინანსების განყოფილება იზიარებს ფასიანი ქაღალდებისა და საფონდო ბირჟების კომისიის მისიას დაიცვას ინვესტორები, შეინარჩუნოს სამართლიანი, მონესრიგებული და ეფექტური ბაზრები და ხელი შეუწყოს კაპიტალის ფორმირებას. კორპორაციის ფინანსების განყოფილება იღწვის რათა უზრუნველყოს ინვესტორთა ინფორმირება ზუსტი და სრული ინფორმაციით იმისათვის, რომ მათ მიიღონ სწორი საინვესტიციო გადაწყვეტილებები. მაშინ როცა კომპანია პირველად სთავაზობს თავის ფასიან ქაღალდებს საჯაროდ და ასევე შემდგომ ეტაპებზეც, რადგან ის მუდმივად განაგრძობს ბაზრისთვის ინფორმაციის მინოდებას. განყოფილება ასევე კონსულტაციებს უწევს კომპანიებს SEC-ის მიერ დადგენილი წესებსა და ფორმებთან დაკავშირებით. თავისმხრივ, SEC-ს უწევს რეკომენდაციებს როგორც ახალი წესების მიღებასთან, ასევე არსებული წესების გადახედვასთან დაკავშირებით. იხ. <<https://www.sec.gov/divisions/corpfin/cfabout.shtml>> [04.02.2022].

⁸⁴ *Lund D. S.*, Nonvoting Shares and Efficient Corporate Governance, *Stanford Law Review*, Vol. 71, 2019, 711, <<https://www.stanfordlawreview.org/print/article/nonvoting-shares-and-efficient-corporate-governance/>> [04.02.2022].

⁸⁵ იხ. *Bainbridge S. M.*, The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19C-4, *Washington University Law Quarterly*, Vol. 69, 1991, 566, <http://openscholarship.wustl.edu/law_lawreview/vol69/iss2/6> [06.02.2022].

⁸⁶ იქვე, 567.

დანყვეტილება, რომლის თანახმადაც დაადგინა, რომ SEC გასცდა თავის უფლებამოსილების ფარგლებს და საბოლოოდ, გაუქმდა პუნქტი Rule 19c-4.⁸⁷

აშშ-ში, საფონდო ბირჟის შესახებ კანონი (The Securities Exchange Act) არ აძლევს ფასიანი ქაღალდებისა და ბაზრის კომისიას (Securities and Exchange Commission – SEC) უფლებამოსილებას, მოანესრიგოს კორპორაციული მართვის საკითხები.⁸⁸ SEC უფლებამოსილია დაარეგულიროს ვაჭრობა და ფასის განსაზღვრა.⁸⁹ სახელმწიფოს საკანონმდებლო ორგანოს და თავად სანარმოს უფლებამოსილებაა სანარმოს კორპორაციული მართვის საკითხების მონესრიგება.⁹⁰

ნიუ იორკის საფონდო ბირჟა და NASDAQ ანებსებს შეზღუდვას, რომლის თანახმადაც, დუალისტური კლასის კომპანიებს არ აქვთ უფლება მნიშვნელოვნად შეამცირონ უკვე გამოშვებული აქციების ხმის უფლებები (მაგ. ისეთი ახალი კლასის აქციების გამოშვების გზით, რომელიც ხმის უპირატეს უფლებებს მოიცავს).⁹¹ სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, იკრძალება ისეთი სახის რეკაპიტალიზაცია, რომელიც უკვე გამოშვებული აქციების ხმის უფლების შემცირებას იწვევს. ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟის კვოტირების წესების თანახმად, კომპანიას დუალისტური კლასის კაპიტალის სტრუქტურა უნდა ჰქონდეს თავიდანვე, პირველი საჯარო შეთავაზებისას. ბირჟაზე ნოტირებული, ერთი კლასის აქციათა სტრუქტურის მქონე კომპანიის რეკაპიტალიზაცია, ანუ დუალისტური კლასის კომპანიად გარდაქმნა და ამით უკვე არსებული აქციონერების ხმათა უფლებების შეზღუდვა, შემცირება ან ანულირება არ არის დაშვებული. თუმცა, აღსანიშნავია, რომ ზემოხსენებული წესები დისპოზიციური ხასიათისაა და გამონაკლის შემთხვევებში, შეიძლება სხვაგვარად მონესრიგდეს. ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟამ არჩია მოქნილი წესების შემუშავება იმის გათვალისწინებით, რომ კაპიტალის ბაზარი, ისევე როგორც კომპანიების გარემოებები და საჭიროებები დროთა განმავლობაში ცვალებადობით ხასიათდება.⁹²

„ერთი აქცია, ერთი ხმა“ საყოველთაოდ აღიარებული პრინციპია საფონდო ბირჟებისთვისაც. თუმცა, არსებული მაღალი კონკურენციის გამო, ბირჟებს უწევთ გარკვეულ დათმობებზე წასვლა.⁹³ მაგალითად, 2016 წელს, Alibaba, ჩინური ელექტრონული ვაჭრობის კომპანიამ, აქციები ნიუ იორკის საფონდო ბირჟაზე განათავსა, მას შემდეგ, რაც ჰონგ-კონგის საფონდო ბირჟამ უარი უთხრა აქციების განთავსებაზე, რადგან

⁸⁷ *ob. The Business Roundtable v. S.E.C.*, 905 F.2d 406 (D.C. Cir. 1990).

⁸⁸ *Bainbridge S. M.*, *The Scope of the SEC’s Authority Over Shareholder Voting Rights*, UCLA School of Law Research Paper No. 07-16, 2007, 14, <<https://ssrn.com/abstract=985707>> [06.02.2022].

⁸⁹ იქვე.

⁹⁰ იქვე.

⁹¹ *Committee On Capital Markets Regulation (CCMR), The Rise of Dual Class Shares: Regulation and Implications*, Report, April 2020, 12, <<https://www.capmksreg.org/wp-content/uploads/2020/04/The-Rise-of-Dual-Class-Shares-04.08.20-1.pdf>> [05.02.2022].

⁹² *ob. NYSE, Voting Rights Interpretations Under Listed Company Manual Section 313* (01.15.13) <https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/regulation/nyse/voting_right_interpretations_under_listed_company_manual_section_313.pdf> [05.02.2022].

⁹³ *ob. Committee On Capital Markets Regulation (CCMR), The Rise of Dual Class Shares: Regulation and Implications*, Report, April 2020, 12, <<https://www.capmksreg.org/wp-content/uploads/2020/04/The-Rise-of-Dual-Class-Shares-04.08.20-1.pdf>> [05.02.2022].

მტკიცედ იცავდა პრინციპს „ერთი აქცია, ერთი ხმა“.⁹⁴ 2018 წლის აპრილიდან, ჰონგ-კონგმა დაუშვა გამონაკლისი, რომლის თანახმადაც საჯაროდ სავაჭროდ დაუშვებს დუალისტური კლასის სტრუქტურის მქონე კომპანიას, მხოლოდ იმ შემთხვევაში თუ ეს კომპანია დააკმაყოფილებს გარკვეულ კრიტერიუმებს: უნდა იყოს ინოვაციური, მაღალი პროფილის და ა.შ.⁹⁵ ჰონგ-კონგის მსგავსად, 2018 წლიდან სინგაპურის საფონდო ბირჟამაც დაუშვა დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურის მქონე კომპანიების კვოტირება. 2012 წელს, Manchester United PLC არ განათავსა თავისი აქციები სინგაპურის საფონდო ბირჟაზე და სწორედ ამის შემდეგ, სინგაპურის საფონდო ბირჟამ შეცვალა თავისი კვოტირების წესები და 2018 წლიდან უკვე დაუშვა დუალისტური კლასის კომპანიების კვოტირებაც, თუმცა, ჰონგ-კონგის მსგავსად, გარკვეული შეზღუდვებით.⁹⁶

ლონდონის საფონდო ბირჟაზე, დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურის მქონე კომპანიებს შეეძლოთ განეთავსებინათ თავიანთი აქციები მხოლოდ სტანდარტული ლისტინგის რეჟიმის ფარგლებში, ხოლო, პრემიუმ ლისტინგის რეჟიმის⁹⁷ ფარგლებში ეს დაუშვებელი იყო. 2017 წლის თებერვალში, FCA (Financial Conduct Authority)⁹⁸ გამოაქვეყნა სადისკუსიო წერილი⁹⁹, რომელიც ითვალისწინებდა წინადადებას, დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურის მქონე, სამეცნიერო და ტექნოლოგიების სფეროში მოღვაწე კომპანიების პრემიუმ ლისტინგზე დაშვების თაობაზე, რომლის მთავარი მიზანი იყო უზრუნველყოთ ლონდონის საფონდო ბირჟის მიმზიდველობა და კონკურენტუნარიანობა. 2021 წლის 3 დეკემბრის ცვლილებების თანახმად, დუალისტური კლასის სტრუქტურის მქონე კომპანიები დასაშვებია ლონდონის საფონდო ბირჟის პრემიუმ

⁹⁴ იხ. კრაკმანი რ., არმორი ჯ., დევისი პ., ენრიკესი ლ., ჰანსმანი ჰ., ჰერტიგი უ., ჰოპტი კ., კანდა ჰ., პარგენდლერი მ., რინგე ვ.-გ., როკი ე., საკორპორაციო სამართლის ანატომია, შედარებითი და ფუნქციური მიდგომა, მესამე გამოცემა, ქორიაშვილი ა., მაისურაძე დ. (მთარგმნელები), თბ., 2019, 126, <http://lawlibrary.info/ge/books/2019giz-ge_anatomy_of_corporate_law.pdf> [05.02.2022].

⁹⁵ იხ. Baker McKenzie Lawyers, The Revival of Dual Class Shares, Publication, 19 March 2020, 3, <<https://www.bakermckenzie.com/en/insight/publications/2020/03/the-revival-of-dual-class-shares>> [05.02.2022].

⁹⁶ სინგაპურისა და ჰონგ-კონგის საფონდო ბირჟების მიერ დაწესებული შეზღუდვები შეგიძლიათ იხილოთ: CFA Institute, Dual-Class Shares: The Good, the Bad, and the Ugly, A Review of the Debate Surrounding Dual-Class Shares and Their Emergence in Asia Pacific, Survey Report, 2018, 50-51, <<https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/survey/apac-dual-class-shares-survey-report.ashx>> [06.02.2022].

⁹⁷ ლონდონის საფონდო ბირჟის პრემიუმ ლისტინგ რეჟიმი პრესტიჟულ სეგმენტს წარმოადგენს და ადგენს კორპორაციული მართვის, გამჭვირვალობისა და ლიაობის მაღალი დონის სტანდარტებს. იხ. Baker McKenzie Lawyers, The Revival of Dual Class Shares, Publication, 19 March 2020, 4, <<https://www.bakermckenzie.com/en/insight/publications/2020/03/the-revival-of-dual-class-shares>> [05.02.2022].

⁹⁸ FCA (Financial Conduct Authority) – ფინანსური ქმედების მარეგულირებელი ორგანო გაერთიანებულ სამეფოში. მოქმედებს ხელისუფლებისაგან დამოუკიდებლად. იგი არეგულირებს ფინანსური სერვისების ინდუსტრიას დიდ ბრიტანეთში და მისი ძირითადი ფუნქციაა დაიცვას მომხმარებელი, შეინარჩუნოს ინდუსტრიის სტაბილურობა და ჯანსაღი კონკურენცია ფინანსური მომსახურების მომწოდებლებს შორის. იხ. <<https://www.fca.org.uk/about/the-fca>> [05.02.2022].

⁹⁹ იხ. Financial Conduct Authority, Review of the Effectiveness of Primary Markets: The UK Primary Markets Landscape, Discussion Paper: DP17/2, 8, <<https://www.fca.org.uk/publication/discussion/dp17-02.pdf>> [05.02.2022].

სეგმენტზე, თუმცა გარკვეული შეზღუდვებით, კერძოდ დუალისტური კლასის სტრუქტურა შეიძლება მოქმედებდეს კომპანიაში საფონდო ბირჟაზე აქციების პირველი განთავსებიდან 5 წლის განმავლობაში. აღნიშნული ვადის გაგრძელება ან სხვაგვარად აღდგენა დაუშვებელია.¹⁰⁰

დუალისტური კლასის სტრუქტურის მქონე კომპანიები დაშვებულია ასევე სილიკონის ველის (Silicon Valley) გრძელვადიან საფონდო ბირჟაზე (Long-Term Stock Exchange).¹⁰¹ Long-Term Stock Exchange (LTSE) – ახალი, ინოვაციური საფონდო ბირჟა აშშ-ში, რომელიც ამოქმედდა 2020 წელს. აღსანიშნავია, რომ პირველი კომპანიები, რომელმაც თავიანთი აქციები განათავსეს აღნიშნულ საფონდო ბირჟაზე (Asana Inc. და Twilio Inc.) წარმოადგენდნენ დუალისტური კლასის კომპანიებს.¹⁰²

შედეგში, დუალისტური კლასის კომპანიები საფონდო ბირჟებზე არა მხოლოდ დაშვებულია, არამედ დაახლოებით 100 წელია, რაც კაპიტალის ბაზრის მნიშვნელოვან შემადგენელ ნაწილს წარმოადგენს.¹⁰³

დუალისტური კლასის კომპანიები დაშვებულია, ასევე, ტორონტოს საფონდო ბირჟასა (TSX) და ბევრ ევროპულ ბირჟაზე, როგორცაა მაგ. Euronext (European New Exchange Technology).¹⁰⁴

დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურიდან გამომდინარე რისკების დაბალანსების ერთ-ერთი გავრცელებული და აღიარებული მექანიზმია წესდებაში/სარეგისტრაციო განაცხადში, სპეციალური დათქმის გათვალისწინება, რომელიც “Sunset Provision”-ის¹⁰⁵ სახელით არის ცნობილი. კომპანიას წესდებით/სარეგისტრაციო განაცხადებით შეუძლია გაითვალისწინოს სპეციალური დათქმა, რომლის თანახმადაც კომპანია დუალისტური კლასის კაპიტალის სტრუქტურას გამოიყენებს გარკვეული პერიოდის განმავლობაში (ძირითადად, ასეთ პერიოდად მიჩნეულია 10 ან 15 წელი, ზოგიერთი მკვლევარი თვლის, რომ უფრო ნაკლები უნდა იყოს ეს პერიოდი მაგ. 5-7 წელი). ხოლო, შემდეგ გადავა, ჩვეულებრივ, ერთი კლასის აქციათა სტრუქტურაზე, სადაც დაცული იქნება „ერთი აქცია = ერთი ხმა“ პრინციპი. როდესაც ეს დათქმა ამოქმედდება, უპირატესი ხმის უფლების მქონე აქციები ავტომატურად გარდაიქმნება ჩვეულებრივ აქციებად და ჩვეულებრივი აქციის მეორე კლასი არსებობას შეწყვეტს.

¹⁰⁰ Morland C., Norton Ph., Hoffman K., Marshal A., New Rules for Listing on the London Stock Exchange Could Ease the Path to IPO, 2021 <<https://humancapital.aon.com/insights/articles/2021/new-rules-for-listing-on-the-london-stock-exchange-could-ease-the-path-to-ipo>> [05.02.2022].

¹⁰¹ Wang E., DiNapoli J., Long-Term Stock Exchange CEO says dual-class stock critics “lost the argument”, Reuters, 2021 <<https://www.reuters.com/business/long-term-stock-exchange-ceo-says-dual-class-stock-critics-lost-argument-2021-07-02/>> [05.02.2022]. ასევე, Doherty K., Silicon Valley Exchange Lists First Two Companies in ESG Push, Bloomberg, 2021 <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-08-26/silicon-valley-exchange-lists-first-two-companies-in-esg-push>> [05.02.2022].

¹⁰² იქვე.

¹⁰³ იხ. Lidman E., Skog R. R., London Allowing Dual Class Premium Listings: A Swedish Commentary (April 14, 2021). European Corporate Governance Institute – Law Working Paper 580/2021, Nordic Journal of Company Law (NTS), Forthcoming, 2, <<https://ssrn.com/abstract=3826174>> [05.02.2022].

¹⁰⁴ იქვე, 4.

¹⁰⁵ Sunset Provision ან Sunset Clause – კანონის ან ხელშეკრულების ნაწილი, დათქმა, რომელიც მიუთითებს დროს – როდის შეწყვეტს მოქმედებას, ან შემთხვევას – ან/და პირობას – რა შემთხვევაში შეწყვეტს მოქმედებას. “Part of a law or contract that states when it will end, or the conditions under which it will end.” Cambridge Business English Dictionary © Cambridge University Press.

ამერიკულმა ელექტრონული კომერციის კომპანიამ – Groupon-მა¹⁰⁶, 2011 წელს წესდებით გაითვალისწინა აღნიშნული დათქმა, რომლის მიხედვითაც დუალისტური კლასის სტრუქტურას გამოიყენებდა პირველი საჯარო შეთავაზებიდან 5 წლის ვადით და შესაბამისად, 2016 წელს ის გარდაიქმნა ერთი კლასის სტრუქტურის კომპანიად.¹⁰⁷

დათქმა შეიძლება დამოკიდებული იყოს როგორც დროზე, ასევე კონკრეტულ მოვლენაზე (მაგ. დამფუძნებლის შრომისუნაროდ გახდომაზე, მის გარდაცვალებაზე, ან მის საპენსიო ასაკის მიღწევაზე).¹⁰⁸ ასეთი დათქმა ხელს უშლის დამფუძნებელს, სამუდამოდ ჰქონდეს მართვის უფლება მხოლოდ თავის ხელში და ასევე, ხელს უშლის მას მემკვიდრეობით გადასცეს მმართველობითი უფლებამოსილება თავის მემკვიდრეს, რომელიც შეიძლება სულაც არ იყოს კარგი მმართველი.¹⁰⁹

“Sunset Provision” დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურის არც აშკარა აკრძალვის შესაძლებლობას იძლევა და არც მისი მუდმივი გამოყენების შესაძლებლობას.¹¹⁰

“Sunset Provision”-ის სავალდებულობასთან დაკავშირებით არსებობს აზრთა სხვადასხვაობა. პროფესორები ბებჩუკი (Lucian A. Bebchuk) და კასტიელი (Kobi Castiel) მხარს უჭერენ დროზე დაფუძნებული “Sunset Provision”-ის სავალდებულობას, როგორც ეფექტურ დამცავ მექანიზმს დუალისტური კლასის სტრუქტურიდან გამომდინარე რისკებისაგან.¹¹¹ ხოლო, პროფესორები ფიში (Jill E. Fisch) და დავიდოვ-სოლომონი (Steven Davidoff Solomon) თავიანთ ნაშრომში¹¹² განსხვავებულ მოსაზრებას გვთავაზობენ. ისინი აღნიშნავენ, რომ მართალია, “Sunset Provision” შეიძლება მიჩნეულ იქნას, როგორც ერთგვარი დაზღვევის მექანიზმი დამფუძნებლის მრუდე, არასწორი ზრახვებისგან, მაგრამ ინსტრუმენტი, რომელიც უზრუნველყოფს ასეთი დამფუძნებლის შეცვლას 7 ან 10 წლის შემდეგ (პროფესორები, ამ შემთხვევაში, განსაკუთრებით ამახვილებენ ყურადღებას ინოვაციურ, „ახალი ეკონომიკის“ (იგულისხმება მაღალტექნოლოგიური კომპანიები) კომპანიებზე და მიუთითებენ, რომ მსგავსი კომპანი-

¹⁰⁶ Groupon არის ამერიკული, გლობალური ელექტრონული კომერციის ბაზარი, რომელიც აბონენტებს (გამომწერებს) აკავშირებს ადგილობრივ სავაჭრო ობიექტებთან. იგი თავის მომხმარებელს სთავაზობს შემდეგი სახის სერვისებს: მოგზაურობა, საქონლისა და მომსახურების შეძენა და ა.შ. <<https://www.groupon.com/>> [06.02.2022].

¹⁰⁷ *Bebchuk L. A., Kastiel K., The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock (April 18, 2017), Virginia Law Review, Vol. 103, 2017, Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper No. 905, Harvard Law School Program on Corporate Governance Discussion Paper 2017-6, 619, <<https://ssrn.com/abstract=2954630>> [06.02.2022].*

¹⁰⁸ იხ. იქვე, 620.

¹⁰⁹ იხ. იქვე.

¹¹⁰ იხ. *Fisch J. E., Davidoff-Solomon S., The Problem of Sunsets, Boston University Law Review, Vol.99, 2019, University of Pennsylvania, Institute for Law & Economic Research Paper No. 19-04, 1062, <<https://ssrn.com/abstract=3305319>> [05.02.2022].*

¹¹¹ იხ. *Bebchuk L. A., Kastiel K., The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock (April 18, 2017), Virginia Law Review, Vol.103, 2017; Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper No. 905; Harvard Law School Program on Corporate Governance Discussion Paper 2017-6, <<https://ssrn.com/abstract=2954630>> [06.02.2022].*

¹¹² იხ. *Fisch J. E., Davidoff-Solomon S., The Problem of Sunsets, Boston University Law Review, Vol. 99, 2019, University of Pennsylvania, Institute for Law & Economic Research Paper No. 19-04, <<https://ssrn.com/abstract=3305319>> [05.02.2022].*

ებისათვის ეს დიდი პერიოდი) საკმაოდ შეუფერებელი და პოტენციურად ხარჯებთან დაკავშირებული მექანიზმია.¹¹³

პროფესორებს, ფიშა და დავიდოვ-სოლომონს, მიაჩნიათ, რომ “Sunset Provision”-ის მთავარი პრობლემა არის სათანადო დროის წინასწარი განსაზღვრა (არსებული ღია ტიპის კომპანიების მიხედვით ეს დრო არის მინიმუმ 3 წელი, მაქსიმუმ 20 წელი).¹¹⁴ პროფესორები ამტკიცებენ, რომ “Sunset Provision” დათქმაში განსაზღვრული პერიოდი შემთხვევითია და მას არანაირი კავშირი არ აქვს იმ მიზანთან, რომ ეს დრო საჭიროა დამფუძნებლისთვის განახორციელოს და წარმართოს ფირმის საქმიანობა საკუთარი გეგმის მიხედვით.¹¹⁵ პროფესორებს მიაჩნიათ, რომ “Sunset Provision” არ უნდა იყოს სავალდებულო და მის მიმართ ერთიანი მიდგომის (one-size-fits-all) არსებობას არ აქვს საფუძველი, რამეთუ კომპანიის მიზნების რეალიზაციისთვის საჭირო ვადა, სავარაუდოდ, განსხვავდება კომპანიის მახასიათებლებთან დაკავშირებული მთელი რიგი ნიშნების მიხედვით (მაგ. კომპანიის სიმწიფე პირველი საჯარო შეთავაზების ეტაპისთვის, მისი ბიზნეს მოდელის ხანგრძლივობა, მისი პროდუქციის ან მომსახურების შემუშავებისა და მათ ბაზარზე გასაღებისთვის საჭირო დრო).¹¹⁶

დღესდღეობით, დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურის მქონე კომპანიები-სათვის, აშშ-ში (და არც სხვა იურისდიქციებში) “Sunset Provision”-ის შემუშავება სავალდებულო არ არის. აშშ-ის საფონდო ბირჟები არ ავალდებულებენ დუალისტური კლასის კომპანიებს თავიანთ სარეგისტრაციო განაცხადებში “Sunset Provision” გაითვალისწინონ. აღნიშნული კომპანიების ნებას წარმოადგენს. ზოგიერთი მათგანი ითვალისწინებს, ზოგიერთი – არა. თუმცა, აღსანიშნავია, რომ მეცნიერების უმრავლესობა, ასევე, გავლენიანი ინსტიტუტები, რომლებიც ინვესტორთა ინტერესების დამცველებს წარმოადგენენ, უჭერენ მხარს “Sunset Provision”-ის სავალდებულოობას, რადგან ინვესტორთა უფლებების დაცვის კუთხით, ასევე, დამფუძნებლების თვითნებობის თავიდან ასაცილებლად და საბოლოოდ სანარმოსა და კაპიტალის ბაზრის კეთილდღეობისათვის ერთ-ერთ ყველაზე ეფექტურ მექანიზმად მიიჩნევენ, იმ რეალობაში სადაც დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურა დაშვებულია.

¹¹³ იხ. იქვე, 1063.

¹¹⁴ იხ. იქვე, 1080.

¹¹⁵ ამის მაგალითად, პროფესორები კომპანია Workday-ის შემთხვევას ასახელებენ. Workday, Inc. არის ამერიკული, მოთხოვნაზე დამოკიდებული, ქლაუდზე დაფუძნებული (cloud-based), ფინანსური და ადამიანური რესურსების მართვის პროგრამული უზრუნველყოფის (software) კომპანია. იხ. <<https://www.workday.com/>>. კომპანია Workday, რომელიც ღია ტიპის კომპანია გახდა 2012 წელს, სარეგისტრაციო განაცხადით გაითვალისწინა “Sunset Provision”-ის მოქმედება 20 წლის ვადით. პირველი საჯარო შეთავაზებისას მისი დამფუძნებლები იყვნენ 71 და 46 წლის, რაც იმას ნიშნავს, რომ როცა ეს დათქმა ამოქმედდება ისინი 91 და 66 წლისები იქნებიან. ამასთან, პროფესორები Facebook-ისა და Google-ის მაგალითებს ასახელებენ. დამფუძნებლები დღემდე კარგად ართმევენ თავს კომპანიის მართვას და სარგებელი მოაქვთ მისთვის. იხ. იქვე, 1081.

¹¹⁶ იხ. იქვე, 1082.

9. დასკვნა

დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურა ერთგვარი გამოწვევაა თანამედროვე მსოფლიოსათვის და „დღესდღეობით კორპორაციული მართვის ყველაზე მნიშვნელოვან საკითხს“¹¹⁷ წარმოადგენს, რომლის გარშემოც კამათი არ წყდება. მეცნიერების უმეტესობა, ინსტიტუციონალური ინვესტორები და სხვა გავლენიანი ინსტიტუტები მიიჩნევენ, რომ ინვესტორთა უფლებების დაცვა მნიშვნელოვანია. მართალია, ბიზნესის განვითარებას ხელი უნდა შეეწყოს, მაგრამ მნიშვნელოვანია კორპორაციული მართვის მაღალი სტანდარტების შენარჩუნება. სწორედ ამიტომ, საჭიროა გარკვეული ბალანსის დაცვა და ოქროს შუალედის მოძებნა.

საინტერესოა ამ მხრივ ქართული სამართლებრივი რეალობა. წინამდებარე სტატიის განვიხილეთ, რომ ქართული კანონმდებლობა თეორიულად უშვებს ზოგადი პრინციპიდან – ერთი აქცია, ერთი ხმა – გადახვევას. იგი არ კრძალავს მრავალხმიან აქციებს. შესაბამისად, დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურის არსებობა ქართულ სივრცეში შესაძლებელია. თუმცა, ქართული რეალობა არ იცნობს დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურის მქონე საზოგადოებებს.

კორპორაციული მართვის იდეალური სისტემა არ არსებობს. თითოეულ სისტემას თავისი სუსტი და ძლიერი მხარეები აქვს და რთულია ცალსახად აღინიშნოს, რომელი მართვის მეთოდია უფრო წარმატებული და ეფექტური. არსებობს როგორც თეორიული, ასევე ემპირიული კვლევები, რომლებიც ამტკიცებს როგორც დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურის დადებით გავლენას და შესაბამისად კომპანიის ღირებულების მომატებას, ასევე საპირისპიროს – უარყოფით გავლენას და კომპანიის ღირებულების შემცირებას.¹¹⁸

დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურა მიზანშეწონილია გამოყენებულ იქნეს ისეთ კომპანიებში, რომლებიც ხელმძღვანელობის მონიტორინგისთვის შესაბამის მართვის მექანიზმებს ფლობენ. კომპანიები, სადაც მართვა არ არის მონესრიგებული, დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურა შესაძლოა დამღუპველი იყოს.¹¹⁹

პროფესორი აურელიო გურეა-მარტინესი (Aurelio Gurrea-Martínez) მიიჩნევს, რომ დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურის თითოეული მარეგულირებელი მოდელის მიზანშეწონილობა დამოკიდებულია სხვადასხვა ფაქტორებზე, განსაკუთრებით კი ადგილობრივი მნიშვნელობის ფაქტორებზე, კერძოდ, ქვეყანაში არსებული კაპიტალის ბაზრის განვითარების დონეზე, უმცირესობაში მყოფი ინვესტორების დაცვის ხარის-

¹¹⁷ “The most important issue in corporate governance today” იხ. *Coffee J. C. Jr.*, Dual Class Stock: The Shades of Sunset, November 19, 2018, The CLS Blue Sky Blog <<https://clsbluesky.law.columbia.edu/2018/11/19/dual-class-stock-the-shades-of-sunset/>> [06.02.2022].

¹¹⁸ იხ. *Lidman E., Skog R. R.*, London Allowing Dual Class Premium Listings: A Swedish Commentary (April 14, 2021). European Corporate Governance Institute – Law Working Paper 580/2021, *Nordic Journal of Company Law (NTS)*, Forthcoming, 2, <<https://ssrn.com/abstract=3826174>> [05.02.2022].

¹¹⁹ იხ. *Lel U., Netter J. M., Poulsen A. B., Qin Zh.*, Dual Class Shares and Firm Valuation: Evidence from SEC Rule 19c-4, June 1, 2020, European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 807/2021, 29, <<https://ssrn.com/abstract=3729297>> [05.02.2022].

ხზე, კონკრეტულ იურისდიქციაში მარეგულირებელი ორგანოებისა და სასამართლო სისტემის განვითარების დონეზე.¹²⁰

განვითარებული ბაზრებისა და მარეგულირებლების მქონე ქვეყნებში, სადაც განტირებულია უმცირესობაში მყოფი ინვესტორების ძლიერი სამართლებრივი დაცვით უზრუნველყოფა და კონტროლის უფლების ბოროტად გამოყენების შესაძლებლობა მინიმუმამდე დაყვანილი, მარეგულირებლებმა უნდა მისცენ კომპანიებს შესაძლებლობა გამოიყენონ დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურა შეზღუდვების გარეშე. ასევე, დასაშვებია მარეგულირებლის მიერ მცირე ჩარევა (მაგ. მოვლენაზე დაფუძნებული სპეციალური დათქმის “Sunset Provision” დანესება). ხოლო, ამის საპირისპიროდ, ქვეყნებში სადაც არ არის განვითარებული კაპიტალის ბაზარი სათანადო დონეზე, სადაც უმცირესობაში მყოფი ინვესტორების სამართლებრივი დაცვა სუსტია და კონტროლის უფლების ბოროტად გამოყენების შესაძლებლობა მაღალია, მარეგულირებლებმა არ უნდა მისცენ კომპანიებს შესაძლებლობა გამოიყენონ დუალისტური კლასის აქციათა სტრუქტურა. საერთოდ აკრძალულიც უნდა იყოს ან დასაშვებია შედარებით მკაცრი შეზღუდვების გამოყენება (მაგ. დროზე დაფუძნებული სპეციალური დათქმის “Sunset Provision” დანესება, კორპორაციული მართვის მკაცრი ნესების შემუშავება).¹²¹

ბიბლიოგრაფია:

1. „მენარმეთა შესახებ“ საქართველოს კანონი, 04/08/2021.
2. „ფასიანი ქალაქების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონი, 14/01/1999.
3. ბურდული ი., სააქციო სამართლის საფუძვლები, I ტომი, თბ., 2010, 336, 341.
4. კრაკმანი რ., არმორი ჯ., დევისი პ., ენრიკესი ლ., ჰანსმანი ჰ., ჰერტიგი უ., ჰოპტი კ., კანდა ჰ., პარგენდლერი მ., რინგე ვ.-გ., როკი ე., საკორპორაციო სამართლის ანატომია, შედარებითი და ფუნქციური მიდგომა, მე-3 გამოც., ქოჩიაშვილი ა., მაისურაძე დ. (მთარგმნელები), თბ., 2019, 19, 74, 126, <http://lawlibrary.info/ge/books/2019giz-ge_anatomy_of_corporate_law.pdf> [05.02.2022].
5. ლაზარაშვილი ლ., აქციონერთა უფლებები ინფორმაციის მიღების კონტროლის თაობაზე და კეთილსინდისიერი ხელმძღვანელობის ვალდებულება, კრებულში: კეთილსინდისიერი ხელმძღვანელობის ვალდებულება და პასუხისმგებლობა სააქციო საზოგადოებაში ქართული და გერმანული სამართლის მიხედვით: სიმპოზიუმის მასალები, II გერმანულ-ქართული სიმპოზიუმი საკორპორაციო სამართალში, თბ., 2003, 263-264, <<http://www.library.court.ge/upload/giz2003-ge-de-symposium-company-law.pdf>> [05.02.2022].
6. ჭანტურია ლ., კორპორაციული მართვა და ხელმძღვანელთა პასუხისმგებლობა საკორპორაციო სამართალში, თბ., 2006, 79, 231.
7. ჭანტურია ლ., ნინიძე თ., მენარმეთა შესახებ კანონის კომენტარი, თბ., 2002, 123, 348.

¹²⁰ იხ. *Gurrea-Martínez A.*, Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares: A Country-Specific Response to a Global Debate, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 2019 <<https://corpgov.law.harvard.edu/2019/07/15/theory-evidence-and-policy-on-dual-class-shares-a-country-specific-response-to-a-global-debate/>> [05.02.2022].

¹²¹ იქვე.

8. ჯიბუტი მ., კორპორაციების მმართველი ორგანოების მიერ აქციონერთა (ინვესტორთა) ინტერესების დაცვის სახელმწიფო კონტროლი, კრებულში: კეთილსინდისიერი ხელმძღვანელობის ვალდებულება და პასუხისმგებლობა სააქციო საზოგადოებაში ქართული და გერმანული სამართლის მიხედვით: სიმპოზიუმის მასალები, II გერმანულ-ქართული სიმპოზიუმი საკორპორაციო სამართალში, თბ., 2003, 207, <<http://www.library.court.ge/upload/giz2003-ge-de-symposium-company-law.pdf>> [05.02.2022].
9. Model Business Corporation Act (2016 Revision) (December 9, 2017), American Bar Association, <https://www.americanbar.org/content/dam/aba/administrative/business_law/corplaws/2016_mbca.authcheckdam.pdf> [10.03.2022].
10. The Delaware Code, Title 8: Corporations, Legislative Council, General Assembly State of Delaware, the Delaware Code Online, <<https://delcode.delaware.gov/title8/title8.pdf>> [10.03.2022].
11. NYSE, Voting Rights Interpretations Under Listed Company Manual Section 313 (01.15.13), <https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/regulation/nyse/voting_right_interpretations_under_listed_company_manual_section_313.pdf> [05.02.2022].
12. Aggarwal D., Eldar O., Hochberg Y. V., Litov L. P., The Rise of Dual-Class Stock IPOs, November 23, 2021, NBER Working Paper 28609, Duke Law School Public Law & Legal Theory Series No. 2020-78, European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 806/2021, 11, <<https://ssrn.com/abstract=3690670>> [06.02.2022].
13. Ashton D. C., Revisiting Dual Class Stock, Saint John’s Law Review, Vol. 68, 1994, 866, <<https://scholarship.law.stjohns.edu/lawreview/vol68/iss4/2/>> [06.02.2022].
14. Bainbridge S. M., The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19C-4, Washington University Law Quarterly, Vol. 69, 1991, 566, 567, <http://openscholarship.wustl.edu/law_lawreview/vol69/iss2/6> [06.02.2022].
15. Bainbridge S. M., The Scope of the SEC’s Authority Over Shareholder Voting Rights, UCLA School of Law Research Paper No. 07-16, 2007, 14, <<https://ssrn.com/abstract=985707>> [06.02.2022].
16. Baker McKenzie Lawyers, The Revival of Dual Class Shares, Publication, 19 March 2020, 3, 4, <<https://www.bakermckenzie.com/en/insight/publications/2020/03/the-revival-of-dual-class-shares>> [05.02.2022].
17. Bebchuk L. A., Kastiel K., The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock (April 18, 2017), Virginia Law Review, Vol. 103, 2017, Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper No. 905, Harvard Law School Program on Corporate Governance Discussion Paper 2017-6, 590, 599, 619, 620, <<https://ssrn.com/abstract=2954630>> [06.02.2022].
18. CFA Institute, Dual-Class Shares: The Good, the Bad, and the Ugly, A Review of the Debate Surrounding Dual-Class Shares and Their Emergence in Asia Pacific, Survey Report, 2018, 50-51, <<https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/survey/apac-dual-class-shares-survey-report.ashx>> [06.02.2022].
19. Committee on Capital Markets Regulation (CCMR), The Rise of Dual Class Shares: Regulation and Implications, Report, April 2020, 2, 12, <<https://www.capmksreg.org/wp-content/uploads/2020/04/-The-Rise-of-Dual-Class-Shares-04.08.20-1.pdf>> [05.02.2022].
20. Commissioner Robert J. Jackson Jr., Perpetual Dual-Class Stock: The Case Against Corporate Royalty, Speech, San Francisco, California, February 15, 2018, <<https://www.sec.gov/news/speech/perpetual-dual-class-stock-case-against-corporate-royalty>> [04.02.2022].

21. *Coffee J. C. Jr.*, Dual Class Stock: The Shades of Sunset, November 19, 2018, The CLS Blue Sky Blog, <<https://clsbluesky.law.columbia.edu/2018/11/19/dual-class-stock-the-shades-of-sunset/>> [06.02.2022].
22. *Descovich K., Conroy M. A., Dixon C., Odoner E.*, Voting Rights Gone in a Snap – Unequal Voting Rights Back in the Spotlight, Public Company Advisory Group of Weil, Gotshal & Manges LLP, Governance and Securities Alert, April 3, 2017, <<https://governance.weil.com/insights/voting-rights-gone-in-a-snap-unequal-shareholder-voting-rights-back-in-the-spotlight/>> [05.02.2022].
23. *Dimitrov V., Jain P. C.*, Recapitalization of One Class of Common Stock into Dual-Class: Growth and Long-Run Stock Returns, September 1, 2004, 2, <<https://ssrn.com/abstract=422080>> [04.02.2022].
24. *Doherty K.*, Silicon Valley Exchange Lists First Two Companies in ESG Push, Bloomberg, 2021, <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-08-26/silicon-valley-exchange-lists-first-two-companies-in-esg-push>> [05.02.2022].
25. *Fisch J. E., Davidoff-Solomon S.*, The Problem of Sunsets, Boston University Law Review, Vol. 99, 2019, University of Pennsylvania, Institute for Law & Economic Research Paper No. 19-04, 1062, 1067-1068, 1064 1069, <<https://ssrn.com/abstract=3305319>> [05.02.2022].
26. Financial Conduct Authority, Review of the Effectiveness of Primary Markets: The UK Primary Markets Landscape, Discussion Paper: DP17/2, <<https://www.fca.org.uk/publication/discussion/dp17-02.pdf>> [05.02.2022].
27. *Gilson R. J.*, Evaluating Dual Class Common Stock: The Relevance of Substitutes, Virginia Law Review, Vol. 73, 1987, 807, <https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/987> [05.02.2022].
28. *Goshen Z., Hamdani A.*, Corporate Control and Idiosyncratic Vision, Yale Law Journal, Vol. 125, 2016, 566, 567, <<https://www.yalelawjournal.org/article/corporate-control-and-idiosyncratic-vision>> [04.02.2022].
29. *Gurrea-Martínez A.*, Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares: A Country-Specific Response to a Global Debate, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 2019, <<https://corpgov.law.harvard.edu/2019/07/15/theory-evidence-and-policy-on-dual-class-shares-a-country-specific-response-to-a-global-debate/>> [05.02.2022].
30. *Howell J. W.*, The Dual Class Stock Structure in the United States: A New Dataset and An Examination of Firms who Leave the Structure, Ph.D. Dissertation, The University of Georgia, Athens, Georgia, 2010, 2, <https://getd.libs.uga.edu/pdfs/howell_jason_w_201005_phd.pdf> [03.02.2022].
31. *Kang S. Y.*, Taking Voting Leverage and Anti-Director Rights More Seriously: A Critical Analysis of the Law and Finance Theory, Peking University School of Transnational Law Research Paper No. 15-3, 2015, 20, 21, <<https://ssrn.com/abstract=2669420>> [02.02.2022].
32. *Kim H., Michaely R.*, Sticking around Too Long? Dynamics of the Benefits of Dual-Class Voting, European Corporate Governance Institute (ECGI) – Finance Working Paper No. 590/2019, Swiss Finance Institute Research Paper No. 19-09, 2019, 4, <<https://ssrn.com/abstract=3145209>> [05.02.2022].
33. *Lel U., Netter J. M., Poulsen A. B., Qin Zh.*, Dual Class Shares and Firm Valuation: Evidence from SEC Rule 19c-4 (June 1, 2020), European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 807/2021, 7, 29, <<https://ssrn.com/abstract=3729297>> [05.02.2022].
34. *Lidman E., Skog R. R.*, London Allowing Dual Class Premium Listings: A Swedish Commentary, April 14, 2021, European Corporate Governance Institute – Law Working Paper 580/2021, Nordic Journal of Company Law (NTS), Forthcoming, 2, 4, <<https://ssrn.com/abstract=3826174>> [05.02.2022].

35. *Lund D. S., Pollman E.*, The Corporate Governance Machine, Columbia Law Review, Vol.121, 2021, University of Pennsylvania, Institute for Law & Economics Research Paper No. 21-05, European Corporate Governance Institute – Law Working Paper No. 564/2021, USC CLASS Research Paper No. CLASS21-15, USC Law Legal Studies Research Paper Series No. 21-15, 2624, <<https://ssrn.com/abstract=3775846>> [05.02.2022].
36. *Lund D. S.*, Nonvoting Shares and Efficient Corporate Governance, Stanford Law Review, Vol. 71, 2019, 708, 709, 711, 714, 719-723, 737, <<https://www.stanfordlawreview.org/print/article/nonvoting-shares-and-efficient-corporate-governance/>> [04.02.2022].
37. *Morland C., Norton Ph., Hoffman K., Marshal A.*, New Rules for Listing on the London Stock Exchange Could Ease the Path to IPO, 2021, <<https://humancapital.aon.com/insights/articles/2021/new-rules-for-listing-on-the-london-stock-exchange-could-ease-the-path-to-ipo>> [05.02.2022].
38. *Page L., Brin S.*, 2004 Founders’ IPO Letter, <<https://abc.xyz/investor/founders-letters/2004/ipo-letter.html>> [05.02.2022].
39. Recommendation of the Investor Advisory Committee Dual Class and Other Entrenching Governance Structures in Public Companies, <<https://www.sec.gov/spotlight/investor-advisory-committee-2012/recommendation-on-dual-class-shares.pdf>> [04.02.2022].
40. *Ripley W. Z.*, Main Street and Wall Street, 1927, <https://archive.org/stream/mainstreetandwal00riplrich/mainstreetandwal00riplrich_djvu.txt> [05.02.2022].
41. *Ritter J. R.*, IPO Statistics for 2021 and Earlier Years, Table 23: Dual Class IPOs, by Tech and Non-tech, 1980-2021, University of Florida Warrington College of Business, <<https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/IPO-Statistics.pdf>> [02.02.2022].
42. *Rydqvist K.*, Dual-Class Shares: A Review, Oxford Review of Economic Policy, Vol. 8, No. 3, 1992, 46, <www.jstor.org/stable/23606245> [06.02.2022].
43. *Seligman J.*, Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy, George Washington Law Review, Vol.54, No. 5, 1986, 694-697, <<https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/gwlr54&div=36&id=&page=>>> [03.02.2022].
44. *Sharfman B. S.*, A Private Ordering Defense of a Company’s Right to Use Dual Class Share Structures in IPOs, Villanova Law Review, Vol. 63, No. 1, 2018, 19-21, <<https://ssrn.com/abstract=2986164>> [05.02.2022].
45. *Sharma R.*, Why Google Became Alphabet, Investopedia, <<https://www.investopedia.com/articles/investing/081115/why-google-became-alphabet.asp>> [02.02.2022].
46. *Wang E., DiNapoli J.*, Long-Term Stock Exchange CEO says dual-class stock critics “lost the argument”, Reuters, 2021, <<https://www.reuters.com/business/long-term-stock-exchange-ceo-says-dual-class-stock-critics-lost-argument-2021-07-02/>> [05.02.2022].
47. *The Business Roundtable v. S.E.C.*, 905 F.2d 406 (D.C. Cir. 1990).