

ბიორგი მასხარობლიშვილი*

აქციონერის აქტივიზმი: კონტროლის მოპოვება, გამოყენება და მათი სახეები

სტატიაში კონტროლი გაანალიზებულია როგორც აქციონერის აქტივიზმის პრაქტიკული რეალიზების მეთოდური საშუალება, მისი მოპოვების გზები და გამოყენების ფორმები კორპორაციულ-სამართლებრივ განზომილებაში.

საკორპორაციო სამართალში კონტროლი რამდენიმე მიმართულებით არის გააზრებული. მისი კორპორაციული საზრისი მიმართულია საკუთრებისა და კონტროლის ურთიერთგამიჯვნის, სს-ის წარმომადგენლობითი უფლებამოსილებით კონტროლისა და აქციონერის საკონტროლო პაკეტის ფლობისკენ.

კონტროლის სამდონოვან კლასიფიცირებას საფუძვლად უდევს პოზიტიური საკორპორაციო სამართალი, რომლის განმავითარებელია კორპორაციული მართვის საუკეთესო საერთაშორისო პრაქტიკა და კაპიტალის ბაზრის სამართლის მოთხოვნები. საკვლევი თეზაორიენტირებულია აქციონერის საკონტროლო პაკეტის სამართლებრივ, ხოლო გარკვეულ შემთხვევებში – ეკონომიკურ კატეგორიებზე.

სტატიაში „კონტროლი“ გაანალიზებულია პირის (აქციონერის) მიერ მისი მოპოვებისა და გამოყენების მატერიალურ და პროცესუალურ, კონტროლის მოპოვებისკენ მიმართული ძირითადი ტრანზაქციებისა და საკონტროლო პაკეტის პრემიუმ ღირებულების განზომილებაში. შედარებითსამართლებრივი კვლევის, ნორმის სისტემური და ტელეოლოგიური განმარტების მეთოდი შესაძლებელს ხდის სს-ში კონტროლის ძირითადი სამეცნიერო დიაპაზონის დაფარვას.

საკვანძო სიტყვები: აქციონერის აქტივიზმი, კონტროლი, საკონტროლო პაკეტი, პრემიუმ ღირებულება, მკონტროლებელი აქციონერი, კონტროლის კერძო სარგებელი.

1. შესავალი

საკორპორაციო სამართლის თვისებრივად სახასიათო ელემენტია, რომ სააქციო საზოგადოების (და არა მხოლოდ) სამართლებრივ თუ ფინანსურ ფუნქციონალურ ასპექტში ყოველთვის შესაძლებელია ცვლილების განხორციელება – ხელმძღვანელი პირი შეიძლება გათავისუფლდეს დაკავებული თანამდებობიდან და მის ადგილას გამწესდეს სხვა პირი, კაპიტალის სტრუქტურა შეიძლება დაკორექტირდეს, შესაძლოა შეიცვალოს საფირმო სახელწოდება, საქმიანობის საგანი, მიღებულ იქნეს ფუნდამენტური კორპორაციული ცვლილების განხორციელების თაობაზე გადაწყვეტილება, ცვლილება შევიდეს წესდებაში, რეორგანიზირდეს ან დაიშალოს და ა.შ. პოზიტიური სამართლით განსაზღვრულია, რომ სს-ის არსობრივ ფუნქციონირებასთან დაკავშირებული გადაწყვეტილებები მიღებულ უნდა იქნეს აქციონერთა მიერ, რომელიც, ფორმალურად, საერთო კრების გადაწყვეტილებად არის წოდებული.¹ სს-ში ფუნდამენტური კორპორაციული ცვლილება დაფუძნებულია კონტროლის პრაქტიკულად რეალიზებულ შედეგზე. საკორპორაციო სამართალში კონტროლი რამდენიმე მიმართულებით არის გააზრებული. კონტროლის კორპორაციული საზრისის მთავარი ვექტორი მიმართულია საკუთრებისა და კონტროლის ურთიერთგამიჯვნის, სს-ის წარმომად-

* სამართლის დოქტორი, ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტის იურიდიული ფაკულტეტის ასოცირებული პროფესორი, საკორპორაციო, საბანკო და ეკონომიკური სამართლის ინსტიტუტის წევრი.

¹ French D., Mayson S., Ryan C., *Company Law*, 26th ed., Oxford University Press, 2010, 376.

გენლობითი უფლებამოსილებით კონტროლისა და აქციონერის საკონტროლო პაკეტის ფლობისკენ.²

კონტროლის სამდონოვან კლასიფიცირებას პოზიტიურ საკორპორაციო სამართალთან ერთად, საფუძვლად უდევს კორპორაციული მართვის საუკეთესო საერთაშორისო პრაქტიკა და კაპიტალის ბაზრის სამართლის მოთხოვნები. საკვლევი თეზა ორიენტირებულია აქციონერის საკონტროლო პაკეტის სამართლებრივ, ეკონომიკურ, ხოლო გარკვეულ შემთხვევებში – ფინანსურ კატეგორიებზე.

სტატიაში „კონტროლი“ გაანალიზებულია აქციონერის (პირის) მიერ მისი მოპოვებისა და გამოყენების მატერიალურ და პროცესუალურ, კონტროლის მოპოვებისკენ მიმართული ძირითადი ტრანზაქციებისა და საკონტროლო პაკეტის პრემიუმ ღირებულების განზომილებაში. შედარებითსამართლებრივი კვლევის, ნორმის სისტემური და ტელეოლოგიური განმარტების მეთოდი შესაძლებელს ხდის სს-ში კონტროლის ძირითადი სამეცნიერო დიაპაზონის დაფარვას. საერთო ჯამში, აქციონერის საკონტროლო პაკეტის გამოყენებით რეალიზებული აქტივიზმი შესაძლებელია წინააღმდეგობაში მოვიდეს საკუთრებისა და კონტროლის გამიჯვნის კონცეფციასთან და უფლებამოსილებაზე დაფუძნებული გადანყვეტილების მიღების ძირითად თეზასთან:³ დაიკარგოს დემარკაციული ხაზი საჯარო სააქციო საზოგადოებისთვის მახასიათებელ ინვესტორის საკუთრებასა⁴ და კორპორაციის მენეჯერილისტურ კონტროლს შორის. საფრთხე რისკია, რომელიც ინვესტიციის თანმდევა, ხოლო აქციონერის აქტივიზმი სს-ის პარტნიორად ყოფნისა და კონტროლის იმანენტური მახასიათებელი ფაქტორია. ინვესტიციის რისკის და კონტროლის პრაქტიკული რეალიზების შედეგების მახასიათებელი ფუნქცია საკორპორაციო სამართალს აკისრია მისი პოზიტიურსამართლებრივი გამოვლინებისა თუ საუკეთესო კორპორაციული მართვის პრინციპების მასშტაბით. დოგმატურ-თეორიული ანალიზი კი კვლევის შედეგის ფორმირების მიზანშეწონილი მეთოდია.

2. კონტროლის კორპორაციული შინაარსის განმარტება

თანამედროვე სპეციალური კერძო სამართლის ქვაკუთხედია საკუთრება და ნების კერძო ავტონომია.⁵ კერძოსამართლებრივ ურთიერთობაში სამეწარმეო საზოგადოების სასარგებლოდ საკუთრების თავისუფალი ნებით „განკარგვის“ შედეგს ინვესტიცია ეწოდება. ინვესტიცია შეიძლება კლასიფიცირდეს პირდაპირ და პორტფოლიო ინვესტიციებად. სხვადასხვა ქვეყანის ნაციონალურ სივრცეში უპირატესობით სარგებლობს ე.წ. პირდაპირი ინვესტიცია,⁶ რომელთან ფარდობით თანხვედრაშია საკუთრების თავისუფალი ნებით სამეწარმეო საზოგადოების სასარგებლოდ განკარგვის შინაარსი. ინვესტიციის სამეწარმეო საზოგადოების სამართლებრივი ფორმით ორგანიზებული მართვა ინვესტორისთვის აპრიორი

² სამეცნიერო ანალიზი, უპირატესად, საკონტროლო პაკეტის მოპოვება-გამოყენების კორპორაციულ შინაარსს დაეთმობა.

³ Bainbridge S., Shareholder Activism and Institutional Investors, Research Paper No. 05-20, 2005, 4-10.

⁴ არმორი ჯ., ჰანსმანი ჰ., კრააკმანი რ., პარგენდლერი მ., რა არის საკორპორაციო საართალი? კრებულში: საკორპორაციო სამართლის ანატომია: შედარებითი და ფუნქციური მიდგომა, (მთარგმნელები) ქონიაშვილი ა., მაისურაძე დ., (რედ.) გაბელია თ., მე-3 გამოც., თბ., 2019, 19-22.

⁵ ჭანტურია ლ., სამოქალაქო კოდექსის კომენტარი, ნიგნი I, ჭანტურია ლ., (რედ.), თბ., 2017, პირველი მუხლი, ველი 5, 8, 21, 22.

⁶ OECD, International Investment Law: Understanding Concepts and Tracking Innovations, 2008, 46-48.

წარმოშობს სს-ის კაპიტალის კონტროლის მრავალ კორპორაციულ მექანიზმს, ხოლო სს-ის ფუნქციონალური მოცემულობისა და საჭიროების მიხედვით, ინვესს მათ გააქტიურებას.⁷

კონტროლის დილემა ერთი შინაარსის მქონე საკითხის ორ განსხვავებულ ორგანოში რეალიზების შედეგია. კონტროლის მექანიზმები დიფერენცირებულია სს-ის ორგანოთა შესაბამისად. ტრადიციულად, კონტროლი განიხილება აქციონერთა საერთო კრებისა და მმართველი ორგანოს/მენეჯმენტის დონეზე, რაც ნიშნავს, რომ კონტროლის ზოგიერთი მექანიზმი აქციონერთა მიერ გამოიყენება, ხოლო კონტროლის სხვა ფორმები მენეჯმენტის დონეზე ვლინდება.⁸ შედეგად, კონტროლის ორდონოვანი გააზრება მისი შინაარსობრივი დილემის საფუძველია.

კონტროლის მექანიზმთა ნორმატიულ დონეზე განსაზღვრა აქციონერის აქტივიზმის ფასილიტატორია. აქციონერის სურვილსა და ქმედებას, მოიპოვოს და ჰქონდეს განსაკუთრებული ფუნქციური და სტრატეგიული დატვირთვა სს-ის კორპორაციული მართვის პროცესში, აქციონერის აქტივიზმი ეწოდება.⁹ საკონტროლო პაკეტი აქციონერის აქტივიზმის სრულფასოვნად რეალიზების კორპორაციულ ფუნდამენტს ქმნის, რაც მას კერძო სარგებლის (*Private Benefit of Control*)¹⁰ გენერირების წყაროდ გარდაქმნის. საკუთრებისგან კონტროლის გამიჯვნის პრაქტიკული მოდელირება წარმოსახავს სურათს, სადაც ინვესტირებული ქონების მართვისა და განკარგვის უფლებამოსილება გადაეცემა სამართლის სუბიექტს, სს-ს, რომლის მართვის პროცესი მენეჯმენტისაგან ოპორტუნისტული ქცევის რისკს წარმოშობს.¹¹ აღწერილი რისკის მახალანსირებელი ფუნქცია, ფაქტობრივად, ორ კორპორაციულსამართლებრივ ქცევის სტანდარტზე დამოკიდებული: ფიდეიციურ მოვალეობასა და საერთო კრების ე.წ. სტრატეგიულ და ექსკლუზიურ უფლებამოსილებაზე დაფუძნებულ კონტროლის უფლემოსილებასა და ფორმაზე.

კონტროლის ფორმათა კლასიფიცირებისთვის აუცილებელია ინვესტიციის ზედამხედველობის ბერკეტების ანალიზი. სს-ის კაპიტალზე შიდაორგანიზაციული მონიტორინგის პირდაპირი და ირიბი ფორმები არსებობს. ირიბი მექანიზმი ცენტრალიზებული მენეჯმენტიდან¹² გამომდინარე თვისებრივად გარდაუვალია და აერთიანებს მენეჯმენტის საქმიანობაზე ზედამხედველობა-მონიტორინგსა და კორპორაციული მართვის სტრატეგიას. ირიბი მექანიზმის მაფორმირებელი ორივე ფორმის ბენეფიციარი აქციონერია, თუმცა, ირიბად: აქციონერს შედეგი შეერაცხება სს-ზე მენეჯმენტის ქცევის შედეგის ასახვის შემდგომ. თავის მხრივ, კაპიტალზე ზედამხედველობის პირდაპირი მექანიზმი უშუალოდ საერთო კრების კომპეტენციაზე გადის. სწორედ ეს ე.წ. ზემდგომი ორგანოს სტრატეგიული და ექსკლუზიური კომპეტენცია აყალიბებს ინვესტორის მიერ კონტროლის შინაარსის განმსაზღვრელ ელემენტს.

⁷ *Fairfax M. L.*, Shareholder Democracy, Carolina Academic Press, 2011, 29-52.

⁸ *Palmeter A. R.*, Corporations, Examples and Explanations, 5th ed., Aspen Publisher, 2006, 447.

⁹ *Fairfax M. L.*, Shareholder Democracy, 2011, 146-149.

¹⁰ *Allen T. W., Kraakman R., Subramanian G.*, Commentaries and Cases on the Law of Business Organization, 4th ed., Wolter Kluwer Law & Business, 2012, 417.

¹¹ მახარობლიშვილი გ., კაპიტალურ საზოგადოებათა სტრუქტურაში ფუნდამენტური ცვლილებების განხორციელება კორპორაციულ-სამართლებრივ ქმედებათა (შეძენა-შერწყმა) საფუძველზე, თბ., 2014, 72-75.

¹² არმორი ჯ., ჰანსმანი ჰ., კრააკმანი რ., პარგენდლერი მ., რა არის საკორპორაციო საართალი? კრებულში: საკორპორაციო სამართლის ანატომია: შედარებითი და ფუნქციური მიდგომა, (მთარგმნელები) ქოჩიაშვილი ა., მაისურაძე დ., (რედ.) გაბელია თ., მე-3 გამოც., თბ., 2019, 16-19.

ტებს.¹³ სხვა სიტყვებით რომ ითქვას, ტერმინი „კონტროლი“ დაკავშირებულია როგორც მენეჯმენტისა და სს-ის კორპორაციული მართვის სტრატეგიული მოდელის არაპირდაპირ კონტროლთან, ისე ინვესტიციის პირდაპირ კონტროლთან.¹⁴

აქციონერის აქტივიზმის სრულად რეალიზება დამოკიდებულია აქციონერის კონტროლის უფლების წარმოშობის მასშტაბზე: თუ სს-ის აქციონერთა სტრუქტურა დანაწევრებულია, რაც ნიშნავს ერთი აქციონერის ან აქციონერთა ჯგუფის არარსებობას, რომელიც საკონტროლო პაკეტს ფლობს, მაშინ აქციონერის აქტივიზმი, როგორც წესი, პრაქტიკულად ვერ მიიღწევა. მაგრამ თუ აქციონერი ან შეთანხმების საფუძველზე მოქმედი აქციონერთა ჯგუფი ფლობს საკონტროლო პაკეტს, მაშინ მათი სს-თან ურთიერთობა ექცევა ერთგულების მოვალეობის სტანდარტის რეგულაციურ არეალში. მაკონტროლებელი აქციონერის პირდაპირი კონტროლის შესაძლებლობა ისევეა დაბალანსებული ერთგულების მოვალეობით,¹⁵ როგორც მენეჯმენტის მხრიდან ოპორტუნისტული ქმედებაა „დაზღვეული“ ფიდუციური მოვალეობის სტანდარტით.¹⁶

აქციონერის კონტროლის უფლება დივერსიფიცირდება სხვადასხვა მიმართულებით. აქციონერი აკონტროლებს სს-ის წესდებას, რომლის შეცვლა მასვე შეუძლია. როგორც წესი, წესდებით ნაწილდება და ბალანსდება კორპორაციული ძალაუფლება აქციონერებსა და მენეჯმენტს შორის. მენეჯმენტი აირჩევა/ინიშნება აქციონერის მიერ, ხოლო მისთვის გადაცემული უფლებამოსილებათა მასშტაბი წესდებით და მასთან დადებული სასამსახურო ხელშეკრულებით განისაზღვრება. მენეჯმენტზე აქციონერის ფორმალური კონტროლის კლასიკური გამოვლინებაა მათი გათავისუფლების უფლება,¹⁷ რასაც ემატება მენეჯმენტის კორპორაციული ქცევის კონტროლის ისეთი უმაღლესი დონის კონსტრუქცია, როგორც კორპორაციული კონტროლის ბაზარია. კორპორაციული ლოგიკა მენეჯმენტის სს-თან დაკავშირებულ ნებისმიერ ქცევას ფიდუციური მოვალეობის სტანდარტით შემოსაზღვრავს, ხოლო ფიდუციური მოვალეობა მას ავალდებულებს სს-ის ოპტიმალურ მართვას, რაც უზრუნველყოფს აქციონერის კეთილდღეობას¹⁸ და გაზრდის სს-დან მის ეკონომიკურ თუ ფინანსურ სარგებელს.¹⁹ აქციონერის კონტროლის შესაძლებლობათა სპექტრის მიღმა, აღსანიშნავია ინტერესთა კონფლიქტის²⁰ შემცველი გარიგების დამტკიცების უფლებამოსილება, რაც შეიძლება მენეჯმენტზე კონტროლის სახესხვაობად იქნეს მიჩნეული.²¹

¹³ Hansmann H., Ownership of the Firm, in: Corporate Law and Economic Analysis, Bebchuk A. L. (ed.) Cambridge University Press, 1991, 290.

¹⁴ Schuster E. P., Efficiency in Private Control Sales – The Case for Mandatory Bids, Society and Economy Working Papers 08/2010, 2010, 2-3.

¹⁵ Cox J. D., Hazen T. L., The Law of Corporations, Vol. 2, 3rd ed., St. Paul, 2010, 332-339.

¹⁶ Palmiter A. R., Corporations, Examples and Explanations, 5th ed., Aspen Publisher, 2006, 289.

¹⁷ Cox J. D., Hazen T. L., The Law of Corporations, Vol. 2, 3rd ed., St. Paul, 2010, 339-342. საქართველოს კანონმდებლობის მიხედვით, აქციონერთა საერთო კრება უფლებამოსილია საფუძვლის მითითების გარეშე, ვადადვე გამოიწვიოს მმართველი ორგანოს წევრი. იხ. საქართველოს კანონი „მენარმეთა შესახებ“, 44-ე მუხლის მე-3 პუნქტი, 184-ე მუხლის პირველი პუნქტის თ) ქვეპუნქტი, საკანონმდებლო მაცნე, 04/08/2021.

¹⁸ ხელმძღვანელი უნდა მოქმედებდეს აქციონერის სასარგებლოდ. იხ. *Zahn v. Transamerica Corporation*, 162 F.2d 36 (3d Cir. 1947).

¹⁹ Davies P., Introduction to Company Law, 2nd ed., Oxford University Press, 2010, 265.

²⁰ მახარობლიშვილი გ., ინტერესთა კონფლიქტის კონსტრუქციის ფუნქციონალიზაცია სს-ის კორპორაციული მართვის კონტექსტში, „სამართლის ჟურნალი“, №1, 2022, 78-86.

²¹ Allen T. W., Kraakman R., Subramanian G., Commentaries and Cases on the Law of Business Organization, 4th ed., Wolter Kluwer Law & Business, 2012, 292-294. თავის მხრივ, მაკონტროლებელი აქციონერიც

კონტროლის მიმოხილვითი ანალიზის შედეგად შეიძლება ჩამოყალიბდეს რამდენიმე ურთიერთდაკავშირებული საკითხი, რომელიც უნდა განიმარტოს: მაკონტროლებელი აქციონერი, სს-ში საკონტროლო პაკეტის მოპოვების მეთოდი, საკონტროლო პაკეტის გამოყენების ფორმათა კატეგორიზაცია, კონტროლის გაყიდვა, საკონტროლო პაკეტის შექმნა პერმიუმ-ღირებულებად, კონტროლის მოპოვებისკენ მიმართული სპეციფიკური ტრანზაქციები (LBO/MBO), კონტროლის კერძო სარგებელი.

3. მაკონტროლებელი აქციონერი

სს-ის სტრატეგიული პირდაპირი კონტროლის რეალიზების კორპორაციულ ფუნდამენტს აქციონერის ან აქციონერთა ჯგუფის მფლობელობაში საკონტროლო პაკეტის არსებობა ქმნის.²² კონტროლისა და საკონტროლო პაკეტის ტერმინები, ფაქტობრივ გარემოებათა ცვლილებისას, განსხვავებულ შინაარსობრივ დატვირთვას იძენს. აქციონერთა საერთო კრების გადაწყვეტილებაზე გავლენის მოხდენის კლასიკური მაგალითია საკონტროლო პაკეტის²³ ფლობით მისაღები გადაწყვეტილების დე იურე კონტროლი, მაგრამ არსებობს ფაქტობრივი კონტროლის ჰიპოტეზური შესაძლებლობაც, რაც დამოკიდებულია სს-ის აქციონერთა სტრუქტურაზე: თუ აქციონერთა სტრუქტურა დანაწევრებული/მიმოფანტულია, საკონტროლო პაკეტის ოდენობაზე მნიშვნელოვნად მცირე წილობრივმა საკუთრებამაც შეიძლება აქციონერისთვის უზრუნველყოს საერთო კრების გადაწყვეტილებაზე კონტროლი.²⁴ მოდელირებულ მოცემულობას „ჩამკეტი უმცირესობის“ ცნება შეესაბამება. შედეგად, მაკონტროლებელი აქციონერი ორ განზომილებაში პოვებს გამოვლინებას. პირველი, ეს არის საკონტროლო პაკეტის ფლობა, რომელიც უშუალოდ პროცენტულ მაჩვენებელთან არის დაკავშირებული და მეორე, ეს არის კონტროლი,²⁵ რომელიც დამოკიდებულია აქციონერთა

შეიძლება აღმოჩნდეს საკუთარ კორპორაციასთან ხელშეკრულების დადებისას ინტერესთა კონფლიქტში, რამდენადაც უმცირესობაში მყოფი აქციონერების არსებობა მოითხოვს, რომ ინტერესთა კონფლიქტის შემცველი გარიგება პასუხობდეს სამართლიანობის ტესტს. იხ. *Sinclair Oil Corporation v. Levien*, 280 A.2d 717 (Del. 1971).

²² *Pinto R.A.*, *Understanding Corporate Law*, 3rd ed., Lexisnexis, 2009, 277.

²³ ზოგადად, საკონტროლო პაკეტი უდრის „ხმის უფლების მქონე აქციათა 50%+1 ხმა.“

²⁴ მაგალითად, გადაწყვიტოს ვინ იქნეს მმართველ ორგანოს წევრად არჩეული. იხ. *Gevurtz F. A.*, *Corporation Law*, West Group, 2000, 630.

²⁵ კონტროლის განმარტებას საქართველოს ფასიანი ქაღალდების შესახებ კანონმდებლობაც შეიცავს, რომლის თანახმადაც, „კონტროლი (მნიშვნელოვანი წილი) არის ვითარება, როდესაც პირი ან ურთიერთდაკავშირებულ პირთა წრე სანარმოშო ხმების 10%-ზე მეტს ფლობს ან მას სხვაგვარად შეუძლია სანარმოს გაკონტროლება.“ იხ. საქართველოს კანონი „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“, მე-2 მუხლის მე-20 პუნქტი, პარლამენტის უწყებანი 1(8), 24/12/1998. თუმცა, კონტროლის ეს განმარტება ანგარიშვალდებული სანარმოს ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის ფაქტობრივ მიზანს ემსახურება და ნაკლებად ეხმიანება კორპორაციულ-სამართლებრივ კატეგორიაში კონტროლის შინაარსს. საქართველოსგან განსხვავებით, ხმების პროცენტული მაჩვენებლის მითითების გარეშე განმარტავს კონტროლს აშშ-ის ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის კომისიის ნორმა 405: “The term control (including the terms controlling, controlled by and under common control with) means the possession, direct or indirect, of the power to direct or cause the direction of the management and policies of a person, whether through the ownership of voting securities, by contract, or otherwise.” იხ. SEC Rule 501 (b), 17 C.F.R. §230.501(b), 2008. აშშ-ის ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის საკანონმდებლო ჩანაწერით განმარტებული კონტროლის შინაარსი ქართული საკორპორაციო სამართლის „კონტროლის“ შინაარსთან უფრო მეტ ფაქტობრივ თანხვედრაშია, ვიდრე საქართველოს „ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის შესახებ“ კანონით წარმოდგენილი კონტროლის განმარტება.

სტრუქტურის ფაქტობრივ მდგომარეობაზე.²⁶ მაკონტროლებელი აქციონერის საკონტროლო პაკეტისა და კონტროლის ფორმა, არა მხოლოდ პროცენტული მაჩვენებელითა და ფაქტობრივი მდგომარეობით არის ერთმანეთისგან გამიჯნული, არამედ ისინი კორპორაციული სარგებლისა და ღირებულებითი კატეგორიებით დიფერენცირდებიან ერთმანეთისგან. საკონტროლო პაკეტის ან ფაქტობრივი კონტროლის გამოყენებას აქვს მისი, ანუ კონტროლის ე.წ. ფულადი და არაფულადი²⁷ კერძო სარგებელი,²⁸ რომელიც საკონტროლო პაკეტის და ფაქტობრივი კონტროლის იმანენტური შედეგია. საკონტროლო პაკეტის მფლობელი მაკონტროლებელი აქციონერი სარგებლობს კონტროლიდან წარმოშობილი კაპიტალნამატით, რაც გენერირებულია მისი პრემიუმ ღირებულების არსებობით. მის საპირწონედ, უმცირესობაში მყოფი აქციონერის მფლობელობაში არსებულ აქციაზე, რეალურად, იგივე მოცულობის დისკონტირება (ფასდაკლება) ვრცელდება, რაც საკონტროლო პაკეტის მფლობელი აქციონერის კაპიტალნამატია აქციის პრემიუმ ღირებულების კონტექსტში.²⁹ სხვა სიტყვებით რომ ითქვას, მაკონტროლებელი აქციონერის კერძო სარგებელი და მისი მოცულობა, რომელშიც საკონტროლო პაკეტის პრემიუმ ღირებულება³⁰ უნდა მოიაზრებოდეს, ფორმირდება უმცირესობაში მყოფი აქციონერის დისკონტირების ხარჯზე.³¹

მოცემულობის დამატებითი კომპონენტია ის ფაქტორი, რომ კონტროლს, იქნება ეს „ჩამკეტი უმცირესობისა“³² თუ საკონტროლო პაკეტის ფლობით წარმოშობილი, აქვს კონტროლის პრემია, რაც გამოითვლება კონტროლის გაყიდვის ეტაპზე მისი ღირებულების განსაზღვრისას.³³ მაგრამ, ისმის კითხვა: თუ საკონტროლო პაკეტის აქციის პრემიუმ ღირებულების მოცულობა უდრის უმცირესობაში მყოფი აქციონერის აქციის დისკონტირებული ღირებულების ოდენობას, მაშინ უმცირესობაში მყოფი აქციონერის ფაქტობრივი კონტროლის უზრუნველყოფა აქციას რის საფუძველზე შეიძლება ჰქონდეს კონტროლის პრემია? კითხვა რიტორიკულია, რომელზე პასუხიც კონტროლის, იქნება ეს საკონტროლო პაკეტით თუ ფაქტობრივი მდგომარეობით უზრუნველყოფილი, ფულად და არაფულად კერძო სარგებლის ანალიზის შედეგებიდან უნდა იქნეს აღებული.

მაკონტროლებელი აქციონერის შინაარსი მისი გამოყენების ფორმისა და მეთოდის განმსაზღვრელია. კონტროლის გამოყენება პოზიტიური სამართლით არის განერილი, რომელიც მოიცავს როგორც სს-ის შიდა ორგანიზაციული გადაწყვეტილებების მიღებას (წესდებაში ცვლილება, ინტერესთა კონფლიქტის შემცველი გარიგების დამტკიცება და ა.შ.), ისე გარე სა-

²⁶ Cox J. D., Hazen T. L., *The Law of Corporations*, Vol. 2, 3rd ed., St. Paul, 2010, 326.

²⁷ Schuster E. P., *Efficiency in Private Control Sales – The Case for Mandatory Bids*, Society and Economy Working Papers 08/2010, 2010, 15.

²⁸ Sepe S., *Private Sale of Control: Why the Europe mandatory Bid Rule is Inefficient*, Arizona Legal Studies, Discussion Paper No.10-29, 2010, 8-13.

²⁹ საკონტროლო პაკეტის აქციის პრემიუმ ღირებულების ოდენობა უტოლდება უმცირესობაში მყოფი აქციონერის დისკონტირებულ, ფასდაკლებით ღირებულების ოდენობას.

³⁰ პრემიუმ ღირებულებისა და კონტროლის კერძო სარგებლის თეორიული კავშირის თაობაზე, იხ. Dyck A., Zingales L., *Private Benefits of Control: An International Comparison*, The Journal of Finance, Vol. 59, No. 2, 2004, 543-544.

³¹ Sepe S., *Private Sale of Control: Why the Europe mandatory Bid Rule is Inefficient*, Arizona Legal Studies, Discussion Paper No.10-29, 2010, 6-10.

³² Gilson R., *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complication the Comparative Taxonomy*, Law Working Paper №49/2005, 2005, 6.

³³ შეად. კიკვაძე გ., *სავალდებულო სატენდერო შეთავაზება, კრებულში: საკორპორაციო სამართლის კრებული III, ბურდული ი. (რედ.)*, თბ., 2015, 69.

მართლებრივ გადანყვეტილებებს (გარიგება შვილობილ კომპანიასთან, სს-ის გაყიდვა ან მისი შექმნა თავად საკონტროლო პაკეტის მფლობელი აქციონერის მიერ³⁴ და ა.შ.).

4. კონტროლის მოპოვება და მისი სახეები

ხმათა უმრავლესობით გამოხატული თუ ფაქტობრივი კონტროლის მოპოვება სხვადასხვა ფორმის გამოყენებით არის შესაძლებელი. ეს ფორმები ორი ძირითადი სახისაა: განთავსებულ აქციათა შექმნა და აქციონერთა შეთანხმებით ხმათა გაერთიანება.³⁵ კონტროლის ფორმალური ქმედებით მოპოვების ფორმა აქციონერთა შორის შეთანხმების დადებაა. მისი მთავარი მახასიათებელი, ფაქტობრივად, უმცირესობის ინტერესების უმრავლესობად გარდაქმნა და ფაქტობრივად ნულოვანი ეკონომიკური ღირებულებაა.³⁶ აქციონერთა ჯგუფის ფორმირება მათი მხრიდან საზღაურის გადახდას არ მოითხოვს,³⁷ თუმცა თანმდევ შედეგად ისევე შეიძლება შეერაცხოს მაკონტროლებელი აქციონერის კერძო ფულადი და არაფულადი სარგებელი, როგორც ეს ერთი პირის მიერ საკონტროლო პაკეტის ფლობის შემთხვევაშია. ამისათვის აუცილებელია, რომ აქციონერთა შეთანხმებითა და აქციის გასხვისების ხელშეკრულებით სპეციალურად იქნეს გათვალისწინებული, რომ აქციონერთა შეთანხმებიდან გამომდინარე უფლებები და მოვალეობები შემძენზე გადავა.³⁸

აქციის შექმნით კონტროლის მოპოვება რამდენიმე გამოვლენად ფორმას აერთიანებს. აქციის შექმნა ფართო ცნებითი კატეგორიაა და შეიძლება რეალიზირდეს სს-ის დაფუძნების ეტაპზე წილთა იმგვარი პროპორციული გადანაწილების ბაზისზე, რომ სს-ის ფორმირების ეტაპზევე იქნეს მოპოვებული საკონტროლო პაკეტი.

დაფუძნების ეტაპისგან განსხვავებულია სს-ის ფუნქციონირების პროცესში კონტროლის მოპოვება, რაც სს-ის სახასიათო ერთ-ერთი ელემენტიდან, აქციათა თავისუფალი მიმოქცევადობის შინაარსიდან გამომდინარეობს.³⁹ აქციათა თავისუფლად ბრუნვაუნარიანობა სს-ის ფუნქციონირების და კაპიტალის მოზიდვის მთავარი კორპორაციული მექანიზმია. აქციის შექმნა შესაძლებელია როგორც აქციონერთან საფონდო ბირჟის მიღმა კერძო მოლაპარაკების, ისე სატენდერო შეთავაზების გზით.⁴⁰ კონტროლის

³⁴ იგულისხმება აქციათა სავალდებულო მიყიდვის ინსტიტუტი და მის საფუძველზე მინორიტარი აქციონერის გაძევება. საქართველოს მაგალითისთვის, იხ. საქართველოს კანონი „მენარმეთა შესახებ“, 225-ე მუხლი, საკანონმდებლო მაცნე, 04/08/2021.

³⁵ საქართველოს კანონი „მენარმეთა შესახებ“, 177-ე მუხლი, საკანონმდებლო მაცნე, 04/08/2021.

³⁶ გამონაკლისი აღწერილ გარემოებაშიც არის: საკონტროლო პაკეტის მოპოვება ნარმოშობს მსხვილ აქციონერს. ინვესტიციის გაზრდილი მოცულობა თვისთავად ნაკლებად დივერსიფიცირებულია, რაც კაპიტალური დანახარჯის ზრდას უწყობს ხელს. იხ. *Dyck A., Zingales L., Private Benefits of Control: An International Comparison, The Journal of Finance, Vol. 59, No. 2, 2004, 541.*

³⁷ ხმათა საერთო ინტერესებით გაერთიანებისას თუ ჰიპოტეტურად დაფუძნებით, რომ ხმის უფლება შეიძლება გასხვისდეს საზღაურის სანაცვლოდ, სახეზე იქნება აქციიდან გამომდინარე საკუთრებისა და კონტროლის განცალკევება, რაც საჯარო პოლიტიკასთან წინააღმდეგობაში მოვიდოდა. იხ. *Gevurtz F. A., Corporation Law, West Group, 2000, 486-488.*

³⁸ საქართველოს კანონი „მენარმეთა შესახებ“, 177-ე მუხლის მე-2 პუნქტი, საკანონმდებლო მაცნე, 04/08/2021.

³⁹ *არმორი ჯ., ჰანსმანი ჰ., კრააკმანი რ., პარგენდლერი მ.,* არ არის საკორპორაციო საართალი? კრებულში: საკორპორაციო სამართლის ანატომია: შედარებითი და ფუნქციური მიდგომა, (მთარგმნელები) ქოჩიაშვილი ა., მაისურაძე დ., (რედ.) გაბელია თ., მე-3 გამოც., თბ., 2019, 14-16.

⁴⁰ *Schuster E. P., Efficiency in Private Control Sales – The Case for Mandatory Bids, Society and Economy Working Papers 08/2010, 2010, 3.*

მოპოვების ბოლო ორი ფორმის სამიზნე აქციონერია.⁴¹ კონტროლის მოპოვების მიზნით სატენდერო შეთავაზების გაკეთება⁴² აქციონერების მიმართ ეფექტიანია მაშინ, როცა აქციონერთა სტრუქტურა დანაწევრებულია, ხოლო კერძო მოლაპარაკების წარმოება კონტროლის მოპოვებას აადვილებს მაშინ, როცა კონტროლი ერთი აქციონერის ხელშია მოქცეული.⁴³ კონტროლის მოპოვების აღწერილი ფორმები ეკონომიკური ღირებულების მქონეა, რაც მის სასყიდლიანობას განაპირობებს.

აქციათა შეძენით კონტროლის მოპოვება სპეციფიკური კორპორაციული ტრანზაქციების მეშვეობითაც არის შესაძლებელი. ფართო გაგებით, შერწყმის სახით სამიზნე საზოგადოების დაუფლების დროსაც აქციის შეძენაზე⁴⁴ აქცენტი გაკეთებული, მაგრამ შერწყმა კლასიკური გაგებით აქციათა შესყიდვის ფორმად არ მოიაზრება. შერწყმის ფუნდამენტური კორპორაციული კომბინაციის პროცესი სამიზნე სს-ის მენეჯმენტის თანხმობითა და ჩართულობით იწყება და ხორციელდება. სამიზნე საზოგადოების მიერთება ნორმატიულად განერილი რეორგანიზაციის სახეა, რომელიც არსებითად განსხვავებულია კერძო მოლაპარაკების ან სატენდერო შეთავაზების შინაარსისგან.⁴⁵ სამიზნე სს-ის შერწყმით შეძენასა და აქციათა შესყიდვას შორის ორი ფუნდამენტური სხვაობაა: შერწყმის რეალიზებას სს-ის, როგორც იურიდიული პირის გენერალური ჩართულობა და თანხმობა სჭირდება, ხოლო აქციათა შესყიდვის დროს გარიგება იდება ინდივიდუალურად აქციონერთან და არა კორპორაციასთან, რასაც ხელმძღვანელი ორგანოს თანხმობის არსებობა არ მოეთხოვება.⁴⁶

სს-ს, როგორც სამართლის სუბიექტს, ეკუთვნის საკუთარი აქტივები, ხოლო თავად სს ეკუთვნის აქციონერებს. მის ქონებაზე კონტროლის დანესების მარტივი მეთოდია კონტროლის მოპოვება აქციების შეძენით.⁴⁷

აქციის შესყიდვის თვისებრივად ატაპური ტრანზაქციათა სახეებია ე.წ. ლევერეჯირებული გამოსყიდვა (*Leveraged Buy Out*) და ე.წ. მენეჯმენტის მიერ აქციათა გამოსყიდვა (*Management Buy Out*).⁴⁸ აქციის შესყიდვის ორივე ფორმა საერთო სტრატეგიულ ელემენტებს აერთიანებს: აქციის შეძენის ტრანზაქციისთვის საჭირო ფულადი ნაკადის წყარო სეს-

⁴¹ სატენდერო შეთავაზება არის აქციონერებისთვის გაკეთებული „საჯარო შეთავაზება“ ყველა ან თითქმის ყველა ფასიანი ქაღალდის შეძენის თაობაზე, რომლის მიზანია სამიზნე კომპანიაში კონტროლის მოპოვება. 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 University Press, 2011, 755-756.*

⁴² *Schuster E. P., Efficiency in Private Control Sales – The Case for Mandatory Bids, Society and Economy Working Papers 08/2010, 2010, 4-7.* შეად. საქართველოს კანონი „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“, მე-15 მუხლი, პარლამენტის უწყებანი 1(8), 24/12/1998.

⁴³ *Sepe S., Private Sale of Control: Why the Europe mandatory Bid Rule is Inefficient, Arizona Legal Studies, Discussion Paper No.10-29, 2010, 6-7.*

⁴⁴ ე.წ. *Acquisition* ფართო გაგებით გამოიყენება და მოიცავს “share acquisition“-სა და “asset acquisition“-ს, რომლებიც ანაზღაურების სახედ შესაძლოა ითვალისწინებდეს ფულს (*cash-for-asset-acquisition, cash-for-stock-acquisition*) ან აქციებს (*stock-for-asset-acquisition, stock-for-stock-acquisition*). იხ. *მახარობლიშვილი გ., კაპიტალურ საზოგადოებათა სტრუქტურაში ფუნდამენტური ცვლილებების განხორციელება კორპორაციულ-სამართლებრივ ქმედებათა (შეძენა-შერწყმა) საფუძველზე, თბ., 2014, 115-128.*

⁴⁵ *Gevurtz F. A., Corporation Law, West Group, 2000, 671.*

⁴⁶ ლოგიკურია, რომ საკითხი ეხება „ღია“, „საჯარო“ სააქციო საზოგადოებას, რომლის აქციები კაპიტალის მეორად ბაზარზეა საჯარო ვაჭრობისთვის დაშვებული და მათი ვინკულირება არ შეიძლება.

⁴⁷ *Cahn A., Donald D. C., Comparative Company Law, Text and Cases on the Laws Governing Corporations in Germany, the UK and the USA, Cambridge University Press, 2011, 627.*

⁴⁸ *მახარობლიშვილი გ., კაპიტალურ საზოგადოებათა სტრუქტურაში ფუნდამენტური ცვლილებების განხორციელება კორპორაციულ-სამართლებრივ ქმედებათა (შეძენა-შერწყმა) საფუძველზე, თბ., 2014, 141-151.*

ხია. „ლევერეჯირებული“ შეძენისას სს მიეყიდება ინვესტორთა მცირე ჯგუფს,⁴⁹ რომელთა შორის, როგორც წესი, მოცემული კომპანიის ხელმძღვანელი პირები არიან, იმ ფინანსური მთავარი პირობით, რომ ტრანზაქციის დაფინანსებისთვის საჭირო კაპიტალში მინიმალურია საკუთარი კაპიტალის წილობრივი ხვედრითი წილი, ხოლო მაქსიმალურია კრედიტის მოცულობა. მსესხებლისგან აღებული კრედიტის უზრუნველსაყოფად გამოყენებულია სამიზნე საზოგადოების ქონება (LBO).⁵⁰

„ლევერეჯირებული“ გამოსყიდვის მცირედ მოდიფიცირებულია ვარიანტია მენეჯმენტის მიერ აქციათა გამოსყიდვა (MBO).⁵¹ მისი გააქტიურება სამიზნე სს-ის ე.წ. მტრული დაუფლებისგან თავდასაცავად ხდება. მტრული დაუფლების წინადადება შესაძლოა „ლევერეჯირებული“ ფულადი სატენდერო შეთავაზებაც იყოს.⁵² მენეჯმენტის მიერ აქციათა გამოსყიდვის დროს, ინვესტორთა ჯგუფის ნაცვლად, განთავსებულ აქციათა გამოსყიდვას თავად სამიზნე საზოგადოების ხელმძღვანელი პირების ასრულებენ.⁵³ განთავსებულ აქციათა შესყიდვით კონტროლის მოპოვებისკენ მიმართული ატიპური ტრანზაქციები⁵⁴ კონტროლის შეცვლის პროცესში განაპირობებს წარმომადგენლობის პრობლემებს: წარმოიშობა მენეჯმენტსა და აქციონერებს შორის ინტერესთა კონფლიქტი, მაკონტროლებელი პირები კი კომპანიას აკისრებენ დამატებით საკრედიტო ვალდებულებებს, რაც, თვისებრივად, კრედიტორთა და დასაქმებულთათვის საფრთხის შემცველია.⁵⁵

აქციათა შეძენა სს-ში კონტროლის მოპოვების მარტივი მეთოდია, რომელიც ქვესტრუქტურულ განზომილებაში სპეციფიკურ შემთხვევებსაც მოიაზრებს. მათი შემდგომი დეტალური ანალიზი ნაშრომის მიზნებს სცდება.

5. კონტროლის გამოყენება გადაწყვეტილების მიღების კონტექსტში

სს-ში მაკონტროლებელი აქციონერის ან აქციონერთა ჯგუფის არსებობა ნიშნავს აქციონერთა საერთო კრების გადაწყვეტილებათა *დე იურე* კონტროლს. კონტროლის განმახორციელებელი პირის არაკეთილსინდისიერი ქმედებისგან დამცავია აქციონერის ერ-

⁴⁹ ინვესტორთა ჯგუფი, როგორც წესი, ქმნის ფიქციურ სს-ს, რომლის პარტნიორთა სტრუქტურაში შეიძლება მონაწილეობდნენ სამიზნე საზოგადოების მენეჯმენტის წევრები.

⁵⁰ Cahn A., Donald D. C., *Comparative Company Law, Text and Cases on the Laws Governing Corporations in Germany, the UK and the USA*, Cambridge University Press, 2011, 844-876.

⁵¹ Haas J. J., *Corporate Finance*, 2nd ed., Thomson Reuters, 2011, 610.

⁵² ე.წ. *Hostile LBO-type cash-tender-offer*. სს-ის გაყიდვისა და მენეჯმენტის მიერ მტრული დაუფლებისგან დაცვის სტრატეგიად სს-ის აქციათა გამოსყიდვის (MBO) ტრანზაქციებს შორის დემარკაციული ხაზი ხშირად მკაფიო არ არის ხოლმე. იხ. Allen T. W., Kraakman R., Subramanian G., *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, 4th ed., Wolter Kluwer Law & Business, 2012, 545. შეად. Bradly M., *Interfirm Tender Offer and Market for Corporate Control*, *The Journal of Business*, Vol. 53, No. 4, 1980, 370-371.

⁵³ აქციათა შესყიდვის შემთავაზებელი შეიძლება იყოს სამიზნე საზოგადოების მენეჯმენტის მიერ ორგანიზებული სს, რომლის კაპიტალის სტრუქტურა არსებითად ფორმირებულია კრედიტის სახით მოზიდული თანხით. იხ. Gevurtz F. A., *Corporation Law*, West Group, 2000, 678.

⁵⁴ კონტროლის ტრანზაქციებთან დაკავშირებით, იხ. დევისი პ., ჰოპტი კ., რინგე ვ. გ., კონტროლის განმახორციელებელი ტრანსაქციები, კრებულში: საკორპორაციო სამართლის ანატომია: შედარებითი და ფუნქციური მიდგომა, (მთარგმნელები) ქოჩიაშვილი ა., მაისურაძე დ., (რედ.) გაბელია თ., მე-3 გამოც., თბ., 2019, 321-383.

⁵⁵ Cahn A., Donald D. C., *Comparative Company Law, Text and Cases on the Laws Governing Corporations in Germany, the UK and the USA*, Cambridge University Press, 2011, 844-846, 849.

თვლების მოვალეობა, რამდენადაც მას შეუძლია კონტროლის ძალაუფლება და აქციონერთა სტრუქტურაში მისი პოზიცია სამენარმეო საზოგადოებისა და უმცირესობაში მყოფი აქციონერების ინტერესთა ხარჯზე⁵⁶ საკუთარი მიზნებისთვის გამოიყენოს.⁵⁷ კონტროლის გამოყენების პლაცდარმი აქციონერთა საერთო კრება და პირის აქციონერთად ყოფნა,⁵⁸ სადაც შიდაორგანიზაციულ ჩვეულებრივ სამენარმეო თუ სტრატეგიულ გადანყვეტილებებთან ერთად, გარესამართლებრივი ქმედების მთავარი ორიენტირის განსაზღვრაც არის შესაძლებელი.⁵⁹

შიდაორგანიზაციულ თუ გარესამართლებრივ დონეზე, კონტროლის სამიზნე კორპორაციული საკითხები, უმეტესწილად, ნორმატიულ დონეზე პოზიტიური სამართლით არის განერილი და ის, ფაქტობრივად, უტოლდება საერთო კრების კომპეტენციას⁶⁰ და აქციონერის წევრის სტატუსიდან გამომდინარე უფლებებს.⁶¹ კომპეტენციათა არეალი შედგება ფუნდამენტური კორპორაციული გადანყვეტილებების მიღების (წესდებაში ცვლილება, რეორგანიზაცია, დაშლა), განთავსებული კაპიტალის ოდენობის, კორპორაციული მართვის სისტემის შერჩევის, მმართველი ორგანოს წევრთა რაოდენობის, მათი არჩევის, ვადამდე გამონწვევის, ანაზღაურების ოდენობისა და სტრუქტურის განსაზღვრის, სასამართლოში სპეციალური წარმომადგენლის დანიშვნის, სს-ის ქონების შექმნის, გასხვისების ან უზრუნველყოფის საშუალებად გამოყენების,⁶² წესდებით განსაზღვრულ გარიგებებზე თანხმობის გაცემის, შვილობილი კომპანიის დაფუძნებისა და დივიდენდის განაწილების შესახებ გადანყვეტილების მიღების უფლებამოსილებისგან.⁶³ საკონტროლო პაკეტის მფლობელი ყველა საკითხს თავად წყვეტს ხმათა უმრავლესობის პრინციპით გადანყვეტილების მიღების

⁵⁶ Schuster E. P., Efficiency in Private Control Sales – The Case for Mandatiry Bids, Society and Economy Working Papers 08/2010, 2010, 17.

⁵⁷ Pinto R.A., Understanding Corporate Law, 3rd ed., Lexisnexis, 2009, 278. ქართული კანონმდებლობით, უმცირესობაში მყოფი აქციონერის ინტერესი დაცულია არა მხოლოდ საკონტროლო პაკეტის მფლობელი აქციონერის ქმედებისგან, არამედ დომინანტური მდგომარეობის მქონე აქციონერის მიერ დომინანტური მდგომარეობის ბოროტად გამოყენების შედეგებისგან. იხ. საქართველოს კანონი „მენარმეთა შესახებ“, 176-ე მუხლი, საკანონმდებლო მაცნე, 04/08/2021. დომინანტურ მდგომარეობასთან დაკავშირებით, იხ. ბურდული ი., სააქციო სამართლის საფუძვლები, II ტომი, თბ., 2013, 166-187.

⁵⁸ აქციონერის ინდივიდუალურ, კვოტაზე დამოკიდებულ და საერთო კრებისაგან დამოუკიდებელი უფლებების შესახებ, იხ. ბურდული ი., სააქციო სამართლის საფუძვლები, II ტომი, თბ., 2013, 41-87.

⁵⁹ მაგრამ, ზოგიერთ იურისდიქციაში, აქციონერთა გადანყვეტილების მიღების ძალაუფლება შეზღუდულია მმართველი ორგანოს კომპეტენციათა ბალანსირებული რეგულირების შედეგად (მაგალითად, დელავერის საკორპორაციო სამართალში). იხ. Bainbridge S., Shareholder Activism and Institutional Investors, Research Paper No. 05-20, 2005, 2-3.

⁶⁰ გარდა ისეთი მოცემულობისა, როდესაც მმართველი ორგანოები საერთო კრებას მათი კომპეტენციისთვის მიუთვნიებული საკითხის გადანყვეტის თხოვნით მიმართავენ. იხ. საქართველოს კანონი „მენარმეთა შესახებ“, 184-ე მუხლის მე-3 პუნქტი, საკანონმდებლო მაცნე, 04/08/2021.

⁶¹ ასეთ უფლებებს მიეკუთვნება ინფორმაციაზე წვდომის, კონტროლის სპეციალური უფლება, უფლების სასამართლოს მეშვეობით განხორციელება, გასაჩივრების უფლება, დივიდენდის მიღების უფლება და სხვა. იხ. ბურდული ი., მახარობლიშვილი გ., თოხაძე ა., ზუბიტაშვილი ნ., ალადაშვილი გ., მალრაძე გ., ეგნატაშვილი დ., საკორპორაციო სამართალი, მე-2 გამოც., თბ., 2021, 574-595.

⁶² მაკონტროლებელი აქციონერის მიერ სს-ის ქონებრივი გასხვისებას ტრანზაქცია შეიძლება დაიდოს კონტროლის განმახორციელებელი პირის ინტერესებზე მორგებული პირობით და სხვა, ალტერნატიული ტრანზაქციის განხილვის შანსს არ იძლეოდეს, რის გამოც მინორიტარი აქციონერი ან უნდა დაეთანხმოს ტრანზაქციას ან შეცილებს უფლება უნდა გამოიყენოს. იხ. Pinto R.A., Understanding Corporate Law, 3rd ed., Lexisnexis, 2009, 282-283.

⁶³ იხ. საქართველოს კანონი „მენარმეთა შესახებ“, 184-ე მუხლის პირველი პუნქტი, საკანონმდებლო მაცნე, 04/08/2021.

შემთხვევაში. მისი გავლენა არსებითია იმ შემთხვევაშიც, თუ წესდებით ხმათა კვალიფიციური უმრავლესობა იქნება დადგენილი.⁶⁴ მაგრამ კვალიფიციური უმრავლესობით გადანყვეტილების მიღებისას უმცირესობაში მყოფი აქციონერის აქცია დამატებით ღირებულებას იძენს, რასაც საკორპორაციო სამართალში კვაზი კონტროლსაც უწოდებენ.⁶⁵

კონტროლის გამოყენების მასშტაბი ენუმერაციულობის პრინციპში ჯდება, მაგრამ დამატებით კომპეტენციურ განზომილებაშიც ახდენს შესაძლებლობის დემონსტრირებას. კერძოდ, კონტროლის მფლობელს შეუძლია გავლენა მოახდინოს ინტერესთა კონფლიქტის შემცველი გარიგების დადება/მოწონებაზე,⁶⁶ ან გამოიყენოს კონტროლი უმცირესობაში მყოფი აქციონერის მიმართ,⁶⁷ დაასაბუთოს აქციათა გამოსყიდვის სინერგიული ეფექტი⁶⁸ და გააძევოს მინორიტარი აქციონერი,⁶⁹ მხარი დაუჭიროს მნიშვნელოვანი გარიგების დადებას⁷⁰ რელევანტური პირდაპირი ან ირიბი ეკონომიკური ინტერესის საფუძველზე და გაასხვისოს ქონების (აქტივების) ის ნაწილი, რაც ქმნის სს-ის ძირითად სამენარმეო ხაზს.

კონტროლის გამოყენების სამართლებრივი და ეკონომიკური მოდელირებული შედეგები ანალიზის შემდგომ ეტაპზეა შესასრულებელი.

6. კონტროლის გაყიდვა და მისი პრემიუმ ღირებულება

კორპორაციული კონტროლის გასხვისება არის სს-ში საკონტროლო ინტერესის გადაცემის კერძო შეთანხმება. მტრული სატენდერო შეთავაზებისგან განსხვავებით, კონტროლის გაყიდვის ტრანზაქცია საკონტროლო პაკეტის მფლობელსა და პოტენციურ მყიდველს შორის პირდაპირი მოლაპარაკების შედეგია, რის გამოც, კონტროლის კერძო მოლაპარაკების გზით გასხვისება „მეგობრული“ დაუფლების სახედ მოიაზრება,⁷¹ რეალურად კი შორს არის კორპორაციულად მეგობრული შინაარსისგან. სატენდერო შეთავაზებისა და კერძო მოლაპარაკების გზით კონტროლის მოპოვება ერთმანეთისგან განსხვავდება როგორც მოლაპარაკების წარმოების პროცესით, ისე ღირებულების ნაწილში. სატენდერო შეთავაზების დროს, საკონტროლო პაკეტის პრემიუმ ღირებულება საბაზრო ღირებულებაზე მაღალია, საჯაროდ ცხადდება და როგორც მინიმუმ, ყველა აქციონერზე ვრცელდება შეთავაზების სამიზნე ჯგუფიდან გამომდინარე. მის საპირწონედ, კერძო მოლაპარაკების გზით საკონტროლო პაკ-

⁶⁴ იხ. საქართველოს კანონი „მენარმეთა შესახებ“, 195-ე მუხლის პირველი პუნქტი, საკანონმდებლო მაცნე, 04/08/2021.

⁶⁵ Booth A. R., *Financing the Corporation*, Thomson Reuters/West, 2010, 130.

⁶⁶ Cox J. D., Hazen T. L., *The Law of Corporations*, Vol. 2, 3rd ed., St. Paul, 2010, 188. იხ. საქართველოს კანონი „მენარმეთა შესახებ“, 208-ე მუხლი, საკანონმდებლო მაცნე, 04/08/2021.

⁶⁷ კონტროლის განმახორციელებელმა აქციონერმა მინორიტარი აქციონერის აქციათა სავალდებულო მიყიდვისთვის საჭირო პროცენტული რაოდენობის დაგროვების მიზნით, პირველ ეტაპზე, შესაძლოა დანარჩენი აქციონერების მიმართ სატენდერო შეთავაზება გააკეთოს, მოიპოვოს ხმათა საჭირო რაოდენობა და შემდგომ მიიღოს გადანყვეტილება ან სს-ის ქონების გასხვისების, ან სხვა სამენარმეო საზოგადოებასთან გაერთიანების და ამით შექმნას უმცირესობაში მყოფი აქციონერის აქციათა სს-ის მიერ გამოსყიდვის წინაპირობა, ან მინორიტარი აქციონერის სს-დან გაძევების საფუძველი. იხ. Pinto R.A., *Understanding Corporate Law*, 3rd ed., Lexisnexis, 2009, 297.

⁶⁸ Alchian A.A., Demsetz H., *Production, Information Costs and Economic Organization*, 62 *Am.Econ.Rev.*, 1972, 783-785.

⁶⁹ იხ. საქართველოს კანონი „მენარმეთა შესახებ“, 225-ე მუხლი, საკანონმდებლო მაცნე, 04/08/2021.

⁷⁰ იხ. საქართველოს კანონი „მენარმეთა შესახებ“, 223-ე მუხლი, საკანონმდებლო მაცნე, 04/08/2021.

⁷¹ Sepe S., *Private Sale of Control: Why the Europe mandatory Bid Rule is Inefficient*, *Arizona Legal Studies*, Discussion Paper No.10-29, 2010, 6.

ეტის შექმნისას, პრემიუმ ღირებულების ოდენობა, როგორც კერძო სარგებლის სახე,⁷² ერთ პირთან მოლაპარაკების შედეგად ფორმირდება და უცნობია მანამ, სანამ გარიგება არ დაიდება და რაც მთავარია, ის მიეკუთვნება მხოლოდ მაკონტროლებელ აქციონერს.⁷³

საკორპორაციო სამართლის პრინციპია თანაბარი მოპყრობის პრინციპი. სამართლის მიხედვით, ერთი და იგივე კლასის აქციას თანაბარი ღირებულება უნდა ჰქონდეს შეფასების პროცესში. თავის მხრივ, ცხადია, რომ აქციის სხვადასხვა სუბიექტის მფლობელობაში მოქცევა ღირებულებათა დისბალანსს წარმოშობს. მინორიტარ აქციონერს მხოლოდ დისკონტირებულ თანხად, ხოლო მაკონტროლებელ აქციონერს პრემიუმ ღირებულებად შეეძლება წილის გასხვისება. დისკონტირება სს-ის, როგორც აგრეგატის შეფასებისას, თითოეული აქციის ღირებულებასთან მიმართებით დგინდება. როგორც წესი, დისკონტირება განიმარტება საბაზრო⁷⁴ ბრუნვაუნარიანობის დისკონტად ან მინორიტარი აქციონერის დისკონტად. დისკონტის ცვლადი დიაპაზონი, როგორც წესი, მერყეობს თითოეული აქციის პროპორციული ღირებულების 20%-დან 25%-მდე. მოცემულობის თეორია ის არის, რომ აქციის ღირებულება პროპორციულად არ ასახავს კომპანიის ღირებულებას. მინორიტარი აქციონერის დისკონტი არის არასაკონტროლო აქციის საბაზრო ღირებულება, რამდენადაც ასეთი აქცია გავლენას ვერ ახდენს კორპორაციულ მართვაზე და მარტივად შეიძლება მიტაცებულ იქნეს კონკურენციის პირობებში.⁷⁵

საკონტროლო პაკეტში გადახდილი პრემიუმ ღირებულების გამოთვლისთვის ორი ცვლადის ცოდნაა საჭირო: აქციის საბაზრო ღირებულება და მასში გადახდილი ნამეტი, პრემიუმ თანხა. კონტროლის პრემიუმ ღირებულება შემქმნის პერსპექტივიდან დანახული ფულადი ნაკადის სახეობაა⁷⁶ მაშინ, როცა მაკონტროლებელი აქციონერისთვის პრემიუმ ფასი გენერირებულია კერძო სარგებლის კლასიფიცირების საფუძველზე. ტელეოლოგიური ანალიზის შედეგად შეიძლება წარმოდგენილ იქნეს ჰიპოტეზური დაშვება, რომ შემქმნის მიერ გადახდილი საკონტროლო პრემია უდრის მაკონტროლებელი აქციონერის კერძო სარგებელს, საიდანაც კერძო სარგებლის მოცულობა მინორიტარი აქციონერის დისკონტირების ტოლი შეიძლება იყოს.⁷⁷ აღწერილ მოცემულობაში, საკონტროლო პაკეტს მიჰყვება კონტროლით განპირობებული ფულადი და არაფულადი კერძო სარგებელი.⁷⁸ მაგრამ ისმის კითხვა: არის კონტროლის პრემია უმცირესობაში მყოფი აქციონერისთვის ზიანის მომტანი⁷⁹ თუ ის უბრალოდ კონტროლის უპირატესობა? რიტორიკულად, კითხვის ორივე ნაწილთან მიმართებით პასუხი დადებითი უფროა, ვიდრე უარყოფითი.

⁷² Dyck A., Zingales L., Private Benefits of Control: An International Comparison, The Journal of Finance, Vol. 59, No. 2, 2004, 537.

⁷³ Sepe S., Private Sale of Control: Why the Europe mandatory Bid Rule is Inefficient, Arizona Legal Studies, Discussion Paper No.10-29, 2010, 7.

⁷⁴ იგულისხმება კაპიტალის მეორადი ბაზარი.

⁷⁵ Booth A. R., Financing the Corporation, Thomson Reuters/West, 2010, 112-114.

⁷⁶ Dyck A., Zingales L., Private Benefits of Control: An International Comparison, The Journal of Finance, Vol. 59, No. 2, 2004, 538.

⁷⁷ Prescott Group Small Cap, L.P. v. Coleman Co., Inc., 2004 WL 2059515 (Del. Ch. 2004).

⁷⁸ Sepe S., Private Sale of Control: Why the Europe mandatory Bid Rule is Inefficient, Arizona Legal Studies, Discussion Paper No.10-29, 2010, 10.

⁷⁹ შეად. Booth A. R., Financing the Corporation, Thomson Reuters/West, 2010, 119-120.

შემძენის პერსპექტივა სინერგიული ეფექტის რეალიზების შესაძლებლობაზეა დამყარებული,⁸⁰ რამდენადაც მისი გათვლით, სამიზნე საზოგადოება არასათანადოდ შეფასებულია⁸¹ და მას უფრო ეფექტურად ფუნქციონირების პოტენცია აქვს.⁸² შემძენის ჰიპოტეტური დასაშვებობა კონტროლის მოპოვებაში მაკონტროლებლისთვის საბაზრო ფასთან შედარებით მაღალი ღირებულების გადახდაა, კონტროლის პრემიაც მხოლოდ მაკონტროლებელი აქციონერის ფულადი ნაკადია,⁸³ თუმცა, ეფექტური კორპორაციული მართვის შედეგად სამიზნე საზოგადოების ღირებულება გაიზრდება (ფაქტობრივი ზრდის შემთხვევაში), რაც აისახება ყველა აქციონერზე, მათ შორის, უმცირესობაში მყოფ აქციონერზე.⁸⁴ მინორიტარ აქციონერზე საკონტროლო პაკეტის გაყიდვით მიღებული ნამეტი ღირებულება არ გადანაწილდება,⁸⁵ რადგან საკონტროლო პაკეტის პრემიუმ ღირებულება მაკონტროლებელი აქციონერის კერძო, პირადი სარგებელია, ამასთან ერთად, გასხვისება არ წარმოშობს სს-ის მიერ აქციათა გამოსყიდვის საფუძველს.⁸⁶ გამონაკლისად შეიძლება მიჩნეულ იქნეს სავალდებულო სატენდერო შეთავაზება,⁸⁷ როდესაც შემძენი მინიმუმ იმ ფასად აკეთებს სატენდერო შეთავაზებას უმცირესობაში მყოფი აქციონერების მიმართ, რა პრემიუმ ღირებულებაც მან გადაიხადა საკონტროლო პაკეტის მოპოვების ეტაპზე.⁸⁸

პრემიუმ ღირებულების არსებობის დასაბუთების ოპტიმალური თეორია კერძო სარგებლის სახეთა კლასიფიკაციაშია. მაგრამ მისაღები თეორიული მოსაზრებაა, რომ საკონტროლო პაკეტის შექმნა ხარჯიანია, რის გამოც უკვე ფორმირებული/მოპოვებული საკონტროლო პაკეტის გაყიდვისას⁸⁹ მოითხოვება საბაზრო ფასთან შედარებით უფრო მაღალი,

⁸⁰ Kode G., Ford J. C., Sutherland M. M., A conceptual model for evaluation of synergies in mergers and acquisitions: A critical review of the literature, South African Journal of Business Management, 34 (1), 2003, 27.

⁸¹ ე.წ. *Undervaluation*.

⁸² Haspeslagh P. C., Jemison D. B., Managing acquisitions: Creating value through corporate renewal, The Free Press, New York, 1991, 22.

⁸³ Cox J. D., Hazen T. L., The Law of Corporations, Vol. 2, 3rd ed., St. Paul, 2010, 330.

⁸⁴ Pinto R.A., Understanding Corporate Law, 3rd ed., Lexisnexis, 2009, 302-303.

⁸⁵ აშშ-ს ერთ-ერთი სასამართლო გადაწყვეტილების თანახმად, მინორიტარი აქციონერი საკონტროლო პაკეტის პრემიუმ ღირებულებაში „თანაბარი განაწილების უფლებით“ ვერ ისარგებლებს, თუ მაკონტროლებელ აქციონერს უფლებამოსილება ბოროტად არ გამოუყენებია და დამატებით მიუთითა, რომ მინორიტარი აქციონერის კონტროლის პრემიაში მონაწილეობა არსებული საკანონმდებლო რეგულაციის საწინააღმდეგო იქნებოდა და უმჯობესია ასეთი რადიკალური მონესრიგება ნორმატიულ დონეზე ყოფილიყო განერილი. იხ. *Zetlin v. Hanson Holding, INC.*, 397 N.E.2d 387 (N.Y. 1979).

⁸⁶ იხ. საქართველოს კანონი „მენარმეთა შესახებ“, 179-ე მუხლი, საკანონმდებლო მაცნე, 04/08/2021.

⁸⁷ *Booth R. A.*, Financing the Corporation, Thomson Reuters/West, USA, 2010, 115. სამოსამართლო სამართლით დადგენილი საგამონაკლისო სხვა შემთხვევისთვის, იხ. *Perlman v. Feldmann*, 219 F.2d 173 (2d Cir. 1955), cert. denied, 349 U.S. 952 (1955).

⁸⁸ იხ. საქართველოს კანონი „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“, 15¹ მუხლი, პარლამენტის უწყებანი 1(8), 24/12/1998.

⁸⁹ საკონტროლო პაკეტის გაყიდვასთან ერთად, მსგავსების გამო, იურიდიულ დოქტრინაში მოიაზრება თანამდებობის გაყიდვა, როგორც კონტროლის გაყიდვა (*Sale of Office*, ან *Sale of Directorships*). საკონტროლო პაკეტის მოპოვება შესაძლებლობას იძლევა მმართველი ორგანოს წევრი მისივე გადათავისუფლდეს დაკავებული თანამდებობიდან. ხელმძღვანელი პირისგან მცირე აქციათა პაკეტის ფლობის მიუხედავად, მისი ეს აქციები გამოსყიდება პრემიუმ ფასად, რის სანაცვლოდაც ხელმძღვანელი პირი დებს პირობას რომ ნასყიდობის ხელშეკრულების ძალაში შესვლისთანავე დატოვებს თანამდებობას. ამით ის ყიდის სს-ის მენეჯერულ კონტროლს და არა უშუალოდ აქციონერის მფლობელობაში არსებულ საკონტროლო პაკეტს. იხ. კლასიკური გაგებით, მაკონტროლებელი აქციონერის მიერ კონტროლის გაყიდვად ვერ დაკვალიფიცირდება. შედეგად, რელევანტურად მცირე (ქვემოთ მოცემული სასამართლო გადაწყვეტილება აქციათა მხოლოდ 4%-ს მოიცავს), აქციათა არასაკონტროლო პაკეტის პრემიუმ

პრემიუმ ღირებულება.⁹⁰ პრემიუმ ფასად საკონტროლო პაკეტის გაყიდვა მართლზომიერია. მაკონტროლებელ აქციონერს არ მოეთხოვება მინორიტარისთვის მისი განაწილება⁹¹ და გადანყვეტილების მიღებაშიც თავისუფალია,⁹² რამდენადაც არ არსებობს იმის პრეზიუმირების საფუძველი, რომ საკონტროლო პაკეტის გასხვისება ზიანს მიაყენებს სს-ს ან მის აქციონერებს, ან ხელს შეუშლის სხვა (მინორიტარ) აქციონერებს გასხვისების უფლების გამოყენებაში.⁹³

ბუნებრივია, კონტროლის გასხვისება პანაცეა არ არის და მის მიმართ კორპორაციულ-სამართლებრივი შეზღუდვის კონსტრუქციებიც მოქმედებს.⁹⁴ კერძოდ, კონტროლის გასხვისება არ უნდა იყოს ერთგულების მოვალეობის დარღვევით და არაკეთილსინდისიერად შესრულებული სს-ის საზიანოდ, არ უნდა განაპირობებდეს სს-ის საქმიანი შესაძლებლობის მითვისებას, არ უნდა ითვალისწინებდეს თანამდებობის გასხვისებას⁹⁵ (*Sale of Office*)⁹⁶ და არ უნდა ისახავდეს მიზნად კომპანიის ქონების მითვისებას ან მიმთვისებლისთვის მიყიდვას.⁹⁷

დედუქციური ანალიზის მომდევნო ეტაპი საკონტროლო პაკეტის პრემიუმ ღირებულების გენერირების საფუძველთა კლასიფიკაციასა და მათ შინაარსობრივ კვლევას მოიცავს.

7. კონტროლის კერძო სარგებელი

საკონტროლო პაკეტის აქცია სამართლიან საბაზრო ღირებულებასთან⁹⁸ შედარებით მეტად ფასობს იმ მარტივი მიზეზით, რომ მაკონტროლებელ აქციონერს სამენარმეო სტრატეგიული ცვლილებების განხორციელების უფლებამოსილება აქვს.⁹⁹ პოტენციური შემძენი ფიქრობს, რომ საკონტროლო პაკეტში გადაიხდის პრემიუმ თანხას, მოიპოვებს სს-ის

ღირებულებად გაყიდვით მიღებული პრემია უნდა დაუბრუნდეს კომპანიას, რადგან აქციათა მცირე პაკეტში გადახდილი პრემიუმ ღირებულება „საჯარო პოლიტიკას ეწინააღმდეგება და არაკანონიერია“. იხ. *Brecher v. Gregg*, 392 N.Y.S.2d 776 (1975).

⁹⁰ *Allen T. W., Kraakman R., Subramanian G.*, Commentaries and Cases on the Law of Business Organization, 4th ed., Wolter Kluwer Law & Business, 2012, 417.

⁹¹ *Easterbrook H. F., Fischel R. D.*, Corporate Control Transactions, The Yale Law Journal, Vol. 91, No. 4, 1982, 715-719.

⁹² *Zetlin v. Hanson Holding, INC.*, 397 N.E.2d 387 (N.Y. 1979).

⁹³ *Cox J. D., Hazen T. L.*, The Law of Corporations, Vol. 2, 3rd ed., St. Paul, 2010, 330-331.

⁹⁴ *Gevurtz F. A.*, Corporation Law, West Group, 2000, 631-639.

⁹⁵ *Cox J. D., Hazen T. L.*, The Law of Corporations, Vol. 2, 3rd ed., St. Paul, 2010, 342-344.

⁹⁶ *Schuster E. P.*, Efficiency in Private Control Sales – The Case for Mandatiry Bids, Society and Economy Working Papers 08/2010, 2010, 11.

⁹⁷ ე.წ. *Looting*. იხ. *Harris v. Carter*, 582 A.2d 222 (Del. Ch. 1990).

⁹⁸ აღსანიშნავია, რომ რეალური საბაზრო ღირებულება დასაშვებია სამართლიან საბაზრო ღირებულებასთან შედარებით დაბალი იყოს, თუ არსებობს საბაზრო დისკონტირება, როდესაც ბაზარი აქციის მიმართ მზაობას/მიმღებლობას არ ავლენს, ან თუ არსებობს საფრთხე, რომ მაკონტროლებელი აქციონერი იმგვარად გამოიყენებს კონტროლის უფლებას, რომ კუთვნილ ღირებულებაზე მეტი მიიღოს კორპორაციისგან (რაც მინორიტარი აქციონერი დისკონტირების ტოლი იქნება). იხ. *Booth A. R.*, Financing the Corporation, Thomson Reuters/West, 2010, 118. აქციონერის პროტესტის (შეცილების) უფლების გამოყენების კონტექსტში წილის სამართლიანი ღირებულების განსაზღვრასთან დაკავშირებით, იხ. *მახარობლიშვილი გ.*, კაპიტალურ საზოგადოებათა სტრუქტურაში ფუნდამენტური ცვლილებების განხორციელება კორპორაციულ-სამართლებრივ ქმედებათა (შეძენა-შერწყმა) საფუძველზე, თბ., 2014, 255-262.

⁹⁹ *Schuster E. P.*, Efficiency in Private Control Sales – The Case for Mandatiry Bids, Society and Economy Working Papers 08/2010, 2010, 14

კონტროლს, მიიღებს სტრატეგიულ ბიზნეს გადანყვეტილებებს და ამით გაზრდის შემოსავლებს.¹⁰⁰ სხვა სიტყვებით რომ ითქვას, კონტროლისა თუ საკონტროლო პაკეტის პრემიუმ ღირებულება ბაზირებულია აქციონერის ინდივიდუალურ, კონტროლის კერძო სარგებელსა და მის ორ ქვეკატეგორიაზე – ფულად და არაფულად კერძო სარგებელზე.

ერთმანეთისგან განსხვავდება „კონტროლის ზიარი სარგებელი“¹⁰¹ და „კონტროლის კერძო სარგებელი“.¹⁰² პირველი მათგანი სახეზეა მაშინ, როდესაც იზრდება სამენარმეო საზოგადოების საერთო ღირებულება მენეჯმენტის ეფექტური მონიტორინგის შედეგად და შეეცლება ყველა კატეგორიის აქციონერს. მეორე არის კონტროლის სარგებელი, რომელიც მიეკუთვნება მხოლოდ მაკონტროლებელ აქციონერს და შეიძლება მოიცავდეს „ფულად კერძო“ ან „არაფულად კერძო სარგებელს“.¹⁰³ კონტროლში საბაზრო ფასისგან განსხვავებული, მაღალი ღირებულების გადახდის სამართლებრივი თუ ეკონომიკური მოტივი კერძო სარგებლის სახეთა კლასიფიკაციაშია, რომელსაც მაკონტროლებელი აქციონერი ღებულობს მინორიტარი აქციონერის დისკონტირების ხარჯზე.¹⁰⁴

კონტროლის კერძო სარგებელი მჭიდრო ურთიერთკავშირშია კომპანიათა შორის კორპორაციულ-სამართლებრივ კომბინაციათა საფუძველზე გენერირებულ სინერგიასთან. ორი ან მეტი კომპანის გაერთიანება წარმოშობს სინერგიას, ხოლო სინერგია ზრდის მაკონტროლებელი აქციონერის სააქციო ღირებულებას, რის გამოც ის კონტროლის კერძო სარგებლის მაგალითადაც მოიაზრება.¹⁰⁵

მაკონტროლებელი აქციონერის ფულადი კერძო სარგებელი გამოიხატება თანამდებობრივ პოზიციაზე გამწვანებით დამატებითი შემოსავლის მიღების უპირატესობაში,¹⁰⁶ კორპორაციის საქმიანი შესაძლებლობის პირადი მიზნებისთვის გამოყენების შესაძლებლობაში, ინტერესთა კონფლიქტის შემცველი გარიგებით ფინანსური სარგებლის მიღებაში, მოგების დივიდენდის სახით არათანაბარ განაწილებაში, საკონტროლო პაკეტისთვის სამართლიან საბაზრო ღირებულებასთან შედარებით ნამეტი, პრემიუმ თანხის მიღებაში, სს-ის სალიკვიდაციო დივიდენდში უპირატესი პოზიციის დაკავების შესაძლებლობასა და ა.შ. მაკონტროლებელი აქციონერის ფულადი კერძო სარგებელი სს-ის ფულადი ნაკადების განსხვავებული განაწილების შედეგია. კონტროლის გაყიდვისას საკონტროლო პაკეტთან ერთად სხვისდება კერძო ფულადი სარგებელი. შესაბამისად, საკონტროლო პაკეტის გაზრდილი ღირებულება შედგება მყიდველის მენეჯერული მმართველობის პირობებში კომპანიის მოსალოდნელი გაზრდილი ღირებულებისა და მისი თანმდევი ფულადი კერძო სარგებლისგან. არასრული მასშტაბით დადარების შედეგად შეიძლება ითქვას, რომ ფულადი კერძო სარგე-

¹⁰⁰ Booth A. R., *Financing the Corporation*, Thomson Reuters/West, 2010, 116.

¹⁰¹ ე.წ. *Shared benefit of control*.

¹⁰² ე.წ. *Private benefit of control*.

¹⁰³ ე.წ. *Non-dissipative private benefits* და *Dissipative private benefits*. ქართულენოვანი შესატყვისის ანალიზისათვის, იხ. *კიკვაძე გ.*, სავალდებულო სატენდერო შეთავაზება, კრებულში: საკორპორაციო სამართლის კრებული III, ბურდული ი. (რედ.), თბ., 2015, 64. შეად. Schuster E. P., *Efficiency in Private Control Sales – The Case for Mandatory Bids, Society and Economy Working Papers 08/2010*, 2010, 14-19.

¹⁰⁴ Sepe S., *Private Sale of Control: Why the Europe mandatory Bid Rule is Inefficient*, Arizona Legal Studies, Discussion Paper No.10-29, 2010, 8.

¹⁰⁵ Schuster E. P., *Efficiency in Private Control Sales – The Case for Mandatory Bids, Society and Economy Working Papers 08/2010*, 2010, 18.

¹⁰⁶ Jensen C. M., Meckling H. W., *The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, 1976, Vol. 3, No. 4, P. 315-318.

ბელი იმგვარადვე გამოითვლება, როგორც პრემიუმ ღირებულება, რამდენადაც ის უტოლდება აქციაში გადახდილი ღირებულებისა და საბაზრო ღირებულებას შორის სხვაობას.¹⁰⁷ მაგრამ, მაკონტროლებელი აქციონერის კერძო სარგებლის გამოთვლა მარტივი რომ იყოს, არასაკონტროლო აქციონერი სასამართლოს გზით ყოველთვის შეუშლიდა ხელს კუთვნილი სარგებლის მიღებაში. ამასთან, კერძო სარგებლით გენერირებული პრემიუმ ღირებულება მალაღია იმ დროს, როდესაც შემძენის ქვეყანაში ინვესტორი სუსტი კორპორაციული დაცულობით სარგებლობს და მას უყალიბდება მოლოდინი, რომ მეტად გაზარდოს ფულადი კერძო სარგებლის მოცულობა.¹⁰⁸ ნებისმიერ შემთხვევაში, ფულადი კერძო სარგებელი სს-ის სტრატეგიულ და ფუნქციონალურ გადანყვეტილებებზე ზეგავლენის უფლებამოსილებასა და მიღებულ შედეგთა ეკონომიკურ ღირებულებად გარდაქმნაზე გადის. ეს კი საკონტროლო პაკეტის პოტენციური შემძენის მოტივის მაფორმირებელია, რომ გადაიხადოს სამართლიან საბაზრო ღირებულებასთან შედარებით მეტი ფასი, მოიპოვოს კონტროლი სს-ში და ეცადოს კონტროლის გამოყენებით სამენარმეო საზოგადოებისა და მინორიტარი აქციონერის ხარჯზე კერძო სარგებლის მიღებას.

კონტროლის კერძო სარგებლის ღირებულება, ხშირად, აქციონერის მაკონტროლებელ პირად ყოფნის „ფსიქოლოგიურ“ ღირებულებად განიხილება.¹⁰⁹ ის განიხილება „ბრძანების გაცემის“ სიამოვნებადაც, ეს კი, ეკონომიკურად, მრავალი მილიონის პრემიუმ თანხის გადახდად ითარგმნება, რასაც შემძენი მაკონტროლებელ აქციონერს უხდის.¹¹⁰

სპეციფიკური შინაარსი აქვს მაკონტროლებელი აქციონერის არაფულად კერძო სარგებელს. არაფულადი კერძო სარგებელი არის მაკონტროლებელი აქციონერის პრივილეგირებული რეპუტაციიდან გენერირებული უპირატესობა, რომელსაც ფუნდამენტურად ამყარებს სს-ის გადანყვეტილებებზე პრაქტიკული და არსებითი გავლენის მოხდენის კორპორაციული უფლებამოსილება. თუ ფულადი კერძო სარგებელი ფინანსური, კომპანიის თავისუფალი ფულადი ნაკადის დიფერენცირებულად განაწილების უფლებასა და შესაძლებლობაში (ე.წ. ნებელობითი აქტი) გამოიხატება, არაფულადი კერძო სარგებელი კერძო სარგებლის თეორიული, ჯერ არარეალიზებული ღირებულების მაფორმირებელია, არ არის მალაღი ლიკვიდურობის მქონე და ფულად კატეგორიაში პირდაპირ (მაგალითად, გაყიდვით, გაცვლით) გარდაქმნადი.¹¹¹ თუ ფულადი კერძო სარგებელი მეტწილად უტოლდება მინორიტარი აქციონერის დისკონტს და მიიღწევა მის ხარჯზე, არაფულადი კერძო სარგებელი აქციონერთა სტრუქტურაში პოზიციონერული მდგომარეობის შედეგია, რომელიც უმცირესობის ინტერესებს არ აზიანებს.¹¹² დედუქციური ანალიზის შედეგების საფუძველზე

¹⁰⁷ Sepe S., Private Sale of Control: Why the Europe mandatory Bid Rule is Inefficient, Arizona Legal Studies, Discussion Paper No.10-29, 2010, 9-11.

¹⁰⁸ Dyck A., Zingales L., Private Benefits of Control: An International Comparison, The Journal of Finance, Vol. 59, No. 2, 2004, 538.

¹⁰⁹ Sepe S., Private Sale of Control: Why the Europe mandatory Bid Rule is Inefficient, Arizona Legal Studies, Discussion Paper No.10-29, 2010, 8.

¹¹⁰ Dyck A., Zingales L., Private Benefits of Control: An International Comparison, The Journal of Finance, Vol. 59, No. 2, 2004, 540.

¹¹¹ Schuster E. P., Efficiency in Private Control Sales – The Case for Mandatory Bids, Society and Economy Working Papers 08/2010, 2010, 16-18.

¹¹² კონტროლის გაყიდვით გენერირებული კერძო სარგებლის ეფექტურობის განსაზღვრა პარეტოს კოეფიციენტსა და კალდორ-ჰიქსის კოეფიციენტის გამოყენებით არის შესაძლებელი. პარეტოს ეფექტიანობის ტესტის მიხედვით, ცვლილება ეფექტიანია, თუ მისგან ვინმე სარგებელს იღებს ისე, რომ არავისი მდგომარეობა უარესდება. პარეტოს ეფექტიანობისგან განსხვავებით, კალდორ-ჰიქსის

შეიძლება ჩამოყალიბდეს შუალედური შემაჯამებელი თეზა, რომ არაფულადი კერძო სარგებელი მაკონტროლებელი აქციონერის საერთო კრების კომპეტენციურ ენუმერაციულობის პრინციპზეა დაფუძნებული. სწორედ ამიტომ, არაფულადი კერძო სარგებელი საკონტროლო პაკეტის ნასყიდობის პროცესში მყიდველის მხრიდან პრემიუმ ღირებულების გადახდის მნიშვნელოვანი, მაგრამ არა არსებითი ფაქტორია.

მაკონტროლებელი აქციონერის გადანყვეტილებები, რომელიც უშუალოდ მის ფულად კერძო სარგებლის მიღებას არ უკავშირდება, როგორც წესი, მიმართულია სს-ის ინტერესებისა და ქონებრივი კეთილდღეობის სასარგებლოდ, რაც თეორიული ეკონომიკური ღირებულების კონტექსტში უმცირესობაში მყოფ აქციონერზეც ვრცელდება, როგორც ბოლო ინსტანციის კრედიტორზე.¹¹³

კონტროლის ფულად და არაფულად კერძო სარგებლის შინაარსობრივი განმარტებისას საერთო მახასიათებელ ელემენტად უნდა გამოიყოს გადანყვეტილების მიღების უფლებამოსილება, რომელიც კონტროლის კერძო სარგებლის განსაზღვრის ძირითადი მიმართულების მიმცემია,¹¹⁴ რის გამოც, კონტროლის კერძო სარგებლის ორ ქვეკატეგორიად დიფერენცირება საკონტროლო პაკეტის გაყიდვის ტრანზაქციაში არაეფექტურ მეთოდად არის მიჩნეული.¹¹⁵

8. დასკვნა

სტატიაში გაანალიზებულ იქნა კონტროლის რამდენიმე ფუნდამენტური დოგმატურ-თეორიული ასპექტი მისი მოპოვებისა და გამოყენების კონტექსტში, რაც შეიძლება შეჯამდეს ქვემოთ მოცემულ რამდენიმე პრიორიტეტულ თეზაში.

აქციონერის აქტივიზმის პრაქტიკული რეალიზების მეთოდური საშუალება კორპორაციული კონტროლის მოპოვება და მისი გამოყენებაა. კონტროლის მოპოვება სხვადასხვა ფორმის გამოყენებით არის შესაძლებელი. ძირითადად, ეს ფორმებია აქციათა შექცენა და აქციონერთა შეთანხმებით ხმათა გაერთიანება.

საკონტროლო პაკეტის ან ფაქტობრივი კონტროლის გამოყენებას აქვს მისი, ანუ კონტროლის კერძო სარგებელი, რომელიც საკონტროლო პაკეტის და ფაქტობრივი კონტროლის იმანენტური შედეგია. საკონტროლო პაკეტის მფლობელი მაკონტროლებელი აქციონერი სარგებლობს კონტროლიდან წარმოშობილი კაპიტალნამატით. კონტროლის პრემიუმ ღირებულება შემძენის პერსპექტივიდან დანახული ფულადი ნაკადია. კონტროლისა თუ საკონტროლო პაკეტის პრემიუმ ღირებულება ბაზირებულია აქციონერის ინდივი-

ეფექტურობის თანახმად, ცვლილება ეფექტიანია, თუ მის შედეგად გაერთიანება იღებს სარგებელს, რომელიც ამავე გაერთიანების დანაკარგზე მეტია. იხ. *Schuster E. P., Efficiency in Private Control Sales – The Case for Mandatory Bids, Society and Economy Working Papers 08/2010, 2010, 21-22.*

¹¹³ მაგალითად, სალიკვიდაციო დივიდენდის მიღებისას წილის პროპორციულად სს-ის აქტივში (ქონებაში) მონაწილეობის სახით.

¹¹⁴ გადანყვეტილების მიღების უფლებამოსილებასთან ერთად, შეიძლება მოაზრებულ იქნეს მაკონტროლებელი აქციონერის მიერ ისეთ ინფორმაციასთან წვდომის შესაძლებლობა, რაც მინორიტარ აქციონერს შეიძლება არ ჰქონდეს. იხ. *Dyck A., Zingales L., Private Benefits of Control: An International Comparison, The Journal of Finance, Vol. 59, No. 2, 2004, 545-546.*

¹¹⁵ *Schuster E. P., Efficiency in Private Control Sales – The Case for Mandatory Bids, Society and Economy Working Papers 08/2010, 2010, 21.*

დუალურ, კონტროლის კერძო სარგებელსა და მის ორ ქვეკატეგორიაზე – ფულად და არაფულად კერძო სარგებელზე.

კონტროლის შემძენის ხედვა სინერგიული ეფექტის რეალიზების შესაძლებლობაზეა დამყარებული, რამდენადაც მისი გათვლით, სამიზნე საზოგადოება არასათანადოდ შეფასებულია და მას უფრო ეფექტურად ფუნქციონირების პოტენცია აქვს. შემძენის ჰიპოტეზური დასაშვებობა კონტროლის მოპოვებაში მაკონტროლებლისთვის საბაზრო ფასთან შედარებით მაღალი ღირებულების გადახდაა. შესაბამისად, კონტროლის პრემიაც მხოლოდ მაკონტროლებელი აქციონერის ფულადი ნაკადია.

შესრულებული ანალიზის შედეგად დასაშვებია დასკვნის გაკეთება, რომ კონტროლი აქციონერის აქტივიზმის რეალიზების საფუძველია, რომლის მოპოვებისა და გამოყენების სახეები დიფერენცირებულად კლასიფიცირებულია, ხოლო კონტროლის სამართლებრივი უპირატესობა გარდაქმნადია კორპორაციულ და ეკონომიკურ სარგებლად, რაც თავის მხრივ, კონტროლის კერძო სარგებლად იწოდება. ანალიზის შედეგად შეიძლება ასევე ითქვას, რომ კონტროლის კერძო სარგებლის ფულად და არაფულად კერძო სარგებლად დაყოფა, საკონტროლო პაკეტისა თუ კონტროლის გაყიდვის ტრანზაქციაში, კლასიფიცირების მიზნობრიობას ვერ ამართლებს.

ბიბლიოგრაფია:

1. საქართველოს „სამოქალაქო კოდექსი,“ პარლამენტის უწყებანი, 31, 24/07/1997.
2. საქართველოს კანონი „მენარმეთა შესახებ“, საკანონმდებლო მაცნე, 04/08/2021.
3. საქართველოს კანონი „ფასიანი ქალაქების ბაზრის შესახებ“, პარლამენტის უწყებანი 1(8), 24/12/1998.
4. არმორი ჯ., ჰანსმანი ჰ., კრააკმანი რ., პარგენდლერი მ., რა არის საკორპორაციო საართალი? კრებულში: საკორპორაციო სამართლის ანატომია: შედარებითი და ფუნქციური მიდგომა, (მთარგმნელები) ქოჩიაშვილი ა., მაისურაძე დ., (რედ.) გაბელია თ., მე-3 გამოც., თბ., 2019, 14-22.
5. ბურდული ი., სააქციო სამართლის საფუძვლები, II ტომი, თბ., 2013, 41-8, 168-187.
6. ბურდული ი., მახარობლიშვილი გ., თოხაძე ა., ზუბიტაშვილი ნ., ალადაშვილი გ., მალრაძე გ., ეგნატაშვილი დ., საკორპორაციო სამართალი, მე-2 გამოც., თბ., 2021, 574-595.
7. დევისი პ., ჰოპტი კ., რინგე ვ. გ., კონტროლის განმახორციელებელი ტრანსაქციები, კრებულში: საკორპორაციო სამართლის ანატომია: შედარებითი და ფუნქციური მიდგომა, (მთარგმნელები) ქოჩიაშვილი ა., მაისურაძე დ., (რედ.) გაბელია თ., მე-3 გამოც., თბ., 2019, 321-383.
8. კიკვაძე გ., სავალდებულო სატენდერო შეთავაზება, კრებულში: საკორპორაციო სამართლის კრებული III, ბურდული ი. (რედ.), თბ., 2015, 64, 69.
9. მახარობლიშვილი გ., ინტერესთა კონფლიქტის კონსტრუქციის ფუნქციონალიზაცია სს-ის კორპორაციული მართვის კონტექსტში, „სამართლის ჟურნალი“, №1, 2022, 78-86.
10. მახარობლიშვილი გ., კაპიტალურ საზოგადოებათა სტრუქტურაში ფუნდამენტური ცვლილებების განხორციელება კორპორაციულ-სამართლებრივ ქმედებათა (შეძენა-შერწყმა) საფუძველზე, თბ., 2014, 72-75, 78-86, 115-128, 141-151, 255-262.
11. ჭანტურია ლ., სამოქალაქო კოდექსის კომენტარი, ნიგნი I, ჭანტურია ლ. (რედ.), თბ., 2017.
12. Alchian A.A., Demsetz H., Production, Information Costs and Economic Organization, 62 Am.Econ. Rev., 1972, 783-785.
13. Allen T. W., Kraakman R., Subramanian G., Commentaries and Cases on the Law of Business Organization, 4th ed., Wolter Kluwer Law & Business, 2012, 292-294, 417, 545.

14. *Bainbridge M. S.*, Shareholder Activism and Institutional Investors, Law and Economics Research Paper No. 05-20, 2005, 2-10.
15. *Booth A. R.*, Financing the Corporation, Thomson Reuters/West, 2010, 130.
16. *Bradly M.*, Interfirm Tender Offer and Market for Corporate Control, The Journal of Business, Vol. 53, No. 4, 1980, 370-371.
17. *Cahn A., Donald D. C.*, Comparative Company Law, Text and Cases on the Laws Governing Corporations in Germany, the UK and the USA, Cambridge University Press, 2011, 627, 55-756, 844-876.
18. *Cox J. D., Hazen T. L.*, The Law of Corporations, Vol. 2, 3rd ed., St. Paul, 2010, 188, 326, 330-339, 342-344.
19. *Davies P.*, Introduction to Company Law, 2nd ed., Oxford University Press, 2010, 265.
20. *Dyck A., Zingales L.*, Private Benefits of Control: An International Comparison, The Journal of Finance, Vol. 59, No. 2, 2004, 537-538, 540-541, 543-546.
21. *Easterbrook H. F., Fischel R. D.*, Corporate Control Transactions, The Yale Law Journal, Vol. 91, No. 4, 1982, 715-719.
22. *Fairfax M. L.*, Shareholder Democracy, Carolina Academic Press, 2011, 29-52, 146-149.
23. *French D., Mayson S., Ryan C.*, Company Law, 26th ed., Oxford University Press, 2010, 376.
24. *Gevurtz F. A.*, Corporation Law, West Group, 2000, 486-488, 630-639, 677, 678.
25. *Gilson R.*, Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complication the Comparative Taxonomy, Law Working Paper №49/2005, 2005, 6.
26. *Haas J. J.*, Corporate Finance, 2nd ed., Thomson Reuters, 2011, 610.
27. *Haspeslagh P. C., Jemison D. B.*, Managing acquisitions: Creating value through corporate renewal, The Free Press, New York, 1991, 22.
28. *Hansmann H.*, Ownership of the Firm, in: Corporate Law and Economic Analysis, *Bebchuk A. L.*, (Edit.) Cambridge University Press, 1991, 290.
29. *Jensen C. M., Meckling H. W.*, The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, 1976, Vol. 3, No. 4, P. 315-318.
30. *Kode G., Ford J. C., Sutherland M. M.*, A conceptual model for evaluation of synergies in mergers and acquisitions: A critical review of the literature, South African Journal of Business Management, 34 (1), 2003, 27.
31. OECD, International Investment Law: Understanding Concepts and Tracking Innovations, 2008, 46-48.
32. *Palmiter A. R.*, Corporations, Examples and Explanations, 5th ed., Aspen Publisher, 2006, 289, 447.
33. *Pinto R.A.*, Understanding Corporate Law, 3rd ed., Lexisnexis, 2009, 277, 278, 282-283, 297, 302-303.
34. SEC Rule 501 (b), 17 C.F.R. §230.501(b), 2008.
35. *Sepe S.*, Private Sale of Control: Why the Europe mandatory Bid Rule is Inefficient, Arizona Legal Studies, Discussion Paper No.10-29, 2010, 6-13.
36. *Schuster E. P.*, Efficiency in Private Control Sales – The Case for Mandatiry Bids, Society and Economy Working Papers 08/2010, 2010, 2-7, 11, 14-19, 16-18, 21-22.
37. *Perlman v. Feldmann*, 219 F.2d 173 (2d Cir. 1955), cert. denied, 349 U.S. 952 (1955).
38. *Prescott Group Small Cap, L.P. v. Coleman Co., Inc.*, 2004 WL 2059515 (Del. Ch. 2004).
39. *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, 280 A.2d 717 (Del. 1971).
40. *Zahn v. Transamerica Corporation*, 162 F.2d 36 (3d Cir. 1947).
41. *Zetlin v. Hanson Holding, INC.*, 397 N.E.2d 387 (N.Y. 1979).