საკორპორაციო სამართლის ანატომია

შედარებითი და ფუნქციური მიდგომა

მესამე გამოცემა

რაინერ კრაკმანი, ჯონ არმორი, პოლ დევისი, ლუკა ენრიკესი, ჰენრი ჰანსმანი, ჟერარ ჰერტიგი

კლაუს ჰოპტი, ჰიდეკი კანდა, მარიანა პარგენდლერი, ვოლფ-გეორგ რინგე, ედვარდ როკი

ევროკავშირი საქართველოსთვის
EU4Business

გერმანიის თანამშრომლობა
DEUTSCHE ZUSAMMENARBEIT

giz Deutsche Gesellschaft für Internationale Zusammenarbeit (GIZ) GmbH

საკორპორაციო სამართლის ანატომია

საკორპორაციო სამართლის ანატომია

შედარებითი და ფუნქციური მიდგომა

მესამე გამოცემა

რაინერ კრაკმანი
ჯონ არმორი
პოლ დევისი
ლუკა ენრიკესი
ჰენრი ჰანსმანი
ჟერარ ჰერტიგი
კლაუს ჰოპტი
ჰიდეკი კანდა
მარიანა პარგენდლერი
ვოლფ-გეორგ რინგე
ედვარდ როკი

სოფი კულსის
და
ჯენ გოტოს
მონაწილეობით

The Anatomy of Corporate Law: A Comparative And Functional Approach, Third Edition was originally published in English in 2017. This translation is published by arrangement with Oxford University Press. Deutsche Gesellschaft Für Internationale Zusammenarbeit (GIZ) GmbH is responsible for this translation from the original work and Oxford University Press shall have no liability for any errors, omissions or inaccuracies or ambiguities in such translation or for any losses caused by reliance thereon.

პუბლიკაცია გამოქვეყნებულია ევროკავშირისა და გერმანიის ეკონომიკური თანამშრომლობისა და განვითარების ფედერალური სამინისტროს (BMZ) თანადაფინანსებული პროექტის – „საქართველოს კომერციული სამართლის და პრაქტიკის გაუმჯობესება“ – მიერ, რომელსაც გერმანიის საერთაშორისო თანამშრომლობის საზოგადოება (GIZ) ახორციელებს.

მის შინაარსზე სრულად პასუხისმგებელია ავტორი და შესაძლოა, რომ იგი არ გამოხატავდეს ევროკომისიის, გერმანიის ეკონომიკური თანამშრომლობისა და განვითარების ფედერალური სამინისტროს (BMZ) და GIZ-ის მოსაზრებებს.

ევროკავშირი საქართველოსთვის
EU4Business

გერმანიის თანამშრომლობა
DEUTSCHE ZUSAMMENARBEIT

giz Deutsche Gesellschaft für Internationale Zusammenarbeit (GIZ) GmbH

მთარგმნელები:

ანა ქოჩიაშვილი, საკორპორაციო სამართლის მაგისტრი, პრაქტიკოსი იურისტი, თბილისის თავისუფალი უნივერსიტეტის სამართლის სკოლის მოწვეული ლექტორი.

დავით მაისურაძე, სამართლის დოქტორი, ილიას სახელმწიფო უნივერსიტეტის ასოცირებული პროფესორი, კორპორაციული და კომერციული სამართლის ცენტრის დირექტორი.

ენობრივი რედაქტორი: თამარ გაბელაია
ტექნიკური უზრუნველყოფა: გვანცა მახათაძე

ISBN 978-9941-8-1888-2

© R. Kraakman, J. Armour, P. Davies, L. Enriques, H. Hansmann, G. Hertig, K. Hopt, H. Kanda, M. Pargendler, W.-G. Ringe, and E. Rock, 2017
© გერმანიის საერთაშორისო თანამშრომლობის საზოგადოება (GIZ), 2019

გამოცემის ელექტრონული ვერსია შეგიძლიათ იხილოთ ვებგვერდზე: lawlibrary.info/ge

სამადლობელი სიტყვა

მესამე გამოცემაზე მუშაობა ჩვენთვის გააადვილა ოქსფორდისა და პენსილვანიის უნივერსიტეტების სამართლის სკოლების გულითადმა მასპინძლობამ.

წინა გამოცემების მსგავსად, ამ შემთხვევაშიც უხვად გამოვიყენეთ ჩვენი მეგობრებისა და კოლეგების მიერ წიგნის სხვადასხვა ნაწილის თაობაზე მოწოდებული კომენტარები. მათ აქ ჩამოვთვლით და წინასწარ ბოდიშს ვუხდით, ვინც გამოგვრჩა: დენ ავრეი, მარჩელო ბიანკი, ჰორსტ ეიდმიულერი, მარტინ გელტერი, სერჯიო გილოტა, ამირ ლიხტი, ალესიო პაცესი, ჯენი პეინი, ვივიენ მულერ პრადო, ლორენცო სტანჯელინი, თობიას თროგერი, უმაქანთ ვაროტილი, მარკო ვენტურუცო და ანდრეა ზორზი.

კიდევ ერთხელ მადლიერებას გამოვხატავთ კვლევითი ცენტრებისა და ჩვენი დაწესებულებების მიმართ ფინანსური მხარდაჭერისთვის წიგნზე მუშაობის პერიოდში. მადლობას ვუხდით ოქსფორდის უნივერსიტეტს ჯონ არმორის, სოფი ქულსის, პოლ დევისისა და ლუკა ენრიკესის დაფინანსებისთვის, მარტინ ბეგტცენისა და ანტონიოს ჩაცივასილეიადისის კვლევაში აღმოჩენილი დახმარებისთვის; იელის სამართლის სკოლას ჰენრი ჰანსმანის დაფინანსებისთვის, ETH-ს ჟერარ ჰერტიგის ფინანსური მხარდაჭერისთვის; ჰარვარდის სამართლის სკოლის ჯონ მ. ოლინის სამართლის, ეკონომიკისა და ბიზნესის ცენტრს რაინერ კრაკმანის დაფინანსებისთვის; the Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo (FAPESP)-სა და FGV-ს სამართლის სკოლას სან-პაულუში (FGV Direito SP) მარიანა პარგენდლერისა და რაფაელ ბრესკიანის კვლევითი მხარდაჭერის დაფინანსებისთვის; კოპენჰაგენის ბიზნესსკოლას ვოლფ-გეორგ რინგეს მხარდაჭერისთვის და პენსილვანიის უნივერსიტეტის სამართლის სკოლასთან არსებულ საულ ფოქსის კვლევით ცენტრს ედვარდ როკის დაფინანსებისთვის, რომელსაც ეკავა საულ ფოქსის კვლევით ცენტრში გამორჩეული პროფესორის თანამდებობა 2001-იდან 2016 წლამდე.

და ბოლოს, მადლობას ვუხდით ჩვენს ახლობლებსა და ოჯახის წევრებს, რომელთაც შესაძლოა, სამართლიანად უკვირდეთ, ეს მცირე ზომის წიგნი რატომ უკავშირდება ამდენ კამათსა და აურზაურს.

როგორც მეორე გამოცემის წინასიტყვაობაში ითქვა, „ანატომია“ ხანგრძლივი თანამშრომლობის პროდუქტია. მესამე გამოცემა აგრძელებს ამ თანამშრომლობას ახალი თაობის მკვლევართა მეშვეობით. თუმცა პირველი გამოცემის ავტორები კვლავაც ჩართული ვიყავით მუშაობის პროცესში, ჩვენი ფუნქცია უმთავრესად რჩევებით შემოიფარგლა. ჩვენს თავს „სამეთვალყურეო საბჭო“ ვუწოდეთ. მთავარი დამსახურება მესამე გამოცემაში კონცეპტუალური განახლებისა და ახალი გამოკვლევების კუთხით მიუძღვით თანაავტორებს, რომლებიც „ანატომიის“ მეორე გამოცემამდე ან მესამე გამოცემის მომზადე-

ბის პროცესში შემოუერთდნენ. ეს ასეც უნდა იყოს. კორპორაციული სამართალი, მსგავსად სხვა დისციპლინებისა, მუდამ საჭიროებს ახალ ენერგიასა და ხედვას, რათა არ დაკარგოს მნიშვნელობა ან, სულ მცირე, დასრულების შემთხვევაშიც შეინარჩუნოს სიახლე. ეს არ ნიშნავს, რომ მესამე გამოცემამ ხელი აიღო წინა გამოცემების მიზნებსა და კონცეფციაზე. ჩვენ ერთგული ვრჩებით საკორპორაციო სამართლის მიმართ მიდგომისა, რომელიც „საერთაშორისო“, „ფუნქციური“, „ნეიტრალური“ და, ბოლოს, „მოკლეა“. მართლაც, მესამე გამოცემა სამივე განზომილების მხრივ საგრძნობლად გაუმჯობესდა და, ყველა დაბრკოლების მიუხედავად, ლაკონიურობაც შეინარჩუნა.

„ანატომია“ ყოველთვის „საერთაშორისო“ და შედარებითი იყო, თუმცა, ძალაუნებურად, შეზღუდულიც ფუნქციურ თავებში განხილული იურისდიქციების ოდენობით. მითითებები ცალკეული იურისდიქციების კანონმდებლობაზე უმნიშვნელოვანესია ჩვენი ანალიზის დამაჯერებლობისთვის; იურისდიქციების ზედმეტი სიმრავლე კი გადააჭარბებდა ჩვენი კოლექტიური კომპეტენციის ფარგლებს და შესაძლოა, საყვედურიც გამოეწვია, თითქოს საგანგებოდ ვირჩევთ ჩვენი კონცეფციის შესაბამის მაგალითებს. მეორე გამოცემაში განვითარებული ქვეყნების ხუთი იურისდიქციის – საფრანგეთი, გერმანია, იაპონია, გაერთიანებული სამეფო და აშშ. – თავდაპირველ ჯგუფს იტალია დაემატა. იტალიის დამატება განაპირობა არა მარტო მისმა სიახლოვემ ჩვენს იურისდიქციულ პროფილთან, არამედ იმანაც, რომ ავტორთა ჯგუფს იტალიის კორპორაციული სამართლის გამორჩეული მკვლევარი, ლუკა ენრიკესი შემოუერთდა. ჯონ არმორმა, რომელიც ასევე შემოუერთდა „ანატომიას“, განავრცო ჩვენი კონცეფცია გადახდისუუნარობის და მასთან დაკავშირებული სხვა ასპექტებით, რომლებიც ხშირად ჩვენი სფეროს გარეთ მოიაზრება.

ახალმა თანაავტორებმა ასევე გააფართოეს ჩვენი ფოკუსი. ამის ყველაზე თვალსაჩინო მაგალითია ბრაზილიის ჩართვა ჩვენს ძირითად იურისდიქციებში. შესაძლოა, ეს მოულოდნელიც იყოს, ვინაიდან წინა გამოცემები მხოლოდ განვითარებული ეკონომიკების სამართლებრივ რეჟიმებს ეყრდნობოდა. თუმცა „ანატომიის“ ავტორებისთვის ეს გააზრებული წინგადადგმული ნაბიჯია. მასშტაბური ახალი ეკონომიკის ჩართვა – „B“ ე.წ. BRICS-ში – აფართოებს ჩვენს თვალსაწიერს და წარმოაჩენს ახალ პრობლემურ თემებს. არ ვფიქრობთ, რომ ბრაზილია ახალი ეკონომიკების მრავალფეროვან სპექტრს სრულფასოვნად წარმოადგენს, თუმცა მიგვაჩნია, რომ გონივრული არჩევანია „ანატომიის“ იურისდიქციების გაფართოებისთვის. ამასთან, პრაგმატული მოსაზრებებითაც ვხელმძღვანელობთ, როგორც უკვე აღვნიშნეთ. გადამწყვეტი ფაქტორი ბრაზილიის არჩევისას ის იყო, რომ მარიანა პარგენდლერი, ბრაზილიური საკორპორაციო სამართლის გამორჩეული მკვლევარი, ერთ-ერთი მთავარი კონტრიბუტორის სახით შემოუერთდა „ანატომიის“ მესამე გამოცემას. თუმცა კვლავაც იურისდიქციების მცირე რაოდენობით ვართ შეზღუდული, პროფესორ პარგენდლერის მიერ ბრაზილიური სამართლის ინტეგრირება

წიგნში საგრძნობლად წაადგა მესამე გამოცემის საერთაშორისო ფარგლებს. კიდევ ერთი სიახლე მეორე გამოცემასთან შედარებით ის არის, რომ, ჩვენდა საბედნიეროდ, ახალ გამოცემას გეორგ რინგეც შემოუერთდა, რაც არა მარტო შენაძენია ავტორთა გუნდისთვის გერმანული და ევროკავშირის სამართლის გამორჩეული მკვლევრის სახით, არამედ მნიშვნელოვნადაც ამდიდრებს იურისდიქციების მიხედვით ჩვენეულ ანალიზს, განსაკუთრებით კორპორაციის ფუნდამენტური ტრანსაქციებისა და კორპორაციული კონტროლის საკითხების კუთხით.

„ანატომიის“ წინა გამოცემების მკითხველებს შეუძლიათ, დარწმუნებული იყვნენ, რომ მესამე გამოცემაც თავისი წინამორბედების ფუნქციურ ანალიზს მიჰყვება. დასაწყისში ვცდილობთ, განვსაზღვროთ „საკორპორაციო სამართალი“ კორპორაციული ფორმის ეკონომიკური ფუნქციების განხილვით, კორპორაციის საქმიანობით დაინტერესებულ პირთა (ე.წ. „სტეიკჰოლდერთა“) იდენტიფიცირებით და „წარმომადგენლობის პრობლემის“ – არსებითად კონტრაჰირების პრობლემების – ძირითადი სახეების შემოთავაზებით, რომელთაც საკორპორაციო სამართალი ეხება. ამის შემდეგ აღვწერთ იმ სამართლებრივი სტრატეგიების ტიპებს, რომელთაც იურისდიქციები წარმომადგენლობის პრობლემების შესამცირებლად მიმართავენ. ტრადიციულად, მიგვაჩნია, რომ ნებისმიერმა საკორპორაციო სამართალმა ყურადღება უნდა დაუთმოს წარმომადგენლობის ძირითად პრობლემებს, თუმცა იურისდიქციების მიერ გამოყენებული სტრატეგიები განსხვავდება გარემოებების მიხედვით, იქნება ეს პოლიტიკა და აღსრულების რესურსები თუ ეკონომიკური განვითარების დონე. ხშირად სამართლებრივი რეჟიმები ცდილობენ არსებული გარემოებებისადმი ფუნქციურ მისადაგებას, თუმცა ზოგჯერ მსგავსი მისადაგება გამორჩენილია. „ანატომია“ ნათელს ჰფენს ფუნქციურ მოდელებს სხვადასხვა იურისდიქციაში, თუმცა არასდროს დაუსახავს მიზნად, ჩვენს სფეროში „ყველაფრის თეორია“ გამხდარიყო, და, მით უმეტეს, არც სამართლებრივი კონვერგენციის თეორია*, რომელიც კორპორაციული ფორმის ტრადიციულ (თუმცა კვლავაც აღსანიშნავ) მთავარ სამართლებრივ მახასიათებლებს გასცდება. „ანატომია“ კვლავაც წარმოადგენს ძირითადი წარმომადგენლობითი პრობლემებისა და მათი შემსუბუქების პრაქტიკული სამართლებრივი სტრატეგიების ანალიზს.

მესამე გამოცემაში ეს ანალიზი საგრძნობლად განივრცობა იმის აღიარებით, რომ წარმომადგენლობის პრობლემებს კორპორაციაში სახელშეკრულებო მონაწილეებს შორის პრობლემათა სხვა ჯგუფთან მნიშვნელოვანი მსგავსება ახასიათებს, რაც ვლინდება მხარეებს შორის, რომელთა მდგომარეობაზეც კორპორაციის საქმიანობა თუმცა გავლენას ახდენს, მაგრამ მათ არ აქვთ სახელშეკრულებო ზეგავლენის ბერკეტები საწარმოს მიმართ. ასეთ მხარეებს – რომლებიც არ არიან აქციონერები, მმართველები, დასაქმებულები ან კრედიტორები – საწარმოს „გარე დაინტერესებული მხარეები“ დავარქვით. ხშირად კორპორაციული აქტივობები აზიანებს ასეთ მხარეებს. მაგალი-

თად, მთლიანად საზოგადოება ზიანდება მსხვილი საწარმოების მიერ გარემოს დაბინძურებით, ფასების ფიქსირებით ან ადამიანის უფლებების დარღვევით. სანაცვლოდ, კორპორაციებს სხვებზე მეტად ხელეწიფებათ, ხელი შეუწყონ უმცირესობების დაცვას ან საზოგადოებრივ კონსენსუსს იმ მიდგომების განხორციელებით, რომლებიც, ჩვეულებრივ, უცხო იქნებოდა მათთვის. პარადიგმული მაგალითებია მიდგომათა შემუშავება უმცირესობათა ან სქესობრივი დისკრიმინაციის პრევენციის ან გამოწვეული ზიანის შემცირების მიზნით. გარე დაინტერესებული მხარეების კეთილდღეობა დამოკიდებულია კორპორაციულ საქმიანობაზე. ამდენად, მათი ურთიერთობა კორპორაციასთან ერთგვარად წააგავს წარმომდგენილის საქმიანობას, ისიც დამოკიდებულია თავის წარმომადგენელთა ქმედებებზე. ჩვენ მივანიშნებთ ამ მსგავსებაზე მესამე გამოცემაში, ასევე იმაზე, როგორც დამატებით გარემოებაზე, რომ მრავალი ის სამართლებრივი სტრატეგია, რომელიც ამცირებს წარმომადგენლობის პრობლემებს კორპორაციის ძირითად „სტეიკჰოლდერებს“ შორის, შეიძლება გამოვიყენოთ – და გამოიყენება კიდეც – გარე დაინტერესებულ მხარეთა სასარგებლოდაც.

მესამე გამოცემა სხვა, მკითხველისთვის ნაკლებად ხილულ, კონცეპტუალურ სიახლეებსაც შეიცავს. თუმცა მათმა განხილვამ ავტორებში არანაკლებ ცხოველი დისკუსიები გამოიწვია. კრედიტორთა დაცვის, ფუნდამენტური კორპორაციული ცვლილებების, კონტროლის მოპოვების ტრანსაქციების თავები მნიშვნელოვნად შეიცვალა და სტრუქტურულად გადალაგდა. ახალი ავტორის, პროფ. გეორგ რინგეს, ენერგია და კვლევა გადამწყვეტი აღმოჩნდა ამ ცვლილებებისთვის. თუმცა აღნიშვნას იმსახურებს ვეტერანების: პოლ დევისის, ჰიდეკი კანდას, კლაუს ჰოპტისა და ედ როკის წვლილიც. პროფ. პარგენდლერმა წამყვანი როლი იკისრა გარეშე დაინტერესებულ მხარეთა შესახებ გამართულ მრავალრიცხოვან დისკუსიაში.

„ანატომიის“ მყარი კონცეფციის მიუხედავად, მესამე გამოცემა „ნეიტრალურობას“ ინარჩუნებს იმ გაგებით, რომ, დებატებში სამართლებრივი პოლიტიკის მნიშვნელოვან საკითხებზე იგი არცერთ მხარეს არ წარმოადგენს. „ანატომიის“ თითოეულ ავტორს საკუთარი დასაბუთებული მოსაზრება აქვს საკითხებზე, როგორებიცაა: მართვაში დასაქმებულთა მონაწილეობის ეკონომიკური და სოციალური ღირებულება და იურისდიქციების მიერ არაეკონომიკური სოციალური მიზნების მისაღწევად მსხვილი კორპორაციების რესურსებისა და ორგანიზაციული შესაძლებლობების გამოყენების ფარგლები. თუმცა „ანატომიის“ ანალიტიკური ჩარჩოს ძირითადი ღირებულება არის ის, რომ იგი თანაბრად მისაღებია დღევანდელობის მთავარ კითხვებზე განსხვავებული შეხედულებების მხარდამჭერებისთვის.

არ ვთვლით, რომ კორპორაციული სამართლის ანალიზისადმი განსხვავებული მიდგომები მცდარია. მაგალითად, კვლევებს, რომლებიც ფუნქციურობის ნაცვლად პოლიტიკურ ეკონომიას ეყრდნობიან, კონკრეტული იურისდიქ-

ციის ფარგლებში სამართლებრივი განვითარების თავისებურებების ნათელყოფა შეუძლიათ. თუმცა ისინი ნაკლებად გამოდგება სხვადასხვა შეხედულების მხარდამჭერებს შორის პოლიტიკური დისკუსიის ხელშეწყობისთვის.

ბოლო და, შესაძლოა, მთავარი მახასიათებელი მომავალი მკითხველისთვის არის ის, რომ „ანატომია“ „მოკლეა“. მთელი მონდომებით ვუერთგულეთ წინა გამოცემებში დათქმულ პირობას, მესამე გამოცემა არ ყოფილიყო მის წინამორბედებზე ვრცელი, მიუხედავად ინტენსიური დისკუსიებისა და ახალი კვლევებისა, რომლებიც მასშია გათვალისწინებული. აკადემიური ტრადიციები განსხვავდება, მაგრამ პირადი გამოცდილებით, რთულია გაუძლო ცდუნებას, გვერდზე გადადო, თუნდაც, სანახევროდ წაკითხული ყველაზე ბრწყინვალე ამერიკული სამართლებრივი ჟურნალების სტატიები. სხვა ქვეყნების აკადემიური სტატიები შესაძლოა, ასე მძიმეც არ არის, მაგრამ თანაავტორებისგან ვიცი, რომ სამართლებრივი ნაშრომების სფეროში ჟენევის კონვენციებს არაფერი შეედრება. პრაქტიკოსებსა და მკითხველს სხვა აკადემიური დისციპლინებიდან შესაძლოა, გაუჭირდეთ იმ „მსხვერპლის“ გაგება, რომელიც ინდივიდუალურად და კოლექტიურად გავიღეთ ჩვენი ტექსტების შეთხელებისა და სქოლიოების გამოხშირვისთვის. ალბათ, არც ამ გამოცემის მთავარი რედაქტორების, ჯონ არმორისა და ლუკა ენრიკესის, რკინისებურ დისციპლინაზე უწყიან რამე, რაც მათ გამოიჩინეს ავტორთა საერთო მისწრაფების მიმართ, წიგნის ყველა გვერდზე განევრცოთ, დაეზუსტებინათ და დაესაბუთებინათ თავიანთი მოსაზრებები. მკითხველმა განსაჯოს, ამის გამო, ზოგან ზედმეტად დეტალური, ზოგან კი ძალზე მშრალი ხომ არ არის ნაშრომი. თუკი ასეა, უნდა გაგვიგოთ. მივიჩნიეთ, რომ მკითხველის შუა გზაში დაკარგვის რისკი გაცილებით უფრო საფრთხილოა, ვიდრე ზედაპირული განხილვისა თუ ნაჩქარევი დასკვნების საშიშროება.

და ბოლოს, აღნიშვნას იმსახურებს მესამე გამოცემის მომზადებაში იმ ზოგიერთი ავტორის გადამწყვეტი წვლილი, რომლებიც არ არიან მოხსენიებული ცალკეული თავების ავტორთა შორის. თითოეულმა ჩვენგანმა წვლილი შეიტანა იმ სამართლის მიმოხილვაში, რომელსაც ყველაზე უკეთ ვიცნობთ. მაგრამ ამ ძალისხმევის ხუთ მონაწილეს საგანგებო აღიარება ეკუთვნის მთლიანად წიგნის მომზადებაში გაწეული შრომისთვის. ერთი მათგანი მარიანა პარგენდლერია, რომელიც არა მარტო მე-4 თავის მთავარი ავტორია მესამე გამოცემაში, არამედ გადაამუშავა სხვა ბევრი თავის ტექსტიც და უზრუნველყო ყველა თავში ბრაზილიის, როგორც ახალი ძირითადი იურისდიქციის, ასახვა. თუკი სხვა იურისდიქციებში სამართლის განვითარებას ვითვალისწინებდით, ბრაზილიის შემთხვევაში სამუშაო ნულიდან გვქონდა დასაწყები.

ორმა ასოცირებულმა ავტორმა, სოფი კულსიმ და გენ გოტომ, ასევე ყოვლისმომცველი წვლილი შეიტანეს მესამე გამოცემაში, დაუღალავი კვლევით, განსაკუთრებით (მაგრამ არა მხოლოდ) საფრანგეთის, ევროკავშირისა და იაპონიის მიმართულებით. ეს პირველია „ანატომიის“ გამოცემათაგან, რო-

მელმაც მკვლევართა სამი თაობა გააერთიანა. სოფისა და გენის განახლებებსა და ჩასწორებებს ახალი „ანატომიის“ ყველა თავში იხილავთ. ისინი ასევე აქტიურად მონაწილეობდნენ ჩვენს შიდა ზოგად დისკუსიებში, მათ შორის, კონცეფციის და შინაარსის ცვლილებებთან დაკავშირებით. ყველა ავტორის სახელით, მადლიერებას გამოვხატავ მესამე გამოცემის თითოეულ თავში მათ მიერ შეტანილი წვლილისთვის.

ჩვენმა მთავარმა რედაქტორებმა – ჯონ არმორმა და ლუკა ენრიკესმა – პირდაპირი მნიშვნელობით, შესაძლებელი გახადეს წიგნის მესამედ გამოცემა, დაახლოებით იმავე ინტერვალის დაცვით, რაც პირველ და მეორე გამოცემებს აშორებთ. ჯონმა და ლუკამ არა მარტო უდიდესი წვლილი შეიტანეს მესამე და წინა გამოცემათა მომზადებაში, მათ ასევე ღირსეულად უხელმძღვანელეს გამოცემის მომზადებას გასული რამდენიმე წლის განმავლობაში, დააბალანსეს გვერდების ოდენობის ზრდის ცენტრისკენული ძალები და, საბოლოო რედაქტირებით, ერთიანი, გამორჩეული ხმა შესძინეს წიგნის ყველა თავსა და თანაავტორს. თუკი მეცნიერების კოორდინირება, ძველი გამოთქმის არ იყოს, კატების მწყემსვის მსგავსია, მაშ, მათი ძალისხმევის ერთი მიზნისკენ მიმართვა, მათი ტექსტების შემცირება-გასწორებაზე ზრუნვასთან ერთად, კატების მოვლა-პატრონობას და, თანაც, მწყობრად სიარულში მათ დარწმუნებას უნდა გავუთანაბროთ.

ამ ყველაფრისთვის ყველა ჩვენგანი ძალზე მადლიერია. „ანატომიის“ ამ გამოცემის ციტირება უნდა მოხდეს როგორც: ჯონ არმორი, ლუკა ენრიკესი და სხვ., კორპორაციული სამართლის ანატომია: შედარებითი და ფუნქციური მიდგომა (მე-3 გამოც., Oxford University Press 2017).

რაინერ კრაკმანი
ჰარვარდის სამართლის სკოლა
სექტემბერი, 2016

შენიშვნა:

* *ავტორის კომენტარი:* თეორია, რომლის თანახმად ხდება პოლიტიკურად და სოციალურად განსხვავებული სისტემების დაახლოება მათი მომავალში გაერთიანების მიზნით ისე, რომ შენარჩუნდეს თითოეულის პოზიტიური მახასიათებლები.

სარჩევი

სამადლობელი სიტყვა v
ავტორები xvii

1. რა არის საკორპორაციო სამართალი? 1
ჯონ არმორი, ჰენრი ჰანსმანი, რაინერ კრაკმანი, მარიანა პარგენდლერი

1.1 შესავალი 1
1.2 რა არის კორპორაცია? 7
1.2.1 იურიდიული პირი 7
1.2.2 შეზღუდული პასუხისმგებლობა 12
1.2.3 მიმოქცევადი წილები 14
1.2.4 დელეგირებული მმართველობა ბორდის ფორმით 16
1.2.5 ინვესტორთა საკუთრება 19
1.3 საკორპორაციო სამართლის წყაროები 22
1.3.1 სპეციალური და ნაწილობრივი კორპორაციული ფორმები 23
1.3.2 სამართლის სხვა წყაროები 24
1.4 კანონი თუ ხელშეკრულება საკორპორაციო ურთიერთობებში 26
1.4.1 იმპერატიული კანონები თუ დისპოზიციური ნორმები 27
1.4.2 სამართლებრივი წესების სარგებელი 30
1.4.3 სამართლებრივი რეჟიმის არჩევა 32
1.5 რა არის საკორპორაციო სამართლის ამოცანა? 35
1.6 რა ძალები აყალიბებენ საკორპორაციო სამართალს? 38

2. წარმომადგენლობის პრობლემები და სამართლებრივი გადაჭრის გზები 44
ჯონ არმორი, ჰენრი ჰანსმანი, რაინერ კრაკმანი

2.1 წარმომადგენლობის სამი პრობლემა 44
2.2 სამართლებრივი სტრატეგიები წარმომადგენლობის ხარჯების შესამცირებლად 47
2.2.1 წესები და სტანდარტები 50
2.2.2 ურთიერთობის დაწყებისა და დასრულების პირობების დადგენა 51
2.2.3 ნდობა და ჯილდო 54
2.2.4 დანიშვნა და გათავისუფლება 57
2.2.5 ინიციირება და დამტკიცება (რატიფიკაცია) 57
2.2.6 *Ex post* და *ex ante* სტრატეგიები 58
2.3 ინფორმაციის სავალდებულო ღიაობა 59
2.4 შესაბამისობა და აღსრულება 61
2.4.1 აღსრულება და ჩარევა 61

2.4.2 აღსრულების ინიციატორები 62
2.4.3 ჯარიმები 67
2.5 სამართლებრივი სტრატეგიები კორპორაციულ კონტექსტში 69
2.6 სისტემური განსხვავებები 71

3. მთავარი მმართველობითი სტრუქტურა: აქციონერები, როგორც სტეიკჰოლდერები 74
ჯონ არმორი, ლუკა ენრიკესი, ჰენრი ჰანსმანი, რაინერ კრაკმანი

3.1 დელეგირებული მმართველობა და კორპორაციული ბორდები 75
3.2 დანიშვნისა და გადაწყვეტილების მიღების უფლებები 78
3.2.1 დირექტორების დანიშვნა 80
3.2.2 დირექტორების გათავისუფლება 83
3.2.3 გადაწყვეტილების მიღების უფლებები 86
3.2.4 აქციონერთა კოორდინაცია 89
3.3 წარმომადგენელთა მოტივირება 94
3.3.1 რწმუნებულებითი სტრატეგია: დამოუკიდებელი დირექტორები 95
3.3.2 ჯილდოს სტრატეგია: აღმასრულებლების ანაზღაურება 101
3.4 სამართლებრივი შეზღუდვები და აფილირების უფლებები 105
3.4.1 შეზღუდვების სტრატეგია 106
3.4.2 კორპორაციულ მართვასთან დაკავშირებული ინფორმაციის ღიაობა 110
3.5 იურისდიქციებში განსხვავებათა მიზეზები 111

4. მმართველობის ძირითადი სტრუქტურა: მინორიტარი აქციონერები და არააქციონერი ჯგუფები 120
ჯონ არმორი, ჰენრი ჰანსმანი, რაინერ კრაკმანი, მარიანა პარგენდლერი

4.1 წარმომადგენლობის სამი პრობლემა 121
4.1.1 აქციონერების დანიშვნის უფლებები და გადახვევა წესიდან – ერთი აქცია შეესაბამება ერთ ხმას 121
4.1.2 მინორიტარი (უმცირესობაში მყოფი) აქციონერების გადაწყვეტილების მიღების უფლებები 127
4.1.3 წახალისების სტრატეგია: მინდობილი პირი და თანასწორობა 129
4.1.4 შეზღუდვები და აფილირების უფლებები 134
4.2 დასაქმებულთა დაცვა 135
4.2.1 დანიშვნისა და გადაწყვეტილების უფლებების სტრატეგია 137
4.2.2 წახალისებისა და შეზღუდვების სტრატეგია 140

4.3 გარე ინტერესთა ჯგუფების დაცვა 141
4.3.1 აფილირების სტრატეგიები 143
4.3.2 დანიშვნისა და გადაწყვეტილების მიღების სტრატეგიები 145
4.3.3 წახალისებისა და შეზღუდვის სტრატეგია 149
4.4 იურისდიქციული მსგავსებებისა და განსხვავებების მიზეზები 153
4.4.1 დაწერილი სამართალი 154
4.4.2 სამართალი პრაქტიკაში 157

5. გარიგებები კრედიტორებთან 166
ჯონ არმორი, ჰენრი ჰანსმანი, რაინერ კრაკმანი, მარიანა პარგენდლერი

5.1 ქონების გამიჯვნა და წარმომადგენლობის პრობლემა 167
5.1.1 ქონების გამიჯვნა და კორპორაციის კრედიტორები 167
5.1.2 აქციონერი-კრედიტორის წარმომადგენლობის პრობლემები 169
5.1.3 კრედიტორთა კოორდინაციისა და წარმომადგენლობითი პრობლემები 177
5.2 გადახდისუნარიანი საწარმოები 181
5.2.1 აფილირების სტრატეგია – ინფორმაციის სავალდებულო ღიაობა 181
5.2.2 წესების სტრატეგია: საწესდებო კაპიტალი 188
5.3 გადახდისუუნარო საწარმოები 193
5.3.1 სტანდარტების სტრატეგია 194
5.3.2 მმართველობის სტრატეგიები 206
5.4 საკუთრების რეჟიმი და კრედიტორთა დაცვა 213
5.4.1 რეგულაციური თუ სახელშეკრულებო კონტროლი გადახდისუნარიან საწარმოებში? 214
5.4.2 გაკოტრების სამართლის როლი 217

6. დაკავშირებულ პირთა შორის დადებული გარიგებები 219
ლუკა ენრიკესი, ჟერარ ჰერტიგი, ჰიდეკი კანდა, მარიანა პარგენდლერი

6.1 რატომ არის დაკავშირებულ პირთა შორის დადებული გარიგებები ნებადართული? 221
6.2 სამართლებრივი სტრატეგიები დაკავშირებულ პირთა შორის დადებულ გარიგებებთან მიმართებით 223
6.2.1 აფილაციის სტრატეგია 223
6.2.2 წარმომადგენლის წამახალისებელი გარემოებები 233
6.2.3 გადაწყვეტილების მიღების სტრატეგია: აქციონერის ხმის უფლება 239

6.2.4 წესების სტრატეგია: ინტერესთა კონფლიქტის შემცველი ტრანსაქციების აკრძალვა 243
6.2.5 სტანდარტების სტრატეგია: ერთგულების მოვალეობა და ჯგუფებს შორის ტრანსაქციების განხილვა 248
6.3 საკუთრების რეჟიმები და დაკავშირებულ პირთა შორის დადებული ტრანსაქციები 256

7. ფუნდამენტური ცვლილებები 264
ედვარდ როკი, პოლ დევისი, ჰიდეკი კანდა, რაინერ კრაკმანი, ვოლფ-გეორგ რინგე

7.1 რა ფუნდამენტური ცვლილებებია კორპორაციის სტეიკჰოლდერთა ურთიერთობაში 266
7.2 სარეგისტრაციო მონაცემებში ცვლილებების შეტანა 270
7.2.1 მენეჯმენტსა და აქციონერებს შორის კონფლიქტი სარეგისტრაციო განაცხადში ცვლილების შეტანის დროს 276
7.2.2 აქციონერთა უმრავლესობა-უმცირესობას შორის კონფლიქტი სარეგისტრაციო განაცხადში ცვლილების შეტანის დროს 277
7.3 აქციების გამოშვება 280
7.3.1 კონფლიქტი მენეჯერსა და აქციონერს შორის 280
7.3.2 კონფლიქტი უმრავლესობის მქონე და უმცირესობაში მყოფ აქციონერებს შორის 283
7.4 შერწყმები და გაყოფები 286
7.4.1 მენეჯმენტისა და აქციონერების კონფლიქტი შერწყმის გარიგებებისას 289
7.4.2 უმრავლესობაში მყოფი და უმცირესობაში მყოფი აქციონერების კონფლიქტი შერწყმისას 294
7.4.3 სხვა სტეიკჰოლდერების დაცვა შერწყმის განხორციელებისას 302
7.4.4 კორპორაციული გაყოფები 306
7.5 რეინკორპორაცია და გარდაქმნა 308
7.6 მნიშვნელოვანი ტრანსაქციების ზოგადი პირობები 314
7.7 სხვაობები რეგულაციებში ფუნდამენტური ცვლილებების განხორციელებისას 317

8. კონტროლის განმახორციელებელი ტრანსაქციები 321
პოლ დევისი, კლაუს ჰოპტი, ვოლფ-გეორგ რინგე

8.1 რეგულირების პრობლემები კონტროლის განმახორციელებელ ტრანსაქციებში 321

8.1.1 საკონტროლო (კონტროლის მომპოვებელი) ტრანსაქციები 321
8.1.2 წარმომადგენლობისა და კოორდინაციის საკითხები 324
8.2 წარმომადგენლობითი პრობლემები საკონტროლო ტრანსაქციების განხორციელებისას 331
8.2.1 ხმის უფლებების სტრატეგიის არჩევა: მხოლოდ აქციონერები თუ აქციონერები და ბორდი ერთობლივად 332
8.2.2 სამართლიანი მოპყრობისა და გადაწყვეტილების მიღებაში მონაწილეობის წესი 332
8.2.3 ერთობლივად გადაწყვეტილების მიღება 339
8.2.4 შეთავაზებამდე განხორციელებული თავდაცვითი ღონისძიებები 349
8.3 სამიზნე აქციონერებს შორის კოორდინაციის პრობლემები 353
8.3.1 ღიაობა 354
8.3.2 წარმომადგენლობითი სტრატეგია 356
8.3.3 დაჯილდოების (განაწილების) სტრატეგია 356
8.3.4 აქციათა გამოსყიდვის უფლებები: აქციათა შეძენის სავალდებულო შეთავაზების წესი (სავალდებულო შეთავაზების წესი) და შეთავაზების შესაძლებლობის ღიაობა 358
8.3.5 უმცირესობაში მყოფი აქციონერების, რომლებიც არ პასუხობენ შეთავაზებას, აქციების შეძენა 363
8.4 კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერების შეძენასთან დაკავშირებული სპეციფიკური საკითხები 365
8.4.1 გასვლის უფლება და ფულის (მოგების) განაწილება 366
8.4.2 კომპანიების, რომელთაც ჰყავთ კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერი, შეთავაზებების ორგანიზება 370
8.5 სხვაობა კონტროლის განმახორციელებელი ტრანსაქციების რეგულაციებში 374
8.5.1 სხვაობა ფორმასა და შინაარსში 376
8.5.2 განსხვავებული მარეგულირებელი გარემო 376
8.5.3 პოლიტიკური ეკონომიკის მსჯელობები 379
8.5.4 მარეგულირებელი გაურკვევლობა 381

9. საკორპორაციო სამართალი და ფასიანი ქაღალდების ბაზარი 384
ლუკა ენრიკესი, ჟერარ ჰერტიგი, რაინერ კრაკმანი ედვარდ როკი

9.1 ფასიანი ქაღალდების სამართალი და სამართლებრივი სტრატეგიები 386
9.1.1 რატომ ფასიანი ქაღალდების სამართალი? 386

9.1.2 აფილირების პირობათა სტრატეგიები 388
9.1.3 მმართველობა და რეგულაციური სტრატეგიები 405
9.2 ფასიანი ქაღალდების აღსრულება 410
9.2.1 საჯარო აღსრულება 410
9.2.2 კერძო აღსრულება 412
9.2.3 კორპორაციის ინტერესების გამტარებლების კონტროლი 417
9.3 დაახლოება და სიმტკიცე ფასიანი ქაღალდების სამართალში 419

10. საკორპორაციო სამართლის ანატომიის მიღმა 424
ჯონ არმორი, ლუკა ენრიკესი, მარიანა პარგენდლერი, ვოლფ-გეორგ რინგე

10.1 ანალიზის მიღმა 424
10.2 ფარგლებს მიღმა 426
10.3 აწმყოს მიღმა 428

ტერმინთა განმარტება 434

ავტორები

ჯონ არმორი სამართლისა და ფინანსების დარგში ოქსფორდის „ჰოგან ლოველის“ პროფესორი და ევროპის კორპორაციული მართვის ინსტიტუტის წევრია. მანამდე იგი კემბრიჯის უნივერსიტეტის იურიდიული ფაკულტეტის პროფესორი და ბიზნესკვლევების ინტერდისციპლინური ცენტრის წევრი იყო. მას სტუმარი პროფესორისა და მკვლევრის პოზიცია ეკავა სხვადასხვა ინსტიტუტში, მათ შორის: ჩიკაგოს უნივერსიტეტში, კოლუმბიის სამართლის სკოლაში, ფრანკფურტის უნივერსიტეტში, ჰამბურგის შედარებითი კერძო სამართლის მაქს პლანკის ინსტიტუტში და პენსილვანიის უნივერსიტეტის სამართლის სკოლაში. მისი მთავარი სამეცნიერო ინტერესის სფეროს განეკუთვნება სამეწარმეო სამართალი, კორპორაციის გადახდისუუნარობა და საფინანსო რეგულირება. ამ სფეროებში მას მრავალრიცხოვანი პუბლიკაციები ეკუთვნის. იგი ჩართული იყო გაერთიანებული სამეფოს ვაჭრობისა და მრეწველობის დეპარტამენტის, ფინანსური მომსახურების სააგენტოსა და გადახდისუუნარობის სამსახურის, ერთა თანამეგობრობის სამდივნოსა და მსოფლიო ბანკის მიერ განხორციელებულ სამართლებრივ პროექტებში. ამჟამად იგი ევროკომისიის სამეწარმეო სამართლის არაფორმალური საექსპერტო ჯგუფის წევრია.

პოლ დევისი ოქსფორდის უნივერსიტეტის ჰარისის მანჩესტერ კოლეჯის კომერციული სამართლის ცენტრის უფროსი მკვლევარია. 2009–2014 წლებში იგი იყო ოქსფორდის უნივერსიტეტის „ალენ & ოვერის“ პროფესორი კორპორაციულ სამართალში. 1998-იდან 2009 წლამდე „კასელის“ პროფესორი კომერციულ სამართალში ლონდონის ეკონომიკისა და პოლიტიკურ მეცნიერებათა სკოლაში. კომპანიების აქტის 2006 წლის რეფორმის მომზადების პერიოდში პოლ დევისი იყო სამეწარმეო სამართლის რეფორმის წარმმართველი ჯგუფის წევრი; ახლო წარსულში კი მონაწილეობდა დიდი ბრიტანეთის ხაზინის სამართლებრივ პოლიტიკასთან დაკავშირებულ საქმიანობაში. მისი უახლესი ნაშრომებია: გოვერის და დევისის მე-10 გამოცემა, თანამედროვე სამეწარმეო სამართლის პრინციპები (Sweet & Maxwell 2016, სარა ვორთინგტონთან ერთად) და სამეწარმეო სამართლის შესავალი (მე-2 გამოცემა, OUP 2010). იგი ევროპის კორპორაციული მართვის ინსტიტუტისა და ბრიტანული აკადემიის წევრი და დედოფლის საპატიო მრჩეველია.

ლუკა ენრიკესი ოქსფორდის უნივერსიტეტის იურიდიული ფაკულტეტის „ალენ & ოვერის“ პროფესორი და ECGI-ის მკვლევარია. იგი იყო ბოლონიის უნივერსიტეტისა და LUISS-რომის ბიზნესსამართლის პროფესორი; 2007-იდან 2012 წლამდე მუშაობდა Consob-ის, იტალიის ფასიანი ქაღალდების კომისიის კომისიონერად; იგი ასევე იყო სტუმარი პროფესორი სხვადასხვა ინსტიტუტში, მათ შორის: ჰარვარდის სამართლის სკოლაში, Instituto de Impresa-ში (მადრიდი) და ჰერცლიას ინტერდისციპლინურ ცენტრში. გამოქვეყნებული აქვს რამდენიმე წიგნი და სტატია საკორპორაციო სამართლის, კორპორაციული მართვისა და საფინანსო რეგუ-

ლაციების საკითხებზე. მისი უახლესი პუბლიკაციებია: *Creeping Acquisitions in Europe: Enabling Companies to Be Better Safe than Sorry* (მატეო გატისთან ერთად), 15 Journal of Corporate Law Studies 55 (2015) და *Disclosure and Financial Market Regulation* (სერჯიო გილოტასთან ერთად), in The Oxford Handbook of Financial Regulation (OUP 2015); იგი თანაავტორია წიგნისა – Principles of Financial Regulation (OUP 2016) – ჯონ არმორთან, პოლ დევისსა და სხვებთან ერთად.

ჰენრი ჰანსმანი იელის სამართლის სკოლის ოსკარ მ. რუბჰაუზენის პროფესორია. მის მთავარ სამეცნიერო ინტერესს განეკუთვნება ორგანიზაციული საკუთრებისა და სტრუქტურის სამართალი და ეკონომიკა სხვადასხვა სახის იურიდიულ პირში, მათ შორის: სამეწარმეო თუ არასამეწარმეო, საჯარო თუ კერძო. იგი იყო პროფესორი და სტუმარი პროფესორი ჰარვარდის უნივერსიტეტში, ნიუ-იორკის უნივერსიტეტსა და პენსილვანიის უნივერსიტეტის სამართლის სკოლაში. მის უახლეს პუბლიკაციებს შორისაა: *Legal Entities as Transferable Bundles of Contracts* (კენეთ აიოტთან ერთად), 111 Michigan Law Review 715 (2013) და *External and Internal Asset Partitioning: Corporations and Their Subsidiaries* (რიჩარდ სქუაირთან ერთად), in Jeffrey Gordon and Georg Ringe (eds.), The Oxford Handbook of Corporate Governance (OUP 2017). იგი ამერიკის ხელოვნებისა და მეცნიერების აკადემიის და ევროპის კორპორაციული მართვის ინსტიტუტის წევრია.

ჟერარ პერტიგი ETH ციურიხის სამართლის პროფესორი და ECGI-ის მკვლევარია, მანამდე ადმინისტრაციული სამართლის პროფესორი და ჟენევის უნივერსიტეტის სამართლის სკოლის – Centre d'Etudes JuridiquesEuropéennes – დირექტორი იყო (1987–1995). იგი სტუმარი პროფესორის რანგში თანამშრომლობდა აზიის, ევროპისა და აშშ-ის წამყვან სამართლის სკოლებთან და, როგორც ჟენევის ადვოკატურის წევრი, ეწეოდა საადვოკატო საქმიანობას. მის უახლეს პუბლიკაციებს შორისაა: Decision-Making During the Crisis: Why Did the Treasury Let Commercial Banks Fail? (ეტორე კროცსა და ერიკ ნოვაკთან ერთად) Journal of Empirical Finance (2016); Governance by Institutional Investors in a Stakeholder World, in The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance (OUP 2017); Shadow Resolutions as a No-No in a Sound Banking Union, ლუკა ენრიკესთან ერთად, in Financial Regulation: A Transatlantic Perspective (CUP, 2015).

კლაუს ჰოპტი იყო მაქს პლანკის შედარებითი და საერთაშორისო კერძო სამართლის ინსტიტუტის (ჰამბურგი, გერმანია) დირექტორი. მისი სპეციალიზაციის სფეროებია: კომერციული სამართალი, საკორპორაციო სამართალი, საბანკო და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირება. იგი სამართლის პროფესორის თანამდებობას იკავებდა: ტიუბინგენში, ფლორენციაში, ბერნსა და მიუნხენში; როგორც პროფესორი, სტუმრობდა ევროპის, იაპონიისა და აშშ-ის მრავალ უნივერსიტეტს, მათ შორის: პენსილვანიის, ჩიკაგოს უნივერსიტეტებს, NYU-ს, ჰარვარდს, კოლუმბიას, ასევე იყო სააპელაციო სასამართლოს მოსამართლე შტუტგარტში

(გერმანია). იგი იყო ევროკომისიის მიერ ჩამოყალიბებული მაღალი დონის ექსპერტთა ჯგუფის წევრი, რომელიც ევროკავშირის საკორპორაციო და საწარმოს შეძენის სამართლის რეფორმაზე მუშაობდა. იგი გერმანიის ეროვნული აკადემიის (ლეოპოლდინა) წევრია. მის უახლეს პუბლიკაციებს მიეკუთვნება: Comparative Corporate Governance (CUP, 2013, ანდრეას ფლეკნერთან ერთად (რედაქტორები)) და Corporate Boards in Law and Practice (OUP, 2013, პოლ დევისთან და სხვ. ერთად (რედაქტორები)).

ჰიდეკი კანდა 2016 წლიდან გაკუშუინის უნივერსიტეტის სამართლის სკოლის პროფესორია. მისი სპეციალიზაციის სფეროს მიეკუთვნება კომერციული სამართალი, საკორპორაციო სამართალი, საბანკო და ფასიანი ქაღალდების რეგულაციები. 2006 წლამდე იგი ტოკიოს უნივერსიტეტის პროფესორი იყო, ასევე სტუმარი პროფესორის რანგში საქმიანობდა ჩიკაგოს უნივერსიტეტსა (1989, 1991, და 1993) და ჰარვარდის სამართლის სკოლაში (1996). მისი უახლესი პუბლიკაციებია: Recent publications include Corporate Law (18th edn., Kobundo, 2016, იაპონურ ენაზე), Comparative Corporate Governance (OUP, 1998, კლაუს ჰოპტთან და სხვ. ერთად (რედ.)), და Economics of Corporate Law (University of Tokyo Press, 1998, იოშირო მივასა და ნორიუკი იანაგავასტასთან ერთად (რედ.) იაპონურ ენაზე).

რაინიერ კრაკმანი ჰარვარდის სამართლის სკოლის ეზრა რიფლი თრეიერის პროფესორი და ევროპული კორპორაციული მართვის ინსტიტუტის წევრია. იგი კორპორაციული სამართლისა და კორპორაციული პასუხისმგებლობის რეჟიმების ეკონომიკური ანალიზის საკითხებზე მრავალი სამეცნიერო სტატიის ავტორია, ასწავლის საკორპორაციო სამართალს, კორპორაციულ ფინანსებს და უძღვება სემინარებს კორპორაციული სამართლის თეორიასა და შედარებით კორპორაციულ მართვაში. იგი უილიამ თი. ალენთან ერთად ავტორია წიგნისა – Commentaries and Cases in the Law of Business Corporations, რომლის მე-5 გამოცემა 2016 წელს გამოვიდა (Wolters Kluwer). მისი უფრო ახალი პუბლიკაციებია: *Market Efficiency after the Financial Crisis: It's Still a Matter of Information Costs* (რონალდ ჯეი. გილსონთან ერთად), 100 Virginia Law Review 313 (2014); *Economic Policy and the Vicarious Liability of Firms*, in Research Handbook on the Economics of Torts (Edgar Elgar, 2013); *Law and the Rise of the Firm* (ჰენრი ჰანსმანსა და რიჩარდ სქუირთან ერთად), 119 Harvard Law Review 1333 (2006); *Property, Contract, and Verification: The* Numerus Clausus *Problem and the Divisibility of Rights* (ჰენრი ჰანსმანთან ერთად), 31 Journal of Legal Studies S373 (2002).

მარიანა პარგენდლერი სან-პაულუს FGV სამართლის სკოლის (FGV Direito SP) პროფესორია, სადაც სამართლის, ეკონომიკისა და მმართველობის ცენტრს ხელმძღვანელობს. იგი ასევე გლობალის ასოცირებული პროფესორია ნიუ-იორკის უნივერსიტეტის სამართლის სკოლაში, სტუმრობდა პროფესორის რანგში სტენფორდის უნივერსიტეტს. კორპორაციული სამართლისა და მართვის საკითხებზე

მრავალი სტატიის ავტორია. მისი მთავარი ახალი პუბლიკაციებია: *The Evolution of Shareholder Voting Rights: Separation of Ownership and Consumption* (ჰენრი ჰანსმანთან ერთად), 123 Yale Law Journal 948 (2014); *Politics in the Origins: The Making of Corporate Law in Nineteenth-Century Brazil*, 60 American Journal of Comparative Law 805 (2013); *State Ownership and Corporate Governance*, 80 Fordham Law Review 2917 (2012).

ვოლფ-გეორგ რინგე ჰამბურგის უნივერსიტეტის სამართლის პროფესორია, სადაც სამართლისა და ეკონომიკის ინსტიტუტს ხელმძღვანელობს. იგი ასევე ოქსფორდის უნივერსიტეტის სამართლის სკოლის სტუმარი პროფესორია. 2012-2017 წლებში კოპენჰაგენის უნივერსიტეტის ბიზნესსკოლის საერთაშორისო კომერციული სამართლის პროფესორი იყო. მას ასევე აქვს სტუმარი პროფესორის რანგში საქმიანობის გამოცდილება ევროპისა და ჩრდილოეთ ამერიკის უნივერსიტეტებში, მათ შორის: კოლუმბიის სამართლის სკოლასა და ვანდერბილტის უნივერსიტეტში. პროფესორი რინგე რედაქტორია ახალი Journal of Financial Regulation-ისა, რომელიც OUP-ის მიერ 2015 წლიდან გამოიცემა. იგი თანამშრომლობს როგორც ევროკომისიასთან, ასევე ევროპის პარლამენტთან ევროპული საკორპორაციო სამართლის პოლიტიკის საკითხებთან დაკავშირებით. ამჟამად მის ინტერესთა სფეროშია: სამართალი და ფინანსები, შედარებითი კორპორაციული მართვა, კაპიტალისა და ფინანსური ბაზრები და კოლიზიური სამართალი. მის უახლეს პუბლიკაციებს შორისაა: The Deconstruction of Equity (OUP 2016) და The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance (OUP 2017, ჯეფრი გორდონთან ერთად (რედ.)).

ედვარდ როკი ნიუ-იორკის უნივერსიტეტის სამართლის სკოლის პროფესორი და კორპორაციული მართვისა და ფინანსების ინსტიტუტის დირექტორია. მისი მდიდარი ბიბლიოგრაფია ეხება საკორპორაციო სამართალს. იგი იყო მაინის ფრანკფურტის, იერუსალიმის, კოლუმბიის უნივერსიტეტების სტუმარი პროფესორი და ეწეოდა საადვოკატო პრაქტიკას, როგორც პენსილვანიის ადვოკატთა ასოციაციის წევრი. მის უახლეს პუბლიკაციებში შედის: Does Majority Voting Improve Board Accountability? (სტივენ ჩოისთან, ჯილ ფიშთან და მარსელ კაჰანთან ერთად), 83 University of Chicago Law Review 1119 (2016); Institutional Investors in Corporate Governance, in The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance (OUP 2017); Symbolic Corporate Governance Politics (მარსელ კაჰანთან ერთად), 94 Boston University Law Review 1997 (2014).

1

რა არის საკორპორაციო სამართალი?

ჯონ არმორი, ჰენრი ჰანსმანი, რაინერ კრაკმანი, მარიანა პარგენდლერი

1.1 შესავალი

რა არის სხვადასხვა იურისდიქციის საკორპორაციო (ან სამეწარმეო) სამართლის *საერთო სტრუქტურა*? ამ შეკითხვას საკორპორაციო სამართლის მკვლევრები იშვიათად სვამენ, თუმცა მას ამ საკითხის შედარებითი კვლევისთვის გადამწყვეტი მნიშვნელობა აქვს. არსებულ ნაშრომებში ხშირად ხაზგასმით აღინიშნება განსხვავება ევროპულ, ამერიკულ, იაპონურ და ახალი საბაზრო ეკონომიკის კორპორაციებს შორის კორპორაციული მართვის, აქციათა მესაკუთრეობის, კაპიტალის ბაზრისა და სამეწარმეო კულტურის თვალსაზრისით.[1] იურისდიქციებს შორის არსებული საგრძნობი განსხვავებების მიუხედავად, კორპორაციული ფორმის ერთგვაროვნება, რომელიც მათ საფუძვლად უდევს, არანაკლებ შთამბეჭდავია. ყველა იურისდიქციაში ბიზნესკორპორაციებს არსებითად მსგავსი სამართლებრივი მახასიათებლები აქვთ და არსებითად მსგავსი სამართლებრივი პრობლემების წინაშე დგანან.

ამასთან დაკავშირებით გავიხსენოთ ბიზნესკორპორაციის ძირითადი იურიდიული მახასიათებლები. ჩვენს შემდგომ მსჯელობას წინ რომ გავუსწროთ, არსებობს ბიზნესკორპორაციის ასეთი ხუთი სამართლებრივი მახასიათებელი, რომელთა უმრავლესობასაც ადვილად ამოიცნობს ნებისმიერი, ვისთვისაც ცნობილია სამეწარმეო საქმიანობასთან დაკავშირებული საკითხები. ესენია: სამართალსუბიექტურობა, შეზღუდული პასუხისმგებლობა, წილების/აქციების მიმოქცევადობა, დელეგირებული მმართველობა ბორდის ფორმით და ინვესტორთა საკუთრება. ეს მახასიათებლები შეესაბამება – იმ ფორმებით, რომლებსაც განვიხილავთ, – თანამედროვე მსხვილი საწარმოს ეკონომიკურ მოთხოვნებს. შესაბამისად, საკორპორაციო სამართალი, სადაც

[1] იხ. მაგალითად: Ronald J. Gilson and Mark J. Roe, Understanding the Japanese Keiretsu: Overlaps Between Corporation Governance and Industrial Organization, 102 Yale Law Journal 871 (1993); Bernard S. Black and John C. Coffee, Hail Britannia? Institutional Investor Behavior Under Limited Regulation, 92 Michigan Law Review 1997 (1994); Varieties of Capitalism (Peter A. Hall and David Soskice eds., 2001); Mark J. Roe, Political Determinants of Corporate Governance (2003); Corporate Governance in Context: Corporations, States, and Markets in Europe, Japan, and the US (Klaus J. Hopt et al. eds., 2005); Comparative Company Law: A Case-Based Approach (Mathias Siems and David Cabrelli eds., 2013).

არ უნდა იყოს, სწორედ ამ მოთხოვნებს უნდა მოერგოს. რასაკვირველია, არსებობს სხვა სამეწარმეო ფორმები, რომლებსაც ამ მახასიათებლებიდან ერთი ან რამდენიმე არ გააჩნიათ. თუმცა აღსანიშნავი ფაქტია, – და ფაქტი, რომლის ხაზგასმაც გვსურს, – რომ საბაზრო ეკონომიკის პირობებში თითქმის ყველა მსხვილი საწარმო ირჩევს სამართლებრივ ფორმას, რომელსაც ხუთივე ძირითადი მახასიათებელი აქვს. თუმცა მცირე ერთობლივი საკუთრების საწარმოებიც ირჩევენ ამ სამართლებრივ ფორმას, ისინი ხანდახან, მათი სპეციალური საჭიროებიდან გამომდინარე, გადაუხვევენ ხუთი ძირითადი მახასიათებლიდან და ირჩევენ მხოლოდ ერთს ან რამდენიმეს.

აქედან გამომდინარეობს, რომ საკორპორაციო სამართლის მთავარი ფუნქცია არის საწარმოებისთვის ისეთი სამართლებრივი ფორმის შეთავაზება, რომელსაც აღნიშნული ხუთივე საკვანძო მახასიათებელი აქვს. იმის გამო, რომ ეს ფორმა ფართოდ ხელმისაწვდომი და მოქნილია, საკორპორაციო სამართალი საშუალებას აძლევს ბიზნესის მონაწილეებს, ადვილად განახორციელონ გარიგებები კორპორაციული ფორმის საშუალებით და, შესაბამისად, შეამცირონ ბიზნესის ხარჯები. რასაკვირველია, იმ დებულებათა რაოდენობა, რომლებიც ტიპურ სამეწარმეო კანონში ეთმობა საკორპორაციო ფორმის განმარტებას, დიდი ალბათობით, ამ კანონის მხოლოდ მცირე ნაწილს წარმოადგენს.[2] მიუხედავად ამისა, სწორედ ეს დებულებები შეადგენს საკორპორაციო სამართლის იურიდიულ ბირთვს, რომელიც საერთოა ყველა იურისდიქციისთვის. ამ თავში ჩვენ მოკლედ მიმოვიხილავთ სახელშეკრულებო ეფექტიანობის იმ მაგალითებს, რომლებიც საკორპორაციო ფორმის ამ ხუთ მახასიათებელს უკავშირდება და, რომლებიც, ჩვენი აზრით, საფუძვლად დაედო საკორპორაციო ფორმის გლობალურ წარმატებას.

წიგნში მთავარ ყურადღებას დავუთმობთ არა საკორპორაციო ფორმის ამ ძირითად მახასიათებლებს, არამედ საკორპორაციო სამართლის მეორე, არანაკლებ მნიშვნელოვან ფუნქციას: კერძოდ, საკორპორაციო ფორმის მეშვეობით ბიზნესის ჩამოყალიბებისა და წარმართვის მიმდინარე ხარჯების შემცირებას. საკორპორაციო სამართალი ამ მიზანს კორპორაციის მონაწილეებს შორის კოორდინაციის ხელშეწყობით და სხვადასხვა დაინტერესებული ჯგუფის საზიანო ოპორტუნისტული ქცევის ფარგლების შემცირებით აღწევს. როგორც 1.2 ნაწილში განვიხილავთ, შეიძლება, მივიჩნიოთ, რომ ნებისმიერი საკორპორაციო სამართლის საკვანძო მახასიათებლები ხელს უწყობს საწარმოს ფორმით საქმიანობის განხორციელებასთან დაკავშირებული ხარჯების შემცირებას ბიზნესის მონაწილეებისთვის.[3]

[2] ტერმინ „სამეწარმეო კანონში“ ვგულისხმობთ იმ ზოგად კანონებს, რომლებიც არეგულირებენ კორპორაციებს და არა ინდივიდუალური კორპორაციის წესდებას (ან „სადამფუძნებლო შეთანხმებას“, როგორც ამ დოკუმენტს ხანდახან მოიხსენიებენ).

[3] ამაში შედის სახელშეკრულებო მხარეების მოძებნისა და შესაბამისი ხელშეკრულებების მოლაპარაკებებისა და შედგენის ხარჯები. მართალია, ამ ხარჯებს ხშირად „ტრანსაქციულ დანახარჯებს“ უწოდებენ, თუმცა, დაბნეულობის თავიდან ასაცილებლად, ჩვენ განზრახ თავს

საკორპორაციო სამართლის უდიდესი ნაწილი პასუხობს ოპორტუნიზმის სამ ძირითად გამოვლინებას, რომლებიც კორპორაციულ ფორმას განუყოფლად ახასიათებს: კონფლიქტები მმართველებსა და აქციონერებს შორის, მაკონტროლებელ (დომინანტ) და არამაკონტროლებელ (მინორიტარ) აქციონერებს შორის და აქციონერებსა და კორპორაციის სხვა სახელშეკრულებო მხარეებს შორის, რაშიც, უპირველესად, ვგულისხმობთ კრედიტორებსა და დასაქმებულებს. ეს სამივე არსებითი კონფლიქტი, ზოგადად, შეიძლება დახასიათდეს, ეკონომისტების ტერმინი რომ გამოვიყენოთ, როგორც „წარმომადგენლობის პრობლემები“. მე-2 თავში წარმომადგენლობის სამივე პრობლემას განვიხილავთ, როგორც ზოგადად, ისე კორპორაციულ კონტექსტში, და მიმოვიხილავთ სამართლებრივ სტრატეგიებს, რომლებიც შეიძლება გამოვიყენოთ ამ პრობლემების გადასაჭრელად.

მკითხველმა შეიძლება არ გაიზიაროს, რომ კოორდინაციის ხარჯებისა და წარმომადგენლობის კონფლიქტის ეს სამი სახე მაინცდამაინც „კორპორაციული“ საკითხებია. ზოგადად, *ნებისმიერი* ერთობლივი საქმიანობა აწყდება კოორდინაციის ხარჯებს და წარმოშობს კონფლიქტებს მის მფლობელებს, მმართველებსა და გარე სახელშეკრულებო მხარეებს შორის. ამას ვეთანხმებით. თუმცა, რამდენადაც კორპორაცია ერთობლივ საკუთრებაში არსებული საწარმოს მხოლოდ ერთ-ერთი სამართლებრივი ფორმაა, ის იმავე ზოგადი ფუნქციური გამოწვევების წინაშეა, როგორც ყველა სხვა ერთობლივი კონტროლის ქვეშ მყოფი ფირმა. მიუხედავად ამისა, კორპორაციული ფორმის კონკრეტულ მახასიათებლებს დიდი მნიშვნელობა აქვს, რადგანაც მსხვილი საწარმოების უმრავლესობა ამ ფორმას ირჩევს – და, პრაქტიკული თვალსაზრისითაც, ბევრ იურისდიქციაში მრავალრიცხოვანი მესაკუთრეების მქონე საწარმოებს ამ ერთადერთი ფორმის არჩევის შესაძლებლობა აქვთ.[4] ჩვენი აზრით, სწორედ კორპორაციული ფორმის განსაკუთრებული მახასიათებლების გამო ეს ფორმა უნიკალურად ეფექტურად ახერხებს საკოორდინაციო ხარჯების მინიმიზაციას. ამასთან, იგივე მახასიათებლები უდევს საფუძვლად წარმომადგენლობის პრობლემათა თავისებურებებსაც. მაგალითად, აქციონერები სარგებლობენ შეზღუდული პასუხისმგებლობით, – მაშინ, როცა გენერალური ამხანაგობის პარტნიორებს იგივე დაცვა არ აქვთ, – კრედიტორთა დაცვას ტრადიციულად უფრო მეტი მნიშვნელობა ენიჭება საკორპორაციო სამართალში, ვიდრე ამხანაგური ტიპის ფორმათა სამართალში. ამასთან, კორპორაციის ინვესტორების მიერ თავიანთი აქციებით ვაჭრობის შესაძლებლობა

ვიკავებთ ამ ტერმინის გამოყენებისგან, რადგან ის უფრო ფართო მნიშვნელობითაც გამოიყენება განსხვავებულ კონტექსტში.

[4] ეს ასეა, რადგან იურისდიქციათა უმრავლესობაში მხოლოდ კორპორაციებს აქვთ კაპიტალის ბაზრიდან ფინანსების მოზიდვის უფლება. თუმცა ამ ზოგადი წესიდან არსებობს გამონაკლისები. მაგალითად, აშშ-ში დაშვებულია ე.წ. „მასტერ“ შეზღუდული ამხანაგობებისა და შეზღუდული პასუხისმგებლობის კომპანიების საკუთარი კაპიტალის ფასიანი ქაღალდებით საჯარო ვაჭრობისთვის რეგისტრაცია.

საფონდო ბირჟაზე ანონიმური ვაჭრობის ფუნდამენტია, რამაც ხელი შეუწყო საკუთრების გამიჯვნას კონტროლისგან და ამ გზით უფრო გაამწვავა წარმომადგენლობის პრობლემა მმართველობასა და მესაკუთრეებს შორის.

ამ წიგნში განვიხილავთ საკორპორაციო სამართლის როლს კოორდინაციისა და წარმომადგენლობის პრობლემათა მინიმიზაციაში, რადგან სწორედ იგი განაპირობებს კორპორაციული ფორმის სარგებლიანობას კორპორაციული გადაწყვეტილებისა და ქმედების უმნიშვნელოვანესი კატეგორიების კონტექსტში. კერძოდ, მე-3 და მე-9 თავებში განხილულია გარიგებებისა და გადაწყვეტილებების შვიდი კატეგორია, რომლებშიც მონაწილეობენ კორპორაცია, მისი მესაკუთრეები, მმართველები და გარე კონტრაჰენტები. საწარმოს საქმიანობის ამ კატეგორიათა უმრავლესობა კვლავაც ზოგადი, და არამხოლოდ კორპორაციული, ხასიათისაა. მაგალითად, მე-3 და მე-4 თავები განიხილავენ მმართველობით მექანიზმებს, რომლებიც საწარმოს ჩვეულებრივ ბიზნესგადაწყვეტილებებს ეხება, როდესაც მე-5 თავი ყურადღებას უთმობს დაცვის ბერკეტებს კორპორაციისა და კრედიტორების ურთიერთობის ფარგლებში. თუმცა, როგორც უკვე აღვნიშნეთ, ერთობლივ საკუთრებაში არსებულ ყველა ფორმის საწარმოში, მსგავს კონტექსტში, მსგავსი წარმომადგენლობის პრობლემები წარმოიშობა – კორპორაციული სამართლის პასუხი მათზე განპირობებულია კორპორაციული ფორმის უნიკალური სამართლებრივი მახასიათებლებით.

წიგნის მომდევნო შვიდი თავი, ერთად აღებული, ფარავს საკორპორაციო სამართლის თითქმის ყველა მნიშვნელოვან პრობლემას. თითოეულ თავში აღვწერთ, თუ როგორ ვლინდება კორპორაციის საქმიანობის კოორდინაციის ხარჯები და წარმომადგენლობის პრობლემები. შემდეგ კი აღვწერთ შესაძლებელი სამართლებრივი რეაგირების ალტერნატივებს. ალტერნატიულ მიდგომებს წარმოვაჩენთ სხვადასხვა ცნობილი იურისდიქციის მაგალითზე. გამოვიკვლევთ გამოვლენილი მსგავსებებისა და განსხვავებების ნიმუშებს. იურისდიქციებს შორის თვალში საცემი განსხვავებების შემთხვევაში შევეცდებით, განვიხილოთ როგორც მათი წყარო, ასევე შედეგები. ჩვენი მაგალითები, უმთავრესად, მსხვილ ტიპურ იურისდიქციებს ეყრდნობა, რომელთაც „ძირითადი იურისდიქციები“ დავარქვით. ესენია: ბრაზილია, საფრანგეთი, გერმანია, იტალია, იაპონია, დიდი ბრიტანეთი და აშშ. თუმცა, აქა-იქ, კონკრეტული საკითხის გამოსაკვეთად, სხვა იურისდიქციების კანონმდებლობაზეც ვუთითებთ. შეუძლებელია, და არც გვიცდია, მცირე წიგნის ფარგლებში სრულყოფილად განგვეხილა მატერიალური საკორპორაციო სამართალი; ჩამოთვლილი იურისდიქციების სამართალზე მხოლოდ ანალიტიკური მიგნებების წარმოჩენისა და განვითარების მიზნით ვუთითებთ. ის, რომ, დიდწილად, ჩვენთვის ყველაზე უკეთ ცნობილ იურისდიქციებს ვეყრდნობით, ბუნებრივია, სუბიექტურობის ელემენტის არსებობასაც განაპირობებს. ჩვენი მიდგომა ევრისტიკული* მცდელობის გამოხატულებაა: მიზანია არა რომელიმე (მითუმე-

ტეს, არა ყველა) საკორპორაციო სამართლის ამომწურავი მიმოხილვა, არამედ მათ გასაგებად საერთო ენის პოვნა.

შედარებითი სამართლის საკითხებისადმი ფუნქციურ მიდგომაზე მკვეთრი აქცენტი ამ წიგნს განასხვავებს სხვა, უფრო ტრადიციული შედარებითსამართლებრივი კვლევებისგან, როგორც საკორპორაციო სამართალში, ასევე სხვა დარგებში.[5] იმით, რომ ვცდილობთ მეტად ინტეგრირებული ხედვის ჩამოყალიბებას საკორპორაციო სამართლის როლსა და სტრუქტურაზე, ვუერთდებით თანამედროვე ტენდენციას შედარებითი სამართლის მეცნიერებაში. ვცდილობთ, ჩამოვაყალიბოთ ნათელი, ზოგადი მონახაზი, რომლის ფარგლებშიც სხვადასხვა სისტემის ორგანიზება და აღქმა ხდება როგორც ცალკე, ასევე სხვებთან მიმართებით.[6] მეტიც, ხშირად სამართლებრივი კომპარატივისტიკა იურისდიქციებს შორის სხვაობებზე აკეთებს მთავარ აქცენტს; ჩვენი მიდგომა კი მსგავსებების ხაზგასმასაც გულისხმობს. იგი ნათელს ჰფენს ფუნდამენტურ სტრუქტურულ ერთგვაროვნებას, ეროვნული საზღვრების მიუხედავად. ის ასევე გვაძლევს საყურადღებო სურათს სხვადასხვა ქვეყნის საკორპორაციო სამართლის ურთიერთგავლენის შესახებ, რაც, გლობალური ეკონომიკური საქმიანობის ზრდის შედეგად, სულ უფრო ძლიერდება.

კარგად გვესმის ის, რომ ტერმინს – „ფუნქციური“, რომელიც აქ და წიგნის სათაურში გამოვიყენეთ, სხვადასხვა ხალხს სხვადასხვაგვარად ესმის და ისიც, რომ წარსულში მისი ამა თუ იმ ფორმით გამოყენებამ – განსაკუთრებით სოციოლოგიის დარგში – მას სამართლიანად გაუტეხა სახელი. ჩვენი მიდგომის დახასიათებისთვის „ეკონომიკური“ შესაძლოა, უფრო ზუსტი ტერმინი იყოს, ვიდრე „ფუნქციური“. თუმცა სამართლებრივ ლიტერატურაში ეკონომიკური არგუმენტების ზოგჯერ ტენდენციურმა გამოყენებამ კონკრეტული (უმთავრესად, *ლესე-ფერის*) პოლიტიკური პოზიციების მხარდასაჭერად, ასევე ეკონომიკური ანალიზის მიდრეკილებამ არამატერიალური მოტივების უგულებელყოფისა თუ ადამიანური ქცევისათვის გადაჭარბებული რაციონალურობის მიწერისადმი ბევრი მეცნიერი – განსაკუთრებით აშშ-ის გარეთ – „ფუნქციურის“ მსგავსად „ეკონომიკური“ ანალიზის მიმართაც ფრთხილი გახადა. თუმცა დასახული მიზნის მისაღწევად სოციალური მეცნიერების მეთოდოლოგიის დეტალებში წვდომა არ გვჭირდება. იმის აღნიშვნაც საკმარისია, რომ კომერციული საქმიანობის საჭიროებები და მისი ორგანიზება არსებითად მსგავს პრობლემებს წარმოშობს საბაზრო ეკონომიკებში მსოფლიოს გარშემო. ჩვენეული ანალიზი „ფუნქციურია“ იმდენად, რამდენადაც შემოთავაზებული დისკუსიის ამოსავალია გზები, რომელთა მეშვეობითაც საკორპორაციო

[5] შეად. მაგ.: The Legal Basis of Corporate Governance in Publicly Held Corporations: A Comparative Approach (Arthur R. Pinto და Gustavo Visentini რედ., 1998); Gunther H. Roth and Peter Kindler, The Spirit of Corporate Law (2013).

[6] ამგვარი მიდგომის სხვა მაგალითებს შორისაა: John Armour et al., Principles of Financial Regulation (2016); Gregor Bachmann et al., Regulating the Closed Corporation (2012); Curtis Milhaupt and Katharina Pistor, Law and Capitalism (2008).

სამართალი პასუხობს ამ პრობლემებს. ასევე იმპულსები, რომელთაც განსხვავებული იურისდიქციების მიერ აღნიშნული პრობლემების გარკვეულწილად მსგავსი – თუმცა არამც და არამც იდენტური – გადაწყვეტების არჩევა განაპირობეს.

ჩვენი მიზანი არ არის მხოლოდ სხვადასხვა იურისდიქციაში საკორპორაციო სამართლის საერთო ნიშნების გამოკვლევა, არამედ დიდ მნიშვნელობას ვანიჭებთ საერთო ენისა და ზოგადი ანალიტიკური ჩარჩოს გამოკვეთას, რომლის მეშვეობითაც შესაძლებელია საკორპორაციო სამართლის პოტენციური მიზნის გააზრება, ასევე განსხვავებული სამართლებრივი რეჟიმების შედარება და შეფასება ამ მიზნის ეფექტურად მიღწევის თავლსაზრისით.[7] ვიმედოვნებთ, რომ წიგნში მოცემული ანალიზი არა მარტო შედარებითი სამართლის სტუდენტებს გამოადგება, არამედ მათაც, ვისაც, უბრალოდ, სურთ, ჰქონდეთ უფრო სოლიდური ზოგადი ცოდნა საკუთარი ქვეყნის საკორპორაციო სამართლის შესაფასებლად.

სტრუქტურული მსგავსებების ხაზგასმა ასევე არ ნიშნავს ქვეყნების საკორპორაციო სამართალთა შორის განსხვავებების უგულებელყოფას. იმის გათვალისწინებითაც კი, რომ საკორპორაციო სამართალი ყველგან მსგავს ეკონომიკურ გამოწვევებს პასუხობს, შესაძლოა, მისი მიდგომები განსხვავდებოდეს, რაც ხშირად გამოწვეულია ეკონომიკური სისტემის ადგილობრივი თავისებურების გამო.[8] მსგავსი განსხვავებები საკორპორაციო სამართალში განმარტებულია ზოგად ეკონომიკურ გარემო პირობებზე მითითებით. განსხვავებების განმაპირობებელია აგრეთვე ადგილობრივი პოლიტიკიდან გამომდინარე მატერიალური რესურსების განაწილება ან სხვადასხვა სტეიკჰოლდერთა ჯგუფის არსებობა. ჩვენი მსჯელობა არ ითვალისწინებს ამ განსხვავებების არსებობის ახსნას, თუმცა, გარკვეულწილად, ეხება მათი მედეგობის უნარს. იმდენად, რამდენადაც ამგვარი საკითხები ამცირებს საკორპორაციო სამართლის შესაძლებლობას, უპასუხოს ეკონომიკურ საჭიროებებს, დროთა განმავლობაში მათი შეცვლისკენ მიმართული ეკონომიკურად მოტივირებული წნეხი გაიზრდება.

ამის მიუხედავად, მკვეთრ პოზიციას არ გამოვხატავთ საკორპორაციო სამართალში „კონვერგენციის“, მისი საჭიროებისა და, მითუმეტეს, მისი კონკ-

[7] ჩვენეული მიდგომა ერთგვარად ეხმიანება რობერტ კლარკის მიერ არჩეულ მიდგომას მის ცნობილ ნაშრომში – Corporate Law (1986), და ფრენ ისტერბრუკისა და დანიელ ფიშელის მსჯელობებს აშშ-ის სამართლის შესახებ, წიგნში – The Economic Structure of Corporate Law (1991). თუმცა ჩვენი ანალიზი განსხვავებულია და სცდება აღნიშნული და სხვა ავტორების ანალიზს რამდენიმე საკვანძო ასპექტში. ყველაზე თვალშისაცემია ის, რომ ჩვენ, ერთი მხრივ, წარმოგიდგენთ შედარებით ანალიზს, რომელიც რამდენიმე იურისდიქციის საკორპორაციო სამართალს მოიცავს და ასევე გთავაზობთ ინტეგრირებულ ფუნქციურ მიმოხილვას, რომელიც ხაზს უსვამს წარმომადგენლობის პრობლემას, როგორც კორპორაციული სამართლის ცენტრალურ საკითხს, და არა იმდენად ცალკეულ სამართლებრივ ინსტიტუტებსა და მიდგომებს.

[8] იხ. ქვეთავი 1.6.

რეტული მიმართულებების თაობაზე ხანგრძლივ კამათში.[9] ამ საკითხზე ურთიერთგანსხვავებული გონივრული მოსაზრებები შეიძლება არსებობდეს (მათ შორის ამ წიგნის ავტორთა შორის).[10] ჩვენი მცდელობა უფრო მეტად კონცეპტუალური ჩარჩოსა და ფაქტობრივი საფუძვლის დადგენისკენ არის მიმართული, რომელთა მეშვეობითაც საკორპორაციო სამართლის ამ და სხვა მნიშვნელოვანი პრობლემების ნაყოფიერი კვლევა იქნება შესაძლებელი.

1.2 რა არის კორპორაცია?

როგორც აღვნიშნეთ, ბიზნესკორპორაციის ხუთი მთავარი სტრუქტურული მახასიათებელია: (1) იურიდიული პირი, (2) შეზღუდული პასუხისმგებლობა, (3) მიმოქცევადი აქციები, (4) დელეგირებული მმართველობა ბორდის ფორმით და (5) საკუთარი კაპიტალი. ფაქტობრივად, ყველა ეკონომიკურად მნიშვნელოვან იურისდიქციაში არსებობს საკანონმდებლო აქტი, რომელიც ყველა ამ მახასიათებელთა მქონე საწარმოთა დაფუძნებას აწესრიგებს. ამდენად, ადვილი გამოსაცნობია, რომ ბევრი საწარმოსთვის მათ გამოკვეთილად ურთიერთშემავსებელი ხასიათი აქვთ. ერთად კი განაპირობებენ კორპორაციული ფორმის განსაკუთრებულ მიმზიდველობას სამეწარმეო საქმიანობის ორგანიზებისთვის. თუმცა იგივე ნიშან-თვისებები იწვევს კონფლიქტებსა და კომპრომისებს, რომლებიც წარმომადგენლობის პრობლემებს განსხვავებულ, კორპორაციულ ხასიათს სძენს და საკორპორაციო სამართლის საზრუნავი უნდა იყოს.

1.2.1 იურიდიული პირი

ეკონომიკურ ლიტერატურაში საწარმოს ხშირად ახასიათებენ „ხელშეკრულებების ერთობლიობად“.[11] ზოგადად ეს ტერმინი შეიძლება დამაბნეველი

[9] იხ., მაგ., Convergence and Persistence in Corporate Governance (Jeffrey N. Gordon and Mark J. Roe eds., 2004), Comparative Corporate Governance: A Functional and International Analysis (Andreas M. Fleckner and Klaus J. Hopt eds., 2013).

[10] ამ თავის ავტორთა მოსაზრებები მოკლედ არის გადმოცემული შრომებში: Henry Hansmann and Reinier Kraakman, The End of History for Corporate Law, 89 Georgetown Law Journal 439 (2001); Henry Hansmann and Reinier Kraakman, Reflections on the End of History for Corporate Law, in Convergence of Corporate Governance: Promise and Prospects (Abdul Rasheed and Toru Yoshikawa eds., 2012); John Armour, Simon Deakin, Priya Lele, and Mathias Siems, How Do Legal Rules Evolve? Evidence from a Cross-Country Comparison of Shareholder, Creditor, and Worker Protection, 57 American Journal of Comparative Law 579, 619–29 (2009); and Mariana Pargendler, Corporate Governance in Emerging Markets, in Oxford Handbook of Corporate Law and Governance (Jeffrey N. Gordon and Wolf-Georg Ringe eds., 2017).

[11] საწარმოო „ხელშეკრულებების ერთობლიობად“ დახასიათება მომდინარეობს შრომიდან: Michael Jensen and William Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 Journal of Financial Economics 305 (1976), რომელიც განავრცობს Armen Alchian and Harold Demsetz, Production, *Information Costs, and Economic Organization*, 62 American Economic Review 777(1972).

იყოს. ხშირად ტერმინს იშველიებენ მხოლოდ იმის ხაზგასასმელად, რომ საწარმოს შიგნით ურთიერთობათა უმრავლესობა – განსაკუთრებით, საწარმოს მესაკუთრეთა, მმართველთა და დასაქმებულთა შორის – არსებითად სახელშეკრულებო ხასიათისაა. ეს მნიშვნელოვანი ინფორმაციაა, თუმცა არ განასხვავებს საწარმოს სახელშეკრულებო ურთიერთობათა სხვა ქსელებისგან. შესაძლოა, საწარმოს უფრო ზუსტი აღწერა იქნებოდა „ერთობა ხელშეკრულებების *მიზნის მიხედვით*“, რადგანაც, როგორც წესი, სწორედ საწარმოა მომწოდებლებთან, დასაქმებულებსა და კლიენტებთან დადებული მრავალრიცხოვანი ხელშეკრულების მხარე და, სახელშეკრულებო უფლებების მეშვეობით, მათ ქმედებათა მაკოორდინებელი. ორგანიზაციათა სამართლის სხვა დარგების მსგავსად, საკორპორაციო სამართლის მთავარი დამსახურება საწარმოსთვის მაკოორდინებელი როლის მინიჭებაა, კერძოდ, იმით, რომ საწარმოს უფლება ენიჭება, იყოს მისი მფლობელი ფიზიკური პირებისგან ან მმართველებისგან განსხვავებული, დამოუკიდებელი სახელშეკრულებო მხარე, რითაც საგრძნობლად იზრდება ამ პირების მიერ ერთობლივი პროექტების განხორციელების შესაძლებლობა.

საწარმოს, როგორც ხელშეკრულებათა ერთობის, უმთავრესი ელემენტია ის, რასაც ევროპელი იურისტები „განცალკევებულ საკუთრებას“ უწოდებენ. იგი გულისხმობს საწარმოს მესაკუთრეთა (აქციონერების) კუთვნილი სხვა ქონებისგან ქონების ნაწილის გამოცალკევებას,[12] რომლის მესაკუთრედ დანიშნულ მმართველთა მეშვეობით მოქმედი საწარმო განიხილება. საწარმოს საკუთრების უფლება ამ ქონებაზე მოიცავს მისი გამოყენების, გასხვისებისა და, განსაკუთრებით, მის ხარჯზე კრედიტორების დაკმაყოფილების შესაძლებლობას; მეორე მხრივ, ვინაიდან ქონება საწარმოს საკუთრებად მიიჩნევა, იგი *ხელმიუწვდომელია* მესაკუთრეთა პირადი კრედიტორებისთვის. გამიჯნული საკუთრების ძირითადი ფუნქციის მიმართ „იურიდიული პირის დაცვის“ ტერმინი გამოიყენება იმის აღსანიშნავად, რომ იურიდიული პირის – კორპორაციის – ქონება დაცულია პირის მესაკუთრეთა კრედიტორებისგან.[13]

იურიდიული პირის დაცვა მოიაზრებს ორ მეტ-ნაკლებად განსხვავებულ სამართლებრივ წესს: პირველია პრიორიტეტის წესი – იგი საწარმოს კრედიტორებს საწარმოს ვალდებულების უზრუნველსაყოფად ანიჭებს საწარმოს ქონების მიმართ მოთხოვნას, რომელიც უპირატესია საწარმოს მესაკუთრეთა

[12] „მესაკუთრეებში“ ვგულისხმობთ ჯგუფს, რომელსაც საწარმოს აქტივების კონტროლის უფლება აქვს. ამგვარი გაგების მიმართების შესახებ „საკუთრების“ სამართლებრივ კონცეფციასთან იხ. John Armourand Michael J. Whincop, The Proprietary Foundations of Corporate Law, 27 Oxford Journal of Legal Studies 429, 436–48 (2007).

[13] ტერმინი „იურიდიული პირის დაცვა“ (entity shielding) მომდინარეობს ნაშრომიდან: Henry Hansmann, Reinier Kraakman, and Richard Squire, *Law and the Rise of the Firm*, 119 Harvard Law Review 1333 (2006). ორგანიზაციების სამართალში იურიდიული პირის დაცვის ცენტრალური მნიშვნელობის კვლევა იხ. Henry Hansmann and Reinier Kraakman, *The Essential Role of Organizational Law*, 110 Yale Law Journal 387 (2000), სადაც იმავე ფენომენს „ქონების პოზიტიური გამიჯვნა“ (affirmative asset partitioning) ეწოდა.

პირადი კრედიტორების მოთხოვნასთან შედარებით. იგივე წესი მოქმედებს სამეწარმეო ორგანიზაციების სხვა თანამედროვე ფორმებში, ამხანაგური ტიპის საწარმოების ჩათვლით.[14] პრიორიტეტის წესის გამოხატულებაა დისპოზიციური სამართლებრივი ნორმა,[15] რომლის მიხედვითაც საწარმოს ქონება ავტომატურად ხელმისაწვდომი ხდება საწარმოს სახელით აღებული ვალდებულებების აღსრულებისთვის.[16] საწარმოს სახელშეკრულებო ვალდებულებების უზრუნველყოფით პრიორიტეტის წესი ამ ვალდებულებების სანდოობასაც განაპირობებს.

იურიდიული პირის დაცვის მეორე კომპონენტი – „ლიკვიდაციისგან დაცვის“ წესი – ზღუდავს კორპორაციის მესაკუთრეების (აქციონერების) შესაძლებლობას, სურვილისებრ დაიბრუნონ თავიანთი წილის შესაბამისი აქტივი, ასევე უკრძალავს მესაკუთრის პირად კრედიტორს იძულებით აღსრულებას ამ აქტივის ხარჯზე.[17] ასეთი დაბრუნება ან იძულებითი აღსრულება საწარმოს ნაწილობრივ ან სრულ ლიკვიდაციას გამოიწვევდა. ამგვარად, ლიკვიდაციისგან დაცვის წესი იცავს მოქმედი საწარმოს ღირებულებას ცალკეული აქციონერების ან მათ კრედიტორების დამაზიანებელი ქმედებებისგან.[18] პრიორიტეტის განხილული წესისგან განსხვავებით, ლიკვიდაციისგან დაცვის წესი უცხოა სხვა სტანდარტული სამეწარმეო სამართლებრივი ფორმებისთვის, მაგალითად ამხანაგობისთვის.[19] ამდენად, იურიდიულ პირებს, მაგალითად ბიზნეს-კორპორაციებს, რომელთაც ორივე წესი ახასიათებთ, – ბიზნესკრედიტორებისთვის პრიორიტეტის მინიჭება და ლიკვიდაციისგან დაცვა – იურიდიული პირის დაცვის „ძლიერი ფორმა“ აქვთ, განსხვავებით „სუსტი ფორმისგან“, რომელსაც ამხანაგობებში ვხვდებით და მხოლოდ პრიორიტეტის წესით შემოიფარგლება. ძლიერი ფორმის იურიდიული პირის დაცვა, საწარმოს მესაკუთრეთა პირადი ფინანსური ურთიერთობებისგან საწარმოს ღირებულების

[14] მაშინ, როცა პრიორიტეტულობის წესი საერთო სამართლის არარეგისტრირებულ ამხანაგობებზეც ვრცელდება, ბევრ კონტინენტურ-ევროპულ იურისდიქციაში არსებობს არარეგისტრირებული „ამხანაგობის“ კლასი, რომელთაც პრიორიტეტულობის წესი არ ახასიათებთ. არსებითად, ამგვარი ამხანაგობა მხოლოდ აქტივების ერთობლივი მართვის საგანგებო ფორმაა და არა დამოუკიდებელი ხელშემკვრელი მხარე.

[15] დისპოზიციური ნორმების შესახებ იხ. ნაწილი 1.4.1.

[16] შედეგი იგივეა, საწარმოს მესაკუთრეებს თავად რომ აეღოთ სოლიდარული პასუხისმგებლობა და პირადი ქონების ნაწილით შემოფარგლული უზრუნველყოფა შეეთავაზებინათ კონტრაგენტისთვის, ნაცვლად ამ ქონების კორპორაციისთვის გადაცემისა და კორპორაციის მიერ ხელშეკრულების დადებისა.

[17] ზემოთ, სქოლიო 13, Hansmann and Kraakman, გვ. 411–13.

[18] Edward B. Rock and Michael L. Wachter, Waiting *for the Omelet to Set: Match-Specific Assets and Minority Oppression in Close* Corporations, 24 Journal of Corporation Law 913, 918–20 (1999); Margaret M. Blair, *Locking in Capital: What Corporate Law Achieved for Business Organizers in the Nineteenth Century*, 51 UCLA Law Review 387, 441–9 (2003).

[19] თუმცა ბევრ იურისდიქციაში ლიკვიდაციისგან დაცვის წესის ამოქმედება შესაძლებელია ამხანაგობის მესაკუთრეთა შეთანხმებით.

იზოლირებით, ხელს უწყობს საწარმოს აქციების ვაჭრობაუნარიანობას, რაც კორპორაციის, როგორც ფორმის, მესამე მახასიათებელია.[20]

ამ ორი წესის – კრედიტორთა პრიორიტეტი და ლიკვიდაციისგან დაცვა – სასარგებლო ურთიერთქმედება ცხადი ხდება, როცა საწარმოს „აქტივი" ხელშეკრულებისგან შედგება.[21] საწარმოს ღირებულების წარმოქმნაში მზარდი წილი უჭირავს მის მიერ შეთანხმებული სხვადასხვა ხელშეკრულების ურთიერთქმედებას. ეს ორი წესი არწმუნებს კონტრაჰენტებს, რომ მათი კონტრაქტების შესრულებისთვის აუცილებელი ღირებულების გენერირება საწარმოს კონტრაქტების ქსელისა და მათთან დაკავშირებული ქონების ხარჯზე მოხდება, რომელთაც, ჩვეულებრივ, სასიკეთო ურთიერთგავლენაც ახასიათებთ. ეს არა მარტო აადვილებს სახელშეკრულებო მოლაპარაკებას, არამედ აქციონერთა ლიკვიდურობასაც უწყობს ხელს. კორპორაციის მესაკუთრისთვის გაცილებით ადვილია თავისი აქციების გადაცემა, ვიდრე ინდივიდუალური მეწარმისთვის იქნებოდა თავისი ხელშეკრულებების გადაცემა.

ხელშეკრულების მხარის როლის სათანადოდ შესრულებისთვის საწარმოს დამატებით ორი ტიპის წესი სჭირდება: პირველი, უნდა არსებობდეს წესები მესამე მხარეებისთვის იმ ფიზიკური პირების განსაზღვრისთვის, რომელთაც საწარმოს სახელით ქონების ყიდვის, გაყიდვისა და ამ ქონებით უზრუნველყოფილი გარიგებების დადების უფლებამოსილება აქვთ.[22] საწარმოს ფარგლებში მონაწილეები, მათ შორის დადებული ხელშეკრულებით, უმთავრესად, თავისუფლად განსაზღვრავენ, თუ ვის გადასცენ უფლებამოსილება. თუმცა სათადარიგო წესები მაინც საჭიროა ისეთი შემთხვევების მოსაწესრიგებლად, როცა წარმომადგენლები თავიანთ უფლებამოსილებაში მესამე პირების დარწმუნებას მხოლოდ გარეგნული ნიშნებით ცდილობენ, რისთვისაც სხვადასხვა ორგანიზაციული ფორმისთვის განსხვავებული წესი მოქმედებს. უფლებამოსილების წესები კორპორაციებში – „დელეგირებული მენეჯმენტი" – ცალკეა განხილული. ამ წესებით კორპორაციული მენეჯერების ერთ ჯგუფს (როგორებიცაა ბორდი** ან ცალკეული თანამდებობის პირები), და არა ცალკეულ მესაკუთრეს, საწარმოს მავალდებულებელი გარიგების დადების უფლებამოსილება გადაეცემა;[23]

[20] თუკი იურიდიული პირის დაცვის ძლიერი ფორმა აუცილებელია აქციათა თავისუფალი ვაჭრობაუნარიანობისთვის (იხ. Hansmann and Kraakman, სქ.13), იმავეს ვერ ვიტყვით შეზღუდულ პასუხისმგებლობაზე: სანამ აქციონერთა ვალდებულება საწარმოს ვალებისთვის წილობრივია და არა სოლიდარული, აქციებით თავისუფალი ვაჭრობა აქციონერთა პირადი პასუხისმგებლობის პირობებშიც შესაძლებელია: იხ.: Henry Hansmann and Reinier Kraakman, *Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts*, 100 Yale Law Journal 1879 (1991); Charles R. Hickson and John D. Turner, *The Trading of Unlimited Liability Bank Shares in Nineteenth-Century Ireland: The Bagehot Hypothesis*, 63 Journal of Economic History 931 (2003).

[21] Kenneth Ayotte and Henry Hansmann, Legal Entities as Transferable Bundles of Contracts, 111 Michigan Law Review 715 (2013).

[22] Armour and Whincop, სქ. 12, გვ. 441-442.

[23] დაკავშირებული წესები – მაგალითად *ultra vires* დოქტრინა – შეიძლება, ასევე ადგენდეს მენეჯერის სახელშეკრულებო წარმომადგენლობის ფარგლებს.

მეორე, აუცილებელია წესები, რომლებიც განსაზღვრავს საწარმოსა და მისი კონტრაჰენტების მიერ საწარმოს სახელით დადებული გარიგებიდან გამომდინარე სარჩელის შეტანის პროცედურებს. კორპორაციული ფორმის მიმართ დადგენილი წესები აადვილებს ამგვარი სარჩელის შეტანის პროცედურას. კერძოდ, არ არსებობს, საწარმოს მესაკუთრეთა მითითების ან მათი შეტყობინების საჭიროება – პროცედურები, რომლებიც ანგლოამერიკული ტიპის ამხანაგობის თავის ტკივილი იყო მეცხრამეტე საუკუნის მიწურულამდე.

თითოეული სახის წესით – იურიდიული პირის დაცვა, უფლებამოსილება და პროცედურა – მიღწეული შედეგი ეფექტურობისთვის შესაბამის სამართლებრივ დოქტრინას საჭიროებს, რამეთუ ამგვარ დოქტრინებს საწარმოს მესაკუთრეებსა და მათ მომწოდებელთა და მომხმარებელთა შორის ხელშეკრულებები მარტივად ვერ ჩაანაცვლებენ. ამდენად, სამართალი აქ ბიზნესის კეთების ხარჯის შემცირებას ემსახურება. იურიდიული პირის დაცვის დოქტრინა საჭიროა საწარმოსა და მის არსებულ თუ მომავალ კრედიტორებს შორის საერთო მოლოდინების შესაქმნელად, იმაზე, თუ რა გავლენა ექნება საწარმოსა და მის კრედიტორს შორის კონტრაქტს საწარმოს სხვა კრედიტორებისთვის ხელმისაწვდომ უზრუნველყოფაზე.[24] უფლებამოსილებათა განაწილების წესები საჭიროა კორპორაციის აქტივებზე უფლების გადაცემაზე უფლებამოსილი პირის გასარკვევად, გადაცემის თაობაზე ხელშეკრულების გაფორმებამდე.[25] სარჩელის შეტანის პროცედურები სახელმწიფოს მიერ უნდა დადგინდეს, რადგან მათი დაცვა სახელმწიფოს უფლებამოსილებასაც ეხება. საგანგებო საკანონმდებლო წესების საჭიროება აღნიშნულ სამი სახის წესს განასხვავებს კორპორაციის სხვა ძირითადი ელემენტებისგან, რომელთაგანაც თითქმის ყველა, საკანონმდებლოს ნაცვლად, შესაძლოა, სახელშეკრულებო საფუძველზეც ჩამოყალიბდეს, მაშინაც კი, როცა სამართალი არ გვთავაზობს საწარმოს სტანდარტულ ორგანიზაციულ ფორმას შესაბამისი წესებით.[26]

[24] სახელშეკრულებო გზით ბიზნესკრედიტორებისთვის უპირატესობის მისანიჭებლად საწარმოს მესაკუთრეებს დასჭირდებოდათ საწარმოს ბიზნესკრედიტორებთან მოლაპარაკება და ცალკეულ მესაკუთრეებსა და მათ პირად კრედიტორებს შორის ყველა ხელშეკრულებაში სუბორდინაციის დათქმის გათვალისწინება საწარმოს ქონებასთან მიმართებით. ამგვარი დათქმები არა მარტო რთული ჩამოსაყალიბებელი და ძვირი გასაკონტროლებელია, მათ მაღალი მორალური საფრთხეც უკავშირდება – მესაკუთრემ შესაძლოა, დაუსჯელად დაარღვიოს დაპირება პირადი კრედიტორების მოთხოვნების სუბორდინაციის თაობაზე, რადგან იგი ვერ აღსრულდება იმ პირადი კრედიტორების მიმართ, რომლებიც ამგვარი შეთანხმების მხარეს არ წარმოადგენდნენ. იხ. Hansmann და Kraakman, სქ. 13, გვ. 407–409.

[25] უფლებამოსილების საკითხის მინდობა საწარმოს მესაკუთრეთა შორის შეთანხმებაზე საწარმოსთან ურთიერთობას გაუძვირებდა მხარეებს, რადგან, მათ, ცალკეული გარიგებისთვის, უფლებამოსილების საკითხის გამოკვლევა დასჭირდებოდათ. ამიტომაც, უფლებამოსილებასთან დაკავშირებული წესები ხელშეკრულების მხარის „due diligence" სახსრების დაზოგვას ანიჭებს უპირატესობას და არა მესაკუთრეთა მიერ უფლებამოსილების გადანაწილების თავისუფლების შენარჩუნებას იხ. Armour და Whincop, სქ. 12, გვ. 442–447.

[26] იხ. Hansmann და Kraakman, სქ. 13, გვ 407–9. გამონაკლისია კორპორაციის დელიქტით დაზარალებულთა წინაშე პარტნიორთა შეზღუდული პასუხისმგებლობა. იხ. ნაწილი 1.2.2.

იურიდიულ ლიტერატურაში მიღებული განმარტებით, „განცალკევებული იურიდიული პირის“ კონცეფცია მოხერხებული ევრისტიკული ფორმულაა ორგანიზაციული ფორმების აღსანიშნავად, რომელთაც ხსენებული სამი „ფუნდამენტური“ წესი ახასიათებთ. საწარმოს, როგორც განცალკევებული პირის, წანამძღვრიდან პირდაპირ გამომდინარეობს, რომ მას უნდა ჰქონდეს გარიგებების დადების, თავისი ქონების საკუთრების, უფლებამოსილების წარმომადგენლებზე დელეგირებისა და საკუთარი სახელით სასამართლო პროცესში მოსარჩელედ ან მოპასუხედ მონაწილეობის უნარი. განმარტების გაადვილებისთვის ჩვენ „იურიდიული პირის“ ტერმინს ვიყენებთ სამივე წესით აღჭურვილ ორგანიზაციულ ფორმებზე, მათ შორის, კორპორაციაზე სასაუბროდ. თუმცა აქვე უნდა აღვნიშნოთ, რომ იურისტის გადმოსახედიდან იურიდიული პირი, როგორც მახასიათებელი, თავისთავად, არ არის აუცილებელი წინაპირობა რომელიმე – არსებითად კი არცერთი – ამ წესის არსებობისთვის,[27] არამედ მხოლოდ მათი ერთობლივი შეფუთვისთვის მოფიქრებული მოსახერხებელი ეტიკეტია. იურიდიულ ლიტერატურაში მიღებულია სილოგისტური დედუქციით იურიდიული პირის წანამძღვრიდან, სამი უმთავრესი ნიშნის გარდა, „პიროვნულობის“ სხვა მახასიათებლების გამოყვანა – მაგალითად, ეთნიკურობა[28] ან სამოქალაქო უფლებებით დაცული სარგებლობა.[29] ჩვენ ამის განმაპირობებელ ფუნქციურ აუცილებლობას ვერ ვხედავთ.

1.2.2 შეზღუდული პასუხისმგებლობა

კორპორაციული ფორმა განაპირობებს საწარმოსა და მის კრედიტორებს შორის ხელშეკრულებებში დისპოზიციური პირობის არსებობას, რომლის ძალითაც კრედიტორების მოთხოვნების დაკმაყოფილება მხოლოდ საწარმოს სახელზე (ან მის „საკუთრებაში“) არსებული ქონებით უნდა მოხდეს. მათ არ აქვთ უფლება, მოთხოვნები აქციონერების პირადი ქონებიდან დაიკმაყოფილონ. თუმცა, ისტორიულად, „შეზღუდული პასუხისმგებლობის“ წესი ყოველთვის არ იყო დაკავშირებული კორპორაციულ ფორმასთან,[30] დროთა განმავ-

[27] ამიტომაც, საერთო სამართლისეულ ამხანაგობას, რომელიც, როგორც იურისტები ჩვეულებრივ ამბობენ, არ არის იურიდიული პირი, ინგლისური სამართლით შეუძლია ისარგებლოს სამივე აღწერილი ატრიბუტით: იხ. §§ 31, 33, 39 Partnership Act 1890 (UK); Armour და Whincop, სქ. 12, გვ. 460–1; *Burnes v. Pennell* (1849) 2 HL Cas 497, 521; 9 ER 1181, 1191; PD 7A, para. 5A Civil Procedure Rules (UK).

[28] RichardR.W. Brooks, *Incorporating Race*,106 Columbia LawReview 2023 (2006).

[29] *იხ. Cnty. of Santa Clara v. S. Pac. R.R. Co.*, 118 UnitedStates Reports 394 (1886), და, თანამედროვე დროში, *Burwell v. Hobby Lobby*, 134 Supreme Court Reporter 2751 (2014).

[30] მაგალითად, მე-19 საუკუნის შუა წლებამდე, შეზღუდული პასუხისმგებლობა ინგლისური სააქციო საზოგადოების სტანდარტულ ატრიბუტს არ წარმოადგენდა. კალიფორნიაში კი აქციონერებს კორპორაციის ვალდებულებებისთვის პირადი პასუხისმგებლობა ეკისრებოდათ 1931 წლამდე. იხ., მაგ.: Paul L. Davies, *Gower and Davies' Principlesof Modern Company Law* 40–6 (6th edn., 1997); Phillip Blumberg, *Limited Liability and CorporateGroups*, 11 Journal of Corporate Law 573 (1986).

ლობაში ამგვარმა ასოცირებამ საყოველთაო აღიარება პოვა. ასეთი ევოლუცია ცხადყოფს შეზღუდული პასუხისმგებლობის, როგორც სახელშეკრულებო იარაღისა და დაფინანსების საშუალების, მნიშვნელობას.

შეზღუდული პასუხისმგებლობა იცავს საწარმოს მესაკუთრეებს – აქციონერებს – კრედიტორთა მოთხოვნებისგან. ამგვარად წახალისებულია დივერსიფიკაცია.[31] შეუზღუდავი პასუხისმგებლობის პირობებში აქციონერის რისკი დამოკიდებულია იმაზე, თუ როგორ წარიმართება ბიზნესი. აქციონერები, ძირითადად, ამჯობინებენ საწარმოს საქმიანობაში აქტიურ ჩაბმას, რისკის გაკონტროლების მიზნით. უშუალო ჩართულობის საჭიროება ართულებს სხვადასხვა ბიზნესში ინვესტირებას. ამისგან განსხვავებით, შეზღუდული პასუხისმგებლობა დანაკარგების ოდენობის ზღვარს ადგენს, რაც შესაძლებელს ხდის აქციონერის ბიზნესინვესტიციების დივერსიფიცირებას.[32] იგი ამცირებს აქციონერთა პორტფელის მთლიან რისკს და შესაბამის რისკის პრემიას, ასევე – საწარმოს მიერ კაპიტალის მოზიდვისთვის გასაღებ ხარჯს.

შეზღუდული პასუხისმგებლობით უზრუნველყოფილი „მესაკუთრეთა დაცვა“ ზემოთ აღწერილი „იურიდიული პირის“ ერთ-ერთი კომპონენტის, „იურიდიული პირის დაცვის“, საპირწონეა.[33] „იურიდიული პირის დაცვა“ იცავს საწარმოს აქტივებს საწარმოს მესაკუთრეთა კრედიტორებისგან, როცა შეზღუდული პასუხისმგებლობა მესაკუთრეთა აქტივებს იცავს საწარმოს კრედიტორთა მოთხოვნებისგან. ერთობლივად, ქონების დაცვის (ან „ქონების გაყოფის“) ეს ფორმები განაპირობებენ ბიზნესკრედიტორებისთვის ბიზნესაქტივების შენარჩუნებას, ხოლო მესაკუთრეთა ქონებით – მათი პირადი კრედიტორების მოთხოვნების დაკმაყოფილებას.[34] საწარმოს კრედიტორებს, ჩვეულებრივ, აქვთ შედარებითი უპირატესობა საწარმოს აქტივების შეფასებისა და მონიტორინგის კუთხით, მესაკუთრეთა პირად კრედიტორებს კი იგივე უპირატესობა მესაკუთრეთა პირადი აქტივების მიმართ აქვთ. ამგვარად, ქონების დაყოფა კაპიტალის ერთობლივ ხარჯს უმცირებს როგორც საწარმოს, ასევე მის მესაკუთრეებს. იგი საწარმოს სხვადასხვა ბიზნესსაქმიანობის იზოლირებისა და

[31] Henry Manne, *Our Two Corporation Systems: Law and Economics*, 53 Virginia Law Review259, 262 (1967).

[32] „შეუზღუდავი პასუხისმგებლობა“, როგორც წესი, საწარმოს მესაკუთრეთა სოლიდარულ პასუხისმგებლობას გულისხმობს. განხილული სტიმულების თვალსაზრისით, წილების პროპორციული პირადი პასუხისმგებლობის ფორმა – წინასწარ შეთანხმებული შეზღუდვის გარეშე – სოლიდარული პასუხისმგებლობისა და სრულად შეზღუდული პასუხისმგებლობის ჰიბრიდია. წილობრივი pro rata პასუხისმგებლობის მქონე აქციონერს შეუძლია რისკის შემცირება მცირე წილის ფლობით – რაც დივერსიფიკაციას შეუწყობს ხელს – ან ბიზნესის წარმოებაზე კონტროლით: იხ. Hansmann და Kraakman, სქ. 20.

[33] Hansmann, Kraakman, და Squire, სქ. 13. შეზღუდული პასუხისმგებლობით განპირობებული მესაკუთრეთა დაცვა ნაკლებად ფუნდამენტურია, ვიდრე იურიდიული პირის დაცვა, ვინაიდან მისი მიღწევა, საკანონმდებლო ნებართვის გარეშე, ხელშეკრულებითაც შეიძლება.

[34] „კრედიტორებში“ ვგულისხმობთ მათ, ვისაც სახელშეკრულებო მოთხოვნა აქვს საწარმოს მიმართ, დასაქმებულების, მიმწოდებლებისა და კლიენტების ჩათვლით.

კრედიტორებს მონიტორინგის შესაბამისად ფოკუსირების საშუალებასაც აძლევს – შვილობილი საწარმოების დაფუძნებით. [35]

ხაზს ვუსვამთ, რომ შეზღუდულ პასუხისმგებლობაში ვგულისხმობთ *სახელშეკრულებო ურთიერთობაში* პასუხისმგებლობის შეზღუდვას, ე.ი. კრედიტორთა წინაშე, რომელთაც კორპორაციის მიმართ სახელშეკრულებო მოთხოვნა აქვთ. მისი აუცილებლობის განმაპირობებელი მიზეზები არ ვრცელდება შეზღუდულ პასუხისმგებლობაზე მათ წინაშე, რომელთაც კორპორაციასთან ურთიერთობის პირობების წინასწარი დადგენის საშუალება არ აქვთ, მაგ., მესამე პირები, რომელთაც კორპორაციის გაუფრთხილებელი ქმედებების გამო მიადგათ ზიანი. შეიძლება ითქვას, რომ ამ პირების წინაშე პასუხისმგებლობის შეზღუდვა საკორპორაციო სამართლის აუცილებელი ნიშან-თვისება არ არის, და, შესაძლოა, არც სოციალური ღირებულება აქვს, როგორც მე-5 თავში მოცემული უფრო ვრცელი მიმოხილვიდან გამომდინარეობს.

1.2.3 მიმოქცევადი წილები

თავისუფლად მიმოქცევადი წილები ბიზნესკორპორაციის კიდევ ერთი ძირითადი მახასიათებელია, რომელიც მას ამხანაგობისა და სტანდარტული ტიპის სხვა იურიდიული პირებისგან განასხვავებს. წილების გადაცემა საშუალებას აძლევს საწარმოს, შეუფერხებლად განაგრძოს საქმიანობა, მესაკუთრეთა ვინაობის ცვლილების მიუხედავად, რითაც თავიდან იცილებს გართულებებს, რომლებთანაც წევრის გასვლა არის დაკავშირებული, მაგალითად, ამხანაგობებში, კოოპერატივებსა თუ ურთიერთდახმარების ფონდიდან.[36] ეს, თავის მხრივ, ხელს უწყობს აქციონერთა წილის ლიკვიდურობას და აადვილებს დივერსიფიცირებული საინვესტიციო პორტფელების შექმნასა და შენარჩუნებას.

წილების გადაცემადობა ლიკვიდაციისგან დაცვის საპირისპირო მხარეა, რომელსაც კორპორაცია, როგორც იურიდიული პირი, თავის სახელშეკრულებო კრედიტორებს სთავაზობს. სახელშეკრულებო კონტრაჰენტებს შეუძლიათ, დარწმუნებული იყვნენ, რომ „ხელშეკრულებათა ერთობლიობა“, რომლისგანაც საწარმო შედგება, შენარჩუნდება. სწორედ ამიტომ პარტნიორთა წილის განგრძობადი საკუთრების მოთხოვნის აუცილებლობა არ არსებობს. იურიდიული პირის არარსებობის შემთხვევაში, – ე.ი., თუკი მესაკუთრე, როგორც ინდივიდუალური მეწარმე, დადებდა ხელშეკრულებას – კონტრაჰენტების პრობლემა იქნებოდა ხელშეკრულებების გადაცემის შემთხვევაში მათი კუთვნილი შესრულების ღირებულების შესაძლო შემცირება. ამიტომ კრედიტორებს ამგვარი გადაცემის შეზღუდვის სურვილი გაუჩნდებოდათ. სწორედ ამ მიზეზ-

[35] ბუნებრივია, კორპორაციული ჯგუფის სტრუქტურის მეშვეობით ქონების დაცვამ შეიძლება, ქონების მიკუთვნებასთან დაკავშირებული გამჭვირვალობაც შეამციროს. ეს პრობლემა ხაზს უსვამს კრედიტორთა დაცვაზე ორიენტირებულ კორპორაციულსამართლებრივი წესების მნიშვნელობას. იხ. თავი 5.2.1.3.

[36] იხ. Henry Hansmann, The Ownership of Enterprise 152–5 (1996).

თა გამო ყველა იურისდიქციაში არსებობს დისპოზიციური დათქმა, რომელიც კრძალავს ხელშეკრულებათა უმრავლესობის გადაცემას მეორე მხარის თანხმობის გარეშე. იმავდროულად, თანხმობის აუცილებლობა ართულებს მესაკუთრის მიერ ბიზნესის გასხვისებას და მისი ინვესტიციის ლიკვიდაციას. იურიდიული პირის ცნება ამ სირთულეებს კორპორაციის წილების გადაცემის გზით, ყველა, და მხოლოდ ყველა, კონტრაქტის ერთდროული გადატანის დაშვებით პასუხობს. სხვა სიტყვებით, იგი უშვებს საწარმოს ყველა კონტრაქტის ერთობლივ გადაცემას („ერთობლივი გადაცემადობა"), თუმცა, იმავდროულად, ინარჩუნებს დისპოზიციურ ზოგად წესს ცალკეული კონტრაქტის მხოლოდ სახელშეკრულებო კონტრაჰენტის თანხმობით გადაცემის შესახებ.[37]

თავისუფლად გადაცემადი წილები არ ნიშნავს წილებით თავისუფალ ვაჭრობას. გადაცემადი წილებით ვაჭრობა საჯარო ბაზარზე შესაძლოა, შეზღუდული იყოს, და მათი ბრუნვა მხოლოდ პირთა შეზღუდულ ჯგუფებს შორის იყოს შესაძლებელი, ან დამოკიდებული იყოს კორპორაციის არსებულ აქციონერთა თანხმობაზე. თავისუფალი ვაჭრობაუნარიანობა მაქსიმალურად ზრდის წილის ლიკვიდურობას და აქციონერთა ინვესტიციების დივერსიფიცირების შესაძლებლობას. იგი კაპიტალის მოზიდვისთვის საწარმოს მაქსიმალურ მოქნილობასაც უზრუნველყოფს. ამ მიზეზთა გამო ყველა იურისდიქცია უშვებს, სულ მცირე, ერთი კლასის კორპორაციის წილების თავისუფალ ვაჭრობას. თუმცა თავისუფალი ვაჭრობაუნარიანობა ართულებს კონტროლის გაყოფასა და მართვაში თანამონაწილეობის შესახებ შეთანხმებათა შენარჩუნებას. შესაბამისად, ყველა იურისდიქცია გვთავაზობს წილების გადაცემის შეზღუდვის მექანიზმებს. ზოგჯერ ეს სპეციალური კანონმდებლობით არის დადგენილი, სხვა იურისდიქციებში კი გადაცემის შეზღუდვის შესაძლებლობას ზოგადი საკორპორაციო კანონმდებლობა ითვალისწინებს.

ტერმინოლოგიური თვალსაზრისით, თავისუფალ ვაჭრობაში დაშვებული წილების მქონე კორპორაციებს „ღია" ან „საჯარო" კორპორაციებს ვუწოდებთ. შესაბამისად, კორპორაციების მიმართ, რომელთა წილების ვაჭრობაუნარიანობა შეზღუდულია, „დახურულს" ან „კერძოს" ვიყენებთ. ამ ზოგად გამიჯვნასთან ერთად, მნიშვნელოვანია კიდევ ორი სახის განსხვავება: პირველი, ღია კორპორაციის წილები შესაძლოა, საფონდო ბირჟის მიერ ფასიანი ქაღალდების სიაში იქნეს შეტანილი, რა შემთხვევაშიც საწარმო „დალისტულ" (საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებულ) ან „საჯაროდ მოვაჭრე" კორპორაციად იწოდება, რომლისგანაც განსხვავდება ე.წ. „დაულისტავი" კორპორაცია (კორპორაცია, რომელიც არ არის საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებული).

მეორე, კორპორაციის წილებს შესაძლოა, ფლობდეს რამდენიმე ფიზიკური პირი, რომელთა პირადი ურთიერთობები მნიშვნელოვანია საწარმოს მარ-

[37] Ayotte და Hansmann, სქ. 21. თუმცა უნდა ითქვას, რომ ცალკეული ხელშეკრულების მხარეებს შეუძლიათ, უარი თქვან ერთობლივი გადაცემის ზოგად წესზე, და საწარმოზე კონტროლის შეცვლისას კონტრაჰენტის თანხმობის აუცილებლობა დაადგინონ.

თვისათვის, რა შემთხვევაშიც ასეთ კორპორაციებს „დახურულ“ (closely held) კორპორაციებს ვუწოდებთ და სხვებს – „ღია“ (widely held) კორპორაციებს. ხშირია, რომ, ზოგადი გაგებით, კორპორაციებს ყოფენ „საჯარო“ ან „დახურულ“ კორპორაციებად ისე, რომ აღწერილი განსხვავებები გაერთიანებულია (და ფართოდ გამოყენებული ტერმინი „დახურული კორპორაცია“ თავადვე აერთიანებს ამ ორაზროვნებას, რადგან გამოიყენება როგორც „დახურული კორპორაციის“, ისე „მცირე კორპორაციის“ აღსანიშნავად და ზოგ შემთხვევაში ორივეს აღნიშნავს). მაგრამ თავისუფალ ვაჭრობაში დაშვებული წილების მქონე ყველა კორპორაციას არ აქვს ფართოდ დივერსიფიცირებული მესაკუთრეთა სტრუქტურა და არ არის დაშვებული სავაჭროდ საფონდო ბირჟაზე. იმავდროულად, ზოგიერთ იურისდიქციაში ხშირად გვხვდება ისეთი კორპორაციები, რომელთა წილები არ არის თავისუფალ ვაჭრობაში დაშვებული, მაგრამ ჰყავთ ასობით ან ათასობით მესაკუთრე და, შესაბამისად, ძალიან მცირე აქვთ საერთო ტიპურ მცირე კორპორაციებთან, რომლებსაც მხოლოდ რამდენიმე მესაკუთრე ჰყავთ და ყველა მათგანი ან უმეტესობა მაინც ერთი ოჯახის წევრია.

წილების თავისუფალი გადაცემა, როგორც უკვე განვაცხადეთ, მჭიდროდ უკავშირდება ლიკვიდაციისგან დაცვას, რაც ძლიერი ფორმის იურიდიული დაცვის მქონე იურიდიული პირების მახასიათებელია, და, ასევე, შეზღუდულ პასუხისმგებლობას. ამ ორი მახასიათებლის გარეშე საწარმოს კრედიტუნარიანობა ერთიანობაში შეიძლება შეიცვალოს, ალბათ ფუნდამენტურადაც კი, საწარმოს მესაკუთრეთა ცვლილების შედეგად. ამის შემდეგ წილების ღირებულების შეფასება პოტენციური მყიდველებისათვის რთული იქნებოდა. [38] წილის ერთიანი ფასის დადგენა, რომელიც მყიდველის სიმდიდრისგან დამოუკიდებლად დგინდება, საშუალებას აძლევს ფასიანი ქაღალდების ბაზრებს, შეაგროვოს ინფორმაცია საწარმოს მოსალოდნელ სამომავლო წარმატებაზე, მისი წილების ფასიდან გამომდინარე.[39] ამის გარდა, წილების გამყიდველს შეუძლია, შერჩეული მყიდველის სიმდიდრე გამოიყენოს, რათა ნეგატიური ან პოზიტიური გავლენა მოახდინოს თავის თანაპარტნიორებზე საწარმოში. ამიტომ გასაკვირი სულაც არ არის, რომ ძლიერი იურიდიული დაცვა, შეზღუდული პასუხისმგებლობა და წილების თავისუფალი გადაცემა ერთად არის სტანდარტული საკორპორაციო ფორმის ნაწილი და მახასიათებელი. ამით იქმნება განსხვავება ტრადიციული ამხანაგობისგან, რომელსაც არც ერთი ეს თვისება არ ახასიათებს.

1.2.4 დელეგირებული მმართველობა ბორდის ფორმით

საწარმოს ორგანიზების სტანდარტული სამეწარმეო სამართლებრივი ფორმები განსხვავდება იმის მიხედვით, თუ როგორ არის გადანაწილებული

[38] Paul Halpern, Michael Trebilcock, and Stuart Turnbull, *An Economic Analysis of Limited Liability in Corporation Law*, 30 University of Toronto Law Journal 117, 136–138 (1980).

[39] იქვე, იხ., ასევე, თავი 9.1.1.

კონტროლის უფლებები, მათ შორის საწარმოს მიერ მბოჭავი ხელშეკრულებების დადების უფლებამოსილება, საწარმოსთვის დადებული ხელშეკრულებებით მინიჭებული უფლებების გამოყენების უფლებამოსილება და საწარმოს კუთვნილი აქტივების გამოყენებასთან დაკავშირებით გადაწყვეტილებების მიღების უფლებამოსილება.[40] მაგალითად, ამხანაგობების მარეგულირებელი დისპოზიციური წესებით საწარმოს ჩვეულებრივი სამეწარმეო საქმიანობის წარმართვის უფლებამოსილება აქვს ამხანაგობის პარტნიორთა უმრავლესობას, ხოლო უფრო ფუნდამენტური გადაწყვეტილებებისათვის საჭიროა ერთხმად გადაწყვეტილების მიღება. ასეთი განაწილების არცერთი ასპექტი არ გამოდგება სამეწარმეო კორპორაციებისათვის, რომლებსაც მრავალრიცხოვანი და მუდმივად ცვალებადი მესაკუთრეები ჰყავთ, რადგანაც წარმოიქმნება ხარჯები, რომლებიც საჭიროა მათი ინფორმირებულობისა და კოორდინაციისათვის.[41] ამის შედეგად, საკორპორაციო სამართლისთვის დამახასიათებელია, რომ საკორპორაციო საკითხების მართვის უფლებამოსილება მინიჭებული ჰქონდეს დირექტორთა ბორდს ან სხვა მსგავს ორგანოს, რომელსაც პერიოდულად, ექსკლუზიურად ან უპირატესად, ირჩევენ საწარმოს აქციონერები. უფრო კონკრეტულად, ბიზნესკორპორაციებს ახასიათებთ მმართველობის სტრუქტურა, სადაც, ყველაზე ფუნდამენტური გადაწყვეტილებების გარდა, ყველა სხვა გადაწყვეტილების მიღების უფლებამოსილება, როგორც წესი, მინიჭებული აქვს ბორდს. ამ უკანასკნელს ოთხი ძირითადი მახასიათებელი აქვს.

პირველ რიგში, ბორდი, ფორმალურად მაინც, განცალკევებულია კორპორაციის საქმიანობის (ოპერაციების) მმართველებისგან.[42] მათ შორის სამართ-

[40] უკვე განვიხილეთ, რომ საწარმოს კონტრაქტების ერთობად არსებობისათვის მნიშვნელოვანი წინაპირობაა, მესამე პირების მიზნებისთვის, ფიზიკური პირის დასახელება, რომელიც უფლებამოსილია, დადოს ისეთი ხელშეკრულებები, რომლებითაც შეიბოჭება საწარმო და მისი აქტივები (იხ. 22-23 შენიშვნის თანმდევი ტექსტი). პრაქტიკაში ხშირად არის გადაფარვა ასეთი წარმომადგენლობითი უფლებამოსილების ფარგლებსა და აქტივების კონტროლის თაობაზე საწარმოს შიგნით უფლებამოსილებების გადანაწილებას შორის. ასეთი წარმომადგენლობითი უფლებამოსილება ვერ დაეფუძნება მხოლოდ საწარმოს მონაწილეთა შეთანხმებას, უფრო სწორია, რომ ასეთი უფლებამოსილების პირი, გარკვეული დოზით, განისაზღვროს საკანონმდებლო წესების შესაბამისად. პრობლემაა მესამე პირებისთვის შეტყობინების საჭიროება. მცირე კორპორაციების მარეგულირებელი კანონმდებლობა ტოვებს ამ საკითხის საწარმოს წესდებით მოწესრიგების საშუალებას, ხოლო ფართო (და, სავარაუდოდ, მსხვილ) კორპორაციებში, სადაც უფრო ხელსაყრელია, რომ მრავალმა პარტნიორმა, კრედიტორმა და სხვა მესამე პირებმა იცოდნენ უფლებამოსილების განაწილების თაობაზე ისე, რომ არ დასჭირდეთ დროის დახარჯვა წესდების წასაკითხად, კანონმდებლობა, როგორც წესი, უფრო მკაცრია უფლებამოსილების გადანაწილების საკითხებში.

[41] იხ. Clark, note 7, at 23–4 and 801–16; Sofie Cools, *The Dividing Line Between Shareholder Democracy and Board Autonomy*, 11 European Company and Financial Law Review 258, 272–273 (2014).

[42] ასეთი გაყოფის ხასიათი განსხვავდება იმის მიხედვით, საბჭო ერთსაფეხურიანია თუ ორსაფეხურიანი. ორსაფეხურიან საბჭოში (ბორდში) მთავარი კორპორაციული ოფიცრები დგანან საბჭოს (ბორდის) მეორე (მმართველობით) საფეხურზე, რომელიც, ნომინალურად მაინც, დამოუკიდებელია საწარმოს დაქირავებული ოფიცრებისგან (ე.ი. საწარმოს უფროსი მმართველი დასაქმებულებისგან, თუმცა დასაქმებულები შეიძლება იყვნენ სამეთვალყურეო საბჭოს წევრები, რომლის მუშაობაშიც დასაქმებულები სავალდებულოდ მონაწილეობენ). იხ. თავი 3.1.

ლებრივი განსხვავება ფორმალურად გამოიხატება იმით, რომ კორპორაციული გადაწყვეტილებები, რომლებსაც არ სჭირდება აქციონერთა თანხმობა, იყოფა გადაწყვეტილებებად, რომელთათვისაც საჭიროა ბორდის თანხმობა და გადაწყვეტილებებად, რომლებიც შეიძლება მიიღონ საწარმოს დაქირავებულმა თანამდებობის პირებმა თავიანთი უფლებამოსილებით. ასეთი ფორმალური დაყოფა დაქირავებულ თანამდებობის პირებსა და ბორდს შორის ხელს უწყობს გამიჯვნას, ერთი მხრივ, ბიზნესგადაწყვეტილებების ინიცირებასა და შესრულებას და, მეორე მხრივ, გადაწყვეტილებების მონიტორინგსა და დამტკიცებას შორის. პირველი არის დაქირავებული თანამდებობის პირების პრეროგატივა, მეორე კი, თავად თანამდებობის პირების დაქირავებასთან ერთად, ბორდის პრეროგატივაა. ასეთი გამიჯვნა ხელსაყრელია, რომ უკეთ შემოწმდეს დაქირავებული თანამდებობის პირების მიერ მიღებული გადაწყვეტილებები.[43]

მეორე მახასიათებელი: ბორდს, სულ მცირე, მის მნიშვნელოვან ნაწილს მაინც, ირჩევენ საწარმოს აქციონერები. ამ მიდგომის ნათელი სარგებელი იმის უზრუნველყოფაა, რომ ბორდი აგრძელებს საწარმოს მესაკუთრეთა ინტერესებში მოქმედებას, რადგან სწორედ საწარმოს მესაკუთრეების ხარჯზე და მათ სასარგებლოდ მიიღება საწარმოს გადაწყვეტილებები და მათი ინტერესები, სხვა ინტერესჯგუფებისგან განსხვავებით, ისევე მყარად არ არის ხელშეკრულებით დაცული. მოთხოვნა, რომ ბორდი არჩეული უნდა იყოს, განასხვავებს კორპორაციულ ფორმას სხვა სამართლებრივი ფორმებისგან, როგორებიცაა, მაგალითად, არაკომერციული კორპორაცია ან ბიზნესტრასტი, სადაც დაშვებულია ბორდის შექმნა, მაგრამ აუცილებელი არ არის, რომ ბორდი არჩეული იყოს საწარმოს (ბენეფიციარი) მესაკუთრეების მიერ.

მესამე მახასიათებელი: მართალია, სრულად ან უმეტესად ბორდს ირჩევენ საწარმოს აქციონერები, მაგრამ ბორდი მათგან ფორმალურად განცალკევებულია. ასეთი გამიჯვნა ზოგავს გადაწყვეტილების მიღებასთან დაკავშირებულ ხარჯებს, რადგან გადაწყვეტილების მისაღებად საჭირო აღარ არის საწარმოს მესაკუთრეთა ინფორმირება და მათი თანხმობის მოპოვება, გარდა საწარმოსთან დაკავშირებული ფუნდამენტური გადაწყვეტილებებისა. ამით ბორდს ასევე საშუალება აქვს, დაიცვას უმცირესობაში მყოფი აქციონერების და სხვა კორპორაციის სტეიკჰოლდერების ინტერესები იმ მეთოდებით, რომლებიც განხილულია მე-4 თავში.

მეოთხე მახასიათებელი: ბორდს, ჩვეულებრივ, რამდენიმე წევრი ჰყავს. ასეთი სტრუქტურა, განსხვავებით, მაგალითად, კერძო ტრასტების მმართველობის სტრუქტურისგან, სადაც უფლებამოსილება კონცენტრირებულია ერთი პირის ხელში, ხელს უწყობს გადაწყვეტილებების მიღების ერთობლივ მონიტორინგსა და შემოწმებას. თუმცა არსებობს გამონაკლისებიც. ბევრი საკორპორაციო სამართლებრივი აქტი ნებას რთავს ბიზნესის შემქმნელებს, უარი

[43] იხ. Eugene Fama and Michael Jensen, *Agency Problems and Residual Claims*, 26 Journal of Law and Economics 327 (1983).

თქვან ერთობლივ ბორდზე და აირჩიონ ერთპიროვნული გენერალური დირექტორი ან ბორდი, რომელსაც ეყოლება ერთი წევრი.[44] ამის აშკარა მიზეზი არის ის, რომ ძალიან მცირე კორპორაციაში ბორდის ფუნქციების უმეტესობა, მათ შორის, როგორც აქციონერების წარმომადგენლისა და პასუხისმგებელი პირის, ისევე ეფექტურად შეიძლება შეასრულოს ერთმა არჩეულმა დირექტორმა, რომელიც, იმავდროულად, საწარმოს მთავარი მმართველია.

1.2.5 ინვესტორთა საკუთრება

საწარმოს „მესაკუთრეობას“, რა მნიშვნელობითაც ჩვენ ამ ტერმინს ვიყენებთ, ორი ძირითადი მახასიათებელი აქვს: საწარმოს კონტროლის უფლება და საწარმოს შემოსავლიდან წილის მიღების უფლება. ბიზნესკორპორაციების მარეგულირებელი სამართალი უმთავრესად აგებულია ისე, რომ ხელი შეუწყოს ისეთი საწარმოების საქმიანობას, რომელთა მესაკუთრეებიც არიან ინვესტორები, ანუ ისეთი საწარმოებისა, სადაც მესაკუთრეობის ორივე მახასიათებელი დაკავშირებულია ინვესტიციებთან საწარმოს კაპიტალში. უფრო რომ დავაზუსტოთ, საწარმოში, სადაც მესაკუთრეებს ინვესტორები წარმოადგენენ, საწარმოს კონტროლში მონაწილეობის უფლება, – რაც, ძირითადად, გულისხმობს დირექტორების არჩევისა და ძირითადი გარიგებების დასადასტურებლად ხმის მიცემის უფლებას, – და საწარმოს შემოსავლიდან ან მოგებიდან წილის მიღების უფლება საწარმოს კაპიტალში განხორციელებული ინვესტიციების პროპორციულია. ბიზნესკორპორაციების მარეგულირებელი საკანონმდებლო აქტები უმთავრესად დისპოზიციური წესების სახით განსაზღვრავენ კონტროლისა და მოგებაში წილის მიღების სწორედ ასეთ განაწილებას.[45]

თანამედროვე ეკონომიკაში მნიშვნელოვან როლს ასრულებს საკუთრების სხვა ფორმებიც, ასევე, ორგანიზაციული სამართლის სხვა ფორმები, მათ შორის საკორპორაციო სამართალი, რომლებიც სპეციალურად შედგენილია ამ ტიპის საწარმოებისათვის.[46] მაგალითად, საკანონმდებლო აქტები, რომლებითაც რეგულირდება კოოპერატივები, – ფორმა, რომელსაც აქვს კორპორაციული ფორმის ოთხივე დასახელებული მახასიათებელი, მიმოქცევადი წილების

[44] ეს ასეა არა მხოლოდ კერძო კორპორაციებისთვის შექმნილი კანონების შემთხვევაში, როგორებიცაა საფრანგეთის SARL (მუხ.L. 223-218 Code de commerce) და SAS (მუხ. L. 227-6 Code de commerce), და გერმანიის GmbH (§ 6 GmbH-კანონი), არამედ დიდი ბრიტანეთის ((§ 154(1) Companies Act 2006), იტალიის ((Art. 2380–II Civil Code) და აშშ-ის დელავერის შტატის (§ 141(b) Delaware General Corporation Law) ზოგადი საკორპორაციო კანონების შემთხვევაში.

[45] ბოლოდროინდელი აქტის მაგალითად, რომელიც განსხვავებულად აწესრიგებს ამ საკითხს (კვალიფიციური ხმის მიცემის უფლება გრძელვადიანი პარტნიორებისთვის ფრანგულ საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებულ კორპორაციებში), იხილეთ თავი 4.1.1.

[46] თანამედროვე ეკონომიკაში გავრცელებული მესაკუთრეობის განსხვავებული ფორმების შესახებ, ასევე მათი ეკონომიკური როლისა და მათი ურთიერთმიმართების შესახებ, ისევე როგორც იმ ურთიერთობის შესახებ, რომელიც არსებობს ამ ფორმებსა და სხვადასხვა ორგანიზაციულ საკანონმდებლო აქტს შორის, იხ. Hansmann, note 36.

გარდა, და რომელიც ამ უკანასკნელის არსებობის შესაძლებლობასაც იძლევა ხშირ შემთხვევაში, – ანაწილებენ ხმის მიცემის უფლებასა და მოგებიდან წილის მიღების უფლებას იმის პროპორციულად, თუ ვინ რა ოდენობით შემოსავალი მოუტანა საწარმოს (მწარმოებელი კოოპერატივების შემთხვევაში), ან ვინ რა ოდენობით პროდუქცია შეიძინა საწარმოსგან (სამომხმარებლო კოოპერატივების შემთხვევაში).

ინვესტორთა მესაკუთრეობის წახალისება კორპორაციული ფორმის მახასიათებელი მხოლოდ მეცხრამეტე საუკუნის მეორე ნახევარში გახდა. მანამდე ინვესტორებისა და მომხმარებლების კუთვნილი საწარმოები მსოფლიოს მასშტაბით არსებობდა ერთი კორპორაციული ფორმის სახით.[47] კორპორაციული ფორმის შემდგომი სპეციალიზაცია ინვესტორების კუთვნილი საწარმოს ფორმად ჩამოყალიბებით განაპირობა იმ დომინანტურმა როლმა, რომელსაც ასეთი საწარმოები ასრულებენ თანამედროვე ეკონომიკაში. ამასთან, კონკრეტული საწარმოს საჭიროებებზე მორგებულ ფორმას თავისი უპირატესობები აქვს და დაინტერესებული მხარეებისთვის თავიდანვე ნათელია, რა ტიპის საწარმოსთან აქვთ ურთიერთობა. მსხვილ საწარმოებს შორის ინვესტორების კუთვნილი საწარმოების დომინანტური მდგომარეობა მიუთითებს ამ ფორმის რამდენიმე საყურადღებო უპირატესობაზე: პირველი ის არის, რომ საწარმოში მონაწილე სხვადასხვა მხარეს შორის ინვესტორთა დაცვა სახელშეკრულებო გზით ხშირად ყველაზე რთული ამოცანაა;[48] მეორე ის არის, რომ ინვესტორებს, რომლებიც შენატანს ახორციელებენ კაპიტალში, აქვთ (ან თავიანთი წილებიდან გამომდინარე უჩნდებათ) მეტ-ნაკლებად ერთგვაროვანი ინტერესები, რაც ამცირებს – თუმცა მთლიანად ვერ აქრობს – საწარმოს მმართველობაში მონაწილეებს შორის ხარჯიანი კონფლიქტების ალბათობას.[49]

ინვესტორების საკუთრებიდან გამომდინარე სპეციალიზაცია კიდევ ერთი მახასიათებელია, რაც ბიზნესკორპორაციების სამართალს განასხვავებს ამხანაგობების სამართლისგან. ამხანაგობის ფორმა, როგორც წესი, არ გულისხმობს, რომ მესაკუთრეობა დაკავშირებულია კაპიტალში შენატანებთან. ის ხშირად ამ ფორმითაც გამოიყენება, თუმცა, უპირატესად, ვხვდებით ისეთ განაწილებას, როდესაც საწარმოს მესაკუთრეები, სრულად ან ნაწილობრივ, არიან ისინი, ვისაც თავისი შრომით ან წარმოების სხვა ფორმით, წვლილი შეაქვს საწარმოს საქმიანობაში – მაგალითად, იურისტების ან სხვა მომსახურების სფეროში არსებული ამხანაგობების შემთხვევაში, ან, თუნდაც, სტერეოტიპული ორწევრიანი ამხანაგობების შემთხვევაში, სადაც ერთ წევრს წვლილი შეაქვს

[47] Henry Hansmann and Mariana Pargendler, The Evolution of Shareholder Voting Rights: Separation of Ownership and Consumption, 123 Yale Law Journal 948 (2014).

[48] იხ., მაგ., Oliver Williamson, Corporate Governance, 93 Yale Law Journal 1197 (1984).

[49] იხ. Hansmann, note 36. იხ. John Armour and Jeffrey N. Gordon, Systemic Harms and Shareholder Value, 6 Journal of Legal Analysis 35, 50–56 (2014), სადაც განხილულია ის შედეგები, რაც მოჰყვება დივერსიფიცირებული და არადივერსიფიცირებული ინვესტორების განსხვავებულ მიდგომებს რისკების მიმართ.

თავისი შრომით, მეორეს კი – სხვა კაპიტალის სახით. ამის შედეგია ის, რომ ბიზნესკორპორაცია საკუთრების განაწილების უფრო მოუქნელ ფორმას გვთავაზობს, ვიდრე ამხანაგობა. რასაკვირველია, სახელშეკრულებო შეთანხმებებითა და ფორმის სხვადასხვა მანიპულაციის შედეგად შესაძლებელია, რომ ბიზნესკორპორაციაში წილების მესაკუთრეები იყვნენ ისინი, ვინც შენატანს ახორციელებენ თავისი შრომით ან სხვა ფორმის წარმოებით, ან საწარმოს მომსახურების გამოყენებით. გარდა ამისა, კორპორაციული ფორმის განვითარებასთან ერთად, უფრო მოქნილი გახდა მესაკუთრეობის გადანაწილების ფორმები, რაც ხდება ან ძირითადი კორპორაციული ფორმის დისპოზიციური წესებიდან გადახვევით (მაგ., წილების ფლობასა თუ გადაცემასთან დაკავშირებული შეზღუდვებით), ან განსხვავებული და უფრო მოქნილი ფორმის შექმნით დახურული კორპორაციებისათვის. მიუხედავად ამისა, კორპორაციული სამართლის დისპოზიციური ნორმები, უპირატესად, შედგენილია ინვესტორების კუთვნილი ბიზნესკორპორაციებისათვის და ამ დადგენილი მიმართულებიდან გადახვევამ შეიძლება გარკვეული უხერხულობაც კი გამოიწვიოს. ამისი კარგი მაგალითია შემოსავლების, აქტივებისა და კონტროლის განაწილების რთული სქემები მეწარმეებსა და ინვესტორებს შორის მაღალტექნოლოგიურ სტარტაპებში.[50]

თავად ინვესტორების კუთვნილ კომპანიებშიც მოხდა შემდგომი სპეციალიზაცია, მაგალითად, ბოლო დროს გაჩნდა „საჯარო სარგებლობის“ ან „საზოგადოებრივი დაინტერესების პირის“ კორპორაციების სპეციალური ფორმა, რომლის მიზანია, შეასრულოს ჰიბრიდული საწარმოების მიზნები, რომლებიც ეკუთვნით ინვესტორებს, თუმცა შექმნილია კონკრეტული სოციალური მიზნის მისაღწევად.[51] ასევე, ამის კიდევ ერთ მაგალითად სახელმწიფოს მონაწილეობით დაფუძნებული საწარმოები შეგვიძლია დავასახელოთ, რომლებიც იყენებენ კორპორაციულ ფორმას, რითაც სახელმწიფოს შესაძლებლობა აქვს, თანამესაკუთრედ ჰყავდეს კერძო ინვესტორები. გამომდინარე იქიდან, რომ სახელმწიფო არცთუ ისე ხშირად, და შეიძლება არც არასდროს, არ არის ჩვეულებრივი ფინანსური ინვესტორი, შესაბამისად, სახელმწიფო საკუთრებას თან ახლავს საწარმოს პარტნიორთა უფრო მეტი მრავალფეროვნება, ვიდრე ამას ჩვეულებრივ ინვესტორებს შორის ვხვდებით, შედეგად კი იზრდება უნიკალური ინტერესთა კონფლიქტების წარმოშობის ალბათობა.[52] ხანდახან ძირითადი

[50] Stephen N. Kaplan and Per Strömberg, Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts, 70 Review of Economic Studies 281 (2003).

[51] იხ., მაგ., Jesse Finfrock and Eric L. Talley, Social Entrepreneurship and Uncorporations, 2014Illinois Law Review 1867; Regulator of Community Interest Companies (UK), Annual Report2013/2014 (2014).

[52] იხ., მაგ., Mariana Pargendler, Aldo Musacchio, and Sergio G. Lazzarini, In Strange Company: ThePuzzle of Private Investment in State-Controlled Firms, 46 Cornell International Law Journal 569(2013).

კორპორაციული სამართალიც ცვლის ინვესტორების კუთვნილი საწარმოების მიმართ განვითარებულ ზოგად მიდგომას, რათა საშუალება მისცეს კაპიტალის ინვესტორებთან ერთად სხვა პირებსაც, მაგალითად, კრედიტორებს ან დასაქმებულებს, რომ მონაწილეობა მიიღონ საწარმოს კონტროლში ან მოგებაში, ან ორივეში. მართვაში დასაქმებულთა მონაწილეობა ამისი ნათელი მაგალითია. ინვესტორების კუთვნილ საწარმოებში ასეთ არაინვესტორთა მონაწილეობის სხვადასხვა ფორმის განსაზღვრა საკორპორაციო სამართლის ცენტრალურ საკამათო საკითხად რჩება, რომელსაც განვიხილავთ მე-4 თავში.

იურისდიქციების უმეტესობას ასევე აქვს ერთი ან რამდენიმე საკანონმდებლო ფორმა – როგორებიცაა: აშშ-ში არაკომერციული კორპორაცია, სამოქალაქო სამართლის ფონდი და დიდი ბრიტანეთის გარანტიით შეზღუდული კომპანია, რომლებიც საშუალებას იძლევა, შეიქმნას არაკომერციული საწარმოები. ეს ისეთი საწარმოებია, სადაც არცერთი პირი არ მონაწილეობს ერთდროულად მის მართვასა და მიღებული შემოსავლების განაწილებაში (სხვაგვარად რომ ვთქვათ, საწარმოებს მესაკუთრეები არ ჰყავთ). არაკომერციულ ორგანიზაციებს, კოოპერატივების მსგავსად, ხანდახან „კორპორაციად“ მოიხსენიებენ, თუმცა ჩვენ მათ განსაკუთრებულ ყურადღებას არ დავუთმობთ, მიუხედავად იმისა, რომ რამდენიმე მსოფლიოში წარმატებული ინდუსტრიული საწარმო სწორედ რომ არაკომერციული ფორმით არის ჩამოყალიბებული.[53] შესაბამისად, როდესაც ჩვენ ამ წიგნში ვიყენებთ ტერმინ „კორპორაციას“, ვგულისხმობთ მხოლოდ ბიზნესკორპორაციას, და არა კოოპერატივს, არაკომერციულ კორპორაციას, მუნიციპალურ კორპორაციას ან სხვა ტიპის იურიდიულ პირებს. იქ, სადაც ორაზროვნების საფრთხე არსებობს, ჩვენ სპეციალურად გამოვიყენებთ ტერმინ „ბიზნესკორპორაციას“, რათა მივუთითოთ კონკრეტულად ინვესტორების კუთვნილ საწარმოებზე, რომლებიც ჩვენი მთავარი განსახილველი ფორმაა.

1.3 საკორპორაციო სამართლის წყაროები

ყველა იურისდიქციას, რომელსაც აქვს განვითარებული საბაზრო ეკონომიკა, აქვს, სულ მცირე, ერთი ძირითადი საკანონმდებლო აქტი, რომელიც განსაზღვრავს ძირითად კორპორაციულ ფორმას ზემოთ აღწერილი ხუთი მახასიათებლით, და რომელიც შექმნილია საჯარო კორპორაციების დასაფუძნებლად. მიუხედავად ამისა, საკორპორაციო სამართალი, როგორც ჩვენ ის ფუნქციურად გვესმის, როგორც წესი, მნიშვნელოვნად სცდება ამ ძირითადი საკანონმდებლო აქტის ფარგლებს.

[53] ე.წ. „ინდუსტრიული ფონდების“ თაობაზე იხ. Steen Thomsen and Henry Hansmann, Managerial Distance and Virtual Ownership: The Governance of Industrial Foundations, Working Paper (2013), at ssrn.com.

1.3.1 სპეციალური და ნაწილობრივი კორპორაციული ფორმები

უპირველეს ყოვლისა, ძირითად იურისდიქციებში, ჩვეულებრივ, არსებობს, სულ მცირე, ერთი გამორჩეული საკანონმდებლო ფორმა სპეციალურად დახურული კორპორაციების ან შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოებებისთვის. ეს ფორმები, – ბრაზილიური Ltda-ს, ფრანგული SARL-ის, გერმანული GmbH-ს, იტალიური Srl-ის, იაპონური godo kaisha-ს, ამერიკული limited liability company-სა და ბრიტანული private company-ს ჩათვლით, [54] – როგორც წესი, ხასიათდებიან კორპორაციული ფორმის კანონიკური თვისებების უმეტესობით. ისინი ღია ან „საჯარო“ კომპანიებისგან, ძირითადად, იმით განსხვავდებიან, რომ მათი წილები, პრინციპის დონეზე მაინც, გადაცემადია, თუმცა მიიჩნევა, და ზოგიერთ შემთხვევაში სავალდებულოც კია, რომ საჯარო ბაზარზე თავისუფლად არ ივაჭრება. ხანდახან ამ ფორმებში ნებადართულია ხუთი ძირითადი მახასიათებლიდან ერთ-ერთის ცვლილება – დელეგირებული მენეჯმენტის, როდესაც ბორდის ნაცვლად კომპანიას პირდაპირ პარტნიორები მართავენ.[55] ამ საკანონმდებლო აქტებით ასევე დაშვებულია, და ხანდახან წახალისებულიცაა, კონტროლისა და მოგებაში მონაწილეობის უფლებების სპეციალური განაწილება ისევე, როგორც პარტნიორთა შრომის უფლება, რითაც ეს უფლებები სცდება იმ ფარგლებს, რაც დაშვებულია საჯარო კორპორაციების მარეგულირებელ ძირითად საკანონმდებლო აქტებში.

მეორე რიგში, აღსანიშნავია, რომ ზოგიერთ იურისდიქციაში, სპეციალურ დახურულ კორპორაციულ ფორმებთან ერთად, არსებობს კვაზიკორპორაციული საკანონმდებლო ფორმები, რომლებიც მოიცავს ბიზნესკორპორაციის დამახასიათებელ ხუთივე ძირითად თვისებას, თუმცა ზოგიერთი მათგანი იქმნება ხელშეკრულების საფუძველზე. ერთ-ერთი მაგალითია შეზღუდული პასუხისმგებლობის ამხანაგობა, რომელიც ახლახან დაემატა არსებულ კორპორაციულ ფორმებს აშშ-ში, იაპონიასა და ზოგიერთ ევროპულ იურისდიქციაში. ამ ფორმაში ერთიანდება შეზღუდული პასუხისმგებლობა და ტრადიციული ამხანაგობა. აშშ-სა და დიდ ბრიტანეთში კანონით ახლა დაშვებულია, რომ შეზღუდულ ამხანაგობას ჰქონდეს ძლიერი ფორმის იურიდიული პირის დაცვა (პარტნიორების ან კრედიტორების უფლება, მოითხოვონ საწარმოს იძულებითი ლიკვიდაცია, შეზღუდულია).[56] ამის შედეგად შესაძლებელია, რომ პარტნიორთა შეთანხმება ითვალისწინებდეს შესაბამის მმართველობით დებულებებს და დახურული კორპორაცია ჩამოყალიბდეს შეზღუდული პასუხისმგებლობის ამხანაგობის ფორმით.

[54] ბრიტანული private company-ს შემთხვევაში სტანდარტული ფორმა განსაზღვრულია არა ცალკე საკანონმდებლო აქტში, არამედ სხვადასხვა მუხლის ერთობლიობით ერთ საკანონმდებლო აქტში, რომელიც ვრცელდება როგორც საჯარო, ისე კერძო კომპანიებზე.

[55] იხ. note 44.

[56] იხ. Hansmann, Kraakman and Squire, note 13, at 1391–1394.

აშშ-ის საკანონმდებლო ბიზნესტრასტი (statutory business trust) წარმოადგენს კიდევ ერთ მაგალითს. ის გვთავაზობს ძლიერ იურიდიულ პირსა და შეზღუდულ პასუხისმგებლობას, თუმცა შიდა ორგანიზაციის ყველა ელემენტი განსაზღვრულია ორგანიზაციის მმართველ დოკუმენტში (წესდებაში), კანონმდებლობა ამ საკითხების უმეტესობის მოსაწესრიგებლად დისპოზიციურ ნორმებსაც კი არ ადგენს.[57] წესდების შესაბამისი მუხლების საშუალებით საკანონმდებლო ბიზნესტრასტი შეიძლება იყოს საჯარო კორპორაციის ეკვივალენტი, სადაც აქციონერების ადგილს იკავებენ ტრასტის ბენეფიციარები.

წინამდებარე წიგნში მოცემული ჩვენი ანალიზი ფარავს ყველა ამ სპეციალურ და კვაზიკორპორაციულ ფორმებს იმდენად, რამდენადაც მათ აქვთ ყველა ან ძირითადი კორპორაციული თვისებების უმეტესობა. მართალია, ჩვენ ხანდახან ვუთითებთ ზოგიერთ ამ ფორმაზე, რათა ხაზი გავუსვათ კონკრეტულ უჩვეულო თვისებებს, მაგრამ ჩვენი ძირითადი იურისდიქციების კორპორაციული კანონმდებლობის აღწერისას მე-3-მე-9 თავებში, ძირითადად, ყურადღებას ვუთმობთ საჯარო კორპორაციებს.

1.3.2 სამართლის სხვა წყაროები

არსებობს სამართლის წყაროები, რომლებიც, ზოგიერთ იურისდიქციაში მაინც, თავმოყრილია საკანონმდებლო აქტებსა ან სასამართლო პრაქტიკაში, რაც არ არის ძირითადი საკორპორაციო აქტებისა და იმ სპეციალური და კვაზიკორპორაციული საკანონმდებლო აქტების ნაწილი, რომლებზეც ვისაუბრეთ, თუმცა ისინი მაინც არსებითად მნიშვნელოვანია იმისთვის, რომ იმოქმედოს კორპორაციული ფორმის ხუთმა ძირითადმა მახასიათებელმა ან იმისთვის, რომ მოგვარდეს მე-2 თავში აღწერილი წარმომადგენლობის პრობლემები. ამიტომ მათ ჩვენ ფუნქციური კორპორაციული სამართლის ნაწილად განვიხილავთ.

დასაწყისისთვის ავიღოთ გერმანიის კორპორაციული ჯგუფების სამართალი, ანუ იგივე *Konzernrecht*, რომელიც შეზღუდული პასუხისმგებლობის კვალიფიკაციას ადგენს და შეზღუდვებს უწესებს ბორდს ისეთ კორპორაციებში, რომლებიც მჭიდროდ არიან დაკავშირებული ერთად მოქმედ მესაკუთრეთა სტრუქტურასთან. ამით სამართალი ცდილობს, დაიცვას კრედიტორები და მინორიტარი აქციონერები ისეთ კორპორაციებში, სადაც არიან მაკონტროლებელი აქციონერები. მართალია, *Konzernrecht* – მას უფრო დეტალურად შევეხებით მე-5 და მე-6 თავებში – გადმოცემულია საკანონმდებლო აქტში, რომელიც ფორმალურად განცალკევებულია კორპორაციების მარეგულირებელი აქტებისა და სასამართლო პრაქტიკისგან, ის ნამდვილად გერმანული

[57] ის პრინციპულად იმით განსხვავდება საერთო სამართლის კერძო ტრასტისგან, რომლისგანაც ეს ფორმა განვითარდა, რომ ერთმნიშვნელოვნად ითვალისწინებს ბენეფიციარების შეზღუდულ პასუხისმგებლობას იმ შემთხვევაშიც კი, თუ ისინი ახორციელებენ კონტროლს.

კორპორაციული სამართლის განუყოფელი ნაწილია. ამის მსგავსად, ბევრი იურისდიქციის საკანონმდებლო წესები, – რომელთა მიხედვით, სავალდებულოა დასაქმებულთა წარმომადგენლობა კორპორაციის ბორდში, რისი ნათელი მაგალითიცაა გერმანული სამართლის მართვაში თანამონაწილეობის წესები, – მიიჩნევა კორპორაციული სამართლის ნაწილად, მიუხედავად იმისა, რომ ზოგ შემთხვევაში ისინი მომდინარეობენ ძირითადი საკორპორაციო საკანონმდებლო აქტების მიღმა არსებული აქტებიდან, რადგან განსაზღვრავენ დიდი კორპორაციების დირექტორთა ბორდში დასაქმებულთა წარმომადგენლობის დეტალურ სტრუქტურას.

ბევრი იურისდიქციის ფასიანი ქაღალდების შესახებ კანონმდებლობა, აშშ-ის ჩათვლით, ძლიერ გავლენას ახდენს კორპორაციულ მართვაზე ისეთი წესებით, რომლებიც ავალდებულებს ინფორმაციის ღიაობას,[58] და ხანდახან არეგულირებს კორპორაციული ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვას, შერწყმასა და შესყიდვას, ასევე კორპორაციულ არჩევნებს. საფონდო ბირჟის წესები, რომლებითაც რეგულირებულია ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებული საწარმოების შიდა ურთიერთობების მრავალი ასპექტი, კორპორაციული სამართლის კიდევ ერთი დამატებითი წყარო შეიძლება იყოს თვითრეგულაციის სხვა ისეთ ფორმებთან ერთად, როგორიცაა დიდი ბრიტანეთის საქალაქო კოდექსი შერწყმისა და დაუფლების შესახებ (UK's City Code on Takeovers and Mergers).[59] სამართლის ეს დამატებითი წყაროები კორპორაციული სამართლის ძირითადი სტრუქტურის საჭირო ნაწილია და ჩვენთვის ყველა მათგანი საყურადღებოა.

კომპანიებისთვის ბევრი შეზღუდვა დაწესებულია სამართლის წყაროებით, რომლებიც შექმნილია ისეთი მიზნების მისაღწევად, რომლისთვისაც მნიშვნელობა არ აქვს ორგანიზაციის კონკრეტულ ფორმას. მართალია, ჩვენ ამ წყაროებს, ზოგადად, არ შევეხებით, თუმცა განვიხილავთ ისეთ შეზღუდვებს, რომლებიც მნიშვნელოვან გავლენას ახდენენ კორპორაციულ სტრუქტურასა და ქცევაზე. გაკოტრების სამართალი – ან „გადახდისუუნარობის

[58] მტკიცედ მხარდაჭერილი მოსაზრება Robert B. Thompson and Hillary A-ს მიერ. Sale, Securities Fraud as Corporate Governance: Reflections upon Federalism, 56 Vanderbilt Law Review 859 (2003).

[59] ჩვენ ასეთ თვითრეგულაციას „სამართლის" წყაროდ მოვიხსენიებთ ნაწილობრივ იმიტომ, რომ პირდაპირ თუ არაპირდაპირ, მას, ზოგადად, ვიწრო თვალსაზრისით, მხარს უჭერს თვითონ კანონმდებლობა. მაგალითისთვის, ამერიკული საფონდო ბირჟების თვითმარეგულირებელი უფლებამოსილება განმტკიცებულია და, იმავდროულად, შეზღუდულია აშშ-ის ფასიანი ქაღალდების ბრუნვის აქტით (Securities Exchange Act) და იმ ადმინისტრაციული წესებით, რომლებსაც გამოსცემს ფასიანი ქაღალდებისა და ბრუნვის კომისია (Securities and Exchange Commission) ამ აქტის საფუძველზე. ამის მსგავსად, დიდი ბრიტანეთის დაუფლების მარეგულირებელი პანელის (UK Takeover Panel) უფლებამოსილება არაპირდაპირ აღიარებული იყო 2006 წლამდე იმ წესით, რომ პანელის გადაწყვეტილებების დაუმორჩილებლობის შემთხვევაში მიღებული იქნებოდა ფორმალური რეგულაცია. ამის შემდეგ პანელი სარგებლობს ფორმალური საკანონმდებლო უფლებამოსილებით (კომპანიების 2006 წლის აქტის ნაწილი 28 (Part 28 Companies Act 2006 (UK)), და, შესაბამისად, აღარ არის სრულად „თვითმარეგულირებელი".

სამართალი“, როგორც მას ზოგიერთ იურისდიქციაში უწოდებენ, – სწორედ ამის მაგალითია. გაკოტრებისას საწარმოს მესაკუთრეობა ინაცვლებს ინვესტორთა ერთი ჯგუფიდან მეორე ჯგუფში – აქციონერებიდან კრედიტორებზე. კრედიტორებს ენიჭებათ საბოლოო სანქცია დამრღვევი საწარმოების წინააღმდეგ. ამით ჩრდილი ადგება საწარმოს ურთიერთობებს კრედიტორებთან და, იმავდროულად, ეს გავლენას ახდენს კორპორაციული სამართლის დაცვის იმ ზოგად მექანიზმებზე, რომლებიც კრედიტორებს შეიძლება სჭირდებოდეთ. ამიტომ ჩვენ ვაფასებთ გაკოტრების სამართლის როლს მე-5 თავში. საგადასახადო სამართალი ასევე პირდაპირ გავლენას ახდენს კორპორაციის შიდა მმართველობის სხვადასხვა ეტაპზე; ამის ნათელი მაგალითია მე-3 თავში განხილული აშშ-ის შეზღუდვა, რომლის მიხედვითაც, აღმასრულებელი მმართველების ხელფასი, რომელიც აღემატება 1 მილიონ აშშ-ის დოლარს, არ შეიძლება გამოიქვითოს შემოსავლებიდან საგადასახადო მიზნებისთვის, გარდა იმ შემთხვევებისა, როდესაც ის არის წამახალისებელი ანაზღაურება.[60] და ამასთან, დასაქმებულების ბორდში წარმომადგენლობის გარდა, ზოგიერთი ქვეყნის შრომითი კანონმდებლობა – როგორც ხაზგასმულია მე-4 თავში – იწვევს დასაქმებულების ან მათი კავშირების ჩართულობას კორპორაციული გადაწყვეტილებების მიღების პროცესში ისეთი მოთხოვნებით, რომელთა თანახმადაც, სავალდებულოა დასაქმებულთა საბჭოებთან ან სხვა ორგანოებთან კონსულტაცია კონკრეტული ტიპის გადაწყვეტილებების მიღების წინ.

1.4 კანონი თუ ხელშეკრულება საკორპორაციო ურთიერთობებში

კორპორაციის მონაწილეებს შორის ურთიერთობები მნიშვნელოვანწილად სახელშეკრულებო ფორმით არსებობს. მათ მბოჭავ ძირითად ხელშეკრულებას კორპორაციის წესდება წარმოადგენს (ან „ასოციაციის შეთანხმება“ ან „კონსტიტუცია“, როგორც მას უწოდებენ ზოგიერთ იურისდიქციაში). წესდებით განსაზღვრულია ძირითადი პირობები, რომელთა საფუძველზეც საწარმოს პარტნიორები ერთმანეთთან და საწარმოს დირექტორებსა და სხვა მმართველებთან ურთიერთობენ.[61] აშკარა ან ნაგულისხმევი მითითებით წესდება შესაძლებელია ასევე გახდეს საწარმოსა და მის დასაქმებულებს ან კრედიტორებს შორის დადებული ხელშეკრულების ნაწილი. კორპორაციის ყველა ან ზოგიერთი აქციონერი შეიძლება ასევე შებოჭილი იყოს ერთი ან რამდენიმე პარტნიორის შეთანხმებით.

[60] § 162(m) Internal Revenue Code (U.S.).

[61] წესდებასთან ერთად შეიძლება მოქმედებდეს ცალკე კორპორაციული დოკუმენტები (bylaws), რომლებიც, როგორც წესი, ნაკლებად ფუნდამენტურ საკითხებს აწესრიგებენ და მათი ცვლილების პროცესი, ზოგადად, უფრო მოქნილია წესდებასთან შედარებით.

იმავდროულად კორპორაციები რეგულირდება მრავალრიცხოვანი საკანონმდებლო აქტებით. ეს აქტები ამ წიგნში შესწავლის მთავარი საგანია. სანამ ამ საკანონმდებლო აქტებს დეტალურად განვიხილავთ, უნდა შევეხოთ ფუნდამენტურ და გასაოცრად რთულ შეკითხვას: რა როლს ასრულებს ეს კანონმდებლობა? როგორც უკვე ვნახეთ, რამდენიმე გამონაკლისის გარდა, კორპორაციული ფორმის განმსაზღვრელი ელემენტები თეორიულად მაინც შესაძლებელია, რომ ხელშეკრულებით განისაზღვროს. იგივე შეიძლება ითქვას სხვა საკანონმდებლო წესებზეც, რომლებსაც ამ წიგნის ფარგლებში მიმოვიხილავთ. ეს საკანონმდებლო წესები რომ არ არსებობდეს, მათ მიერ განსაზღვრული ურთიერთობები მაინც შეიქმნებოდა ხელშეკრულებების საშუალებით, კერძოდ, მსგავსი მუხლები ჩაიწერებოდა ორგანიზაციის წესდებაში. სწორედ ამ საშუალებას იყენებდა მრავალი დაუფუძნებელი სააქციო საზოგადოება მე-18 და ადრეული მე-19 საუკუნეების ინგლისში, სანამ საწარმოს დაფუძნების შესაძლებლობა უფრო ფართოდ ხელმისაწვდომი გახდებოდა 1844 წელს. ამ კომპანიებმა თავიანთი იურიდიული ფორმა მიიღეს ამხანაგობისა და ტრასტების სამართლიდან, ხოლო დანარჩენი კორპორაციული სტრუქტურა, შეზღუდული პასუხისმგებლობის ჩათვლით, ჩამოაყალიბეს ხელშეკრულების საფუძველზე.[62] მაშინ რატომ არის, რომ დღევანდელ განვითარებულ ეკონომიკებში ვიყენებთ დახვეწილ საკანონმდებლო აქტებს, რომლებიც განსაზღვრავენ კორპორაციების შიდა მმართველობის მრავალრიცხოვან წესებს?

1.4.1 იმპერატიული კანონები თუ დისპოზიციური ნორმები

ამ შეკითხვაზე პასუხის გასაცემად მნიშვნელოვანია, განვასხვაოთ სამართლებრივი ნორმები, რომლებიც წარმოადგენენ დისპოზიციურ წესებს, ანუ ისინი მხოლოდ იმ შემთხვევაში გამოიყენება, თუ მხარეები აშკარად არ შეთანხმდებიან განსხვავებულ წესზე, და სამართლებრივი ნორმები, რომლებიც იმპერატიულია და მხარეებს სხვა არჩევანი არ აქვთ, მათ სავალდებულოდ უნდა დაემორჩილონ.[63]

საკორპორაციო სამართლის მნიშვნელოვანი ნაწილი – ზოგიერთ იურისდიქციაში უფრო მეტად, ვიდრე სხვა იურისდიქციებში – შედგება დისპოზიციური ნორმებისგან.[64] ამ თვალსაზრისით, საკორპორაციო სამართალი მხარეებს სთავაზობს სტანდარტული ფორმის ხელშეკრულებას, რომლის სრულად თუ ნაწილობრივ გამოყენება მხარეების არჩევანზე არის დამოკიდებული. ასეთი სტანდარტული ფორმის ცნობილი უპირატესობა ის არის, რომ ის ზოგავს ხარ-

[62] Ron Harris, Industrializing English Law (2000); Hansmann, Kraakman, and Squire, note 13.

[63] იხილეთ, ზოგადად, სიმპოზიუმის ნაშრომები სათაურით: Contractual Freedom and Corporate Law, in 89 Columbia Law Review 1395–774 (1989).

[64] ისინი „დისპოზიციურია“ იმ გაგებით, რომ გამოიყენება (კომპიუტერის პარამეტრების მსგავსად) „დისპოზიციურად“, თუ მხარეები სხვაგვარად არ განსაზღვრავენ.

ჯებს – კერძოდ, ის აადვილებს მხარეებს შორის ხელშეკრულების დადებას, რადგან მათ თავიანთი ურთიერთობის მხოლოდ იმ პირობების დაზუსტება მოეთხოვებათ, რომლებიც სტანდარტული პირობებისგან განსხვავებულია. შესაბამისად, საკორპორაციო სამართლის მიერ სტანდარტული პირობების დისპოზიციური ნორმების სახით განსაზღვრა, ეკონომიკური თვალსაზრისით, „საჯარო სიკეთედ“ მიიჩნევა. დისპოზიციურ ნორმებს ამ ფუნქციის საუკეთესოდ შესრულება მაშინ შეუძლიათ, თუ მათი შინაარსი „მაჟორიტარულია“ – ესე იგი, როდესაც ისინი ითვალისწინებენ ისეთ წესებს, რომლებსაც, ჩვეულებრივ, კარგად ინფორმირებული მხარეების უმრავლესობა აირჩევდა.[65]

დისპოზიციური ნორმების მხარეებისთვის შეთავაზება სხვადასხვა გზით შეიძლება და არჩეული გზა განსაზღვრავს მათი „ხელშეკრულებაში ასახვის“ სიმარტივესა და საშუალებებს.[66] დისპოზიციური საკორპორაციო ნორმის ხშირი მაგალითია საკანონმდებლო ნორმა, რომელიც ვრცელდება მხარეთა ურთიერთობაზე იმ შემთხვევაში, თუ მხარეები ალტერნატიულ მოწესრიგებაზე აშკარად არ შეთანხმებულან, მაგალითად ნორმა, რომ ერთ აქციას აქვს ერთი ხმა. წესდების მუხლით შესაძლებელია ამ დისპოზიციური ნორმის შეცვლა, მაგალითად ისე, რომ დაშვებული იყოს ხმის გარეშე აქციების გამოშვება.

ალტერნატივის სახით საკორპორაციო სამართალი ხანდახან განსაზღვრავს წესს, რომელიც გამოიყენება, თუ მხარეებს არ აურჩევიათ დისპოზიციური ნორმა – „ან-ან“ ნორმა. მაგალითს გვთავაზობს ფრანგული საკორპორაციო სამართალი, რომელიც მხარეებს უფლებას აძლევს, ალტერნატიულად აირჩიონ ორსაფეხურიანი ბორდის სტრუქტურა ერთსაფეხურიანი სტრუქტურის ნაცვლად.[67] სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, კანონი ამ შემთხვევაში კორპორაციას აძლევს ორ საკანონმდებლო ნორმას შორის არჩევის საშუალებას: პირველი არის სტანდარტული ნორმა, მეორე კი „მეორეული“ ნორმა, რომელიც გამოიყენება მხოლოდ მაშინ, თუ საწარმო უარს იტყვის სტანდარტული დისპოზიციური ნორმის გამოყენებაზე (ანუ „ირჩევს“ მეორეულ ნორმას). კანონით ასევე შესაძლებელია, განსაზღვრული იყოს დისპოზიციური ნორმის შეცვლის სპეციალური პროცედურები. მაგალითად, ისეთი დისპოზიციური ნორმების შესაცვლელად, რომლებიც იცავს მინორიტარი აქციონერების ინტერესებს, შესაძლოა საჭირო იყოს მინორიტარი აქციონერების თანხმობა.[68]

[65] Easterbrook and Fischel, note 7, at 34–35.

[66] დისპოზიციური ნორმის მოქმედებაზე გავლენას ახდენს ის, თუ რამდენად მარტივია მხარეებისთვის ამ ნორმების „ხელშეკრულებაში ასახვა“. ამ და სხვა საკითხების ნიუანსური განხილვისათვის იხ. Ian Ayres, Regulating Opt-Out: An Economic Theory of Altering Rules, 121 Yale Law Journal 2032 (2012). ემპირიული პერსპექტივისთვის იხ. Yair Listokin, What do Corporate Default Rules and Menus Do? An Empirical Examination, 6 Journal of Empirical Legal Studies 279 (2009).

[67] იხ. Art. 225-57 Code de commerce.

[68] იხ. Lucian A. Bebchuk and Assaf Hamdani, Optimal Defaults For Corporate Law Evolution, 96 Northwestern University Law Review 489 (2002).

აღწერილი ორალტერნატივიანი ნორმები შეიძლება მეტად გაფართოვდეს და კორპორაციებს შესთავაზოს ორზე მეტი არჩევანი კონკრეტული წესების „მენიუდან“.[69]

არსებობს საკორპორაციო სამართლის მნიშვნელოვანი იმპერატიული ნორმები.[70] დიდ გერმანულ კორპორაციებს, მაგალითად, სხვა ალტერნატივა არ აქვთ და ვალდებული არიან, უზრუნველყონ, რომ სამეთვალყურეო საბჭოს წევრების ნახევარს მათი დასაქმებულების წარმომადგენლები შეადგენდნენ. აშშ-ის კორპორაციებს, რომელთა აქციებიც საჯაროდ ივაჭრება, ევალებათ, რომ საჯარო გახადონ დეტალური ფინანსური ინფორმაცია მკაცრად რეგულირებულ ფორმატში.[71] ამ ტიპის იმპერატიული ნორმების რაციონალობა, როგორც წესი, ემყარება „სახელშეკრულებო კრახებს“: ზოგიერთი ნაკლებად ინფორმირებული მხარე შეიძლება ექსპლუატაციის მსხვერპლი გახდეს; მესამე მხარეთა ინტერესები შეიძლება შეილახოს; ან კოლექტიური ქმედების საჭიროებამ შეიძლება ზოგიერთი სახელშეკრულებო პირობა არაეფექტურად ან უსამართლოდ აქციოს.[72] იმპერატიულმა წესებმა შეიძლება ასევე შეასრულოს სასარგებლო ფუნქცია, სტანდარტიზაციის თვალსაზრისით, ისეთ გარემოებებში (როგორიცაა, მაგალითად, ანგარიშგების წესები), როდესაც საერთო სარგებელი გაცილებით იზრდება, თუ ყველა იცავს ერთსა და იმავე ნორმას.

თუმცა იმპერატიული ნორმები არ უნდა ასრულებდნენ მხოლოდ მითითებით ფუნქციას. არჩეულ კორპორაციულ ფორმასთან ერთად მათ შეიძლება, დისპოზიციური ნორმების მსგავსად, შეასრულონ აღმჭურველი ფუნქცია. უფრო კონკრეტულად, იმპერატიული ნორმებით შეიძლება წახალისდეს სახელშეკრულებო თავისუფლება იმით, რომ იმპერატიული ნორმები კორპორაციულ მოქმედ პირებს მიუთითებს იმ პირობებზე, რომელთა მოწესრიგების სფეროში მოხვედრაც შესაძლოა, მათთვის სასურველი იყოს. სამართალი ამ მიზანს აღწევს იმით, რომ ქმნის შედარებით მოუქნელ კორპორაციულ ფორმას (ე.ი. ფორმას, რომელზეც ვრცელდება მრავალი იმპერატიული ნორმა), თუმცა, იმავდროულად, საშუალებას იძლევა, რომ არჩევანი გაკეთდეს სხვადასხვა კორპორაციულ ფორმას შორის.[73] ამ მიდგომის ორი პრინციპული ვერსია არსებობს.

[69] Michael Klausner, Corporations, Corporate Law, and Networks of Contracts, 81 Virginia Law Review 757, 839–41 (1995).

[70] იხ. Jeffrey N. Gordon, *The Mandatory Structure of Corporate Law*, 89 Columbia Law Review1549 (1989).

[71] იხ. თავი 4.2.1 (დასაქმებულთა სავალდებულო წარმომადგენლობა) და თავი 6.2.1 და თავი 9.1.1 (ინფორმაციის გასაჯაროება).

[72] იხ., ზოგადად, Michael J. Trebilcock, The Limits of Freedom of Contract (1993).

[73] Larry E. Ribstein, Statutory Forms for Closely Held Firms: Theories and Evidence From LLCs,73 Washington University Law Quarterly 369 (1995); John Armour and Michael J. Whincop,An Economic Analysis of Shared Property in Partnership and Close Corporations Law, 26 Journal ofCorporation Law 983 (2001).

პირველი გულისხმობს ისეთ იურისდიქციებს, სადაც იურიდიული პირის მოსაწყობად შემოთავაზებულია განსხვავებული სტანდარტული სამართლებრივი ფორმები. აშშ-ის ზოგიერთ იურისდიქციაში, მაგალითად, ბიზნესკორპორაცია, რომელსაც აქვს ხუთი ძირითადი მახასიათებელი, შესაძლებელია, დაფუძნდეს რამდენიმე ალტერნატიული ფორმით: ზოგადი ბიზნესკორპორაციების აქტის შესაბამისად, დახურული კორპორაციების აქტის შესაბამისად, შეზღუდული პასუხისმგებლობის კომპანიების აქტის შესაბამისად, შეზღუდული პასუხისმგებლობის ამხანაგობის აქტის შესაბამისად, ან ბიზნესტრასტის აქტის შესაბამისად, საიდანაც თითოეული აქტი შეიცავს სხვადასხვა სახით იმპერატიულ და დისპოზიციურ წესებს; მეორე, კონკრეტული ტიპის იურიდიული პირის შემთხვევაშიც კი, როგორიცაა, მაგალითად, ბიზნესკორპორაცია, რომლის აქციებიც საჯაროდ ივაჭრება, საწარმოს დამფუძნებლებმა შეიძლება არჩევანი გააკეთონ სხვადასხვა იურისდიქციის კანონმდებლობებს შორის. ამას მივყავართ, ზოგადად, სამართლის არჩევის საკითხთან და იმ დებატთან, რომელიც განიხილავს „რეგულაციურ კონკურენციას“ საკორპორაციო სამართალში. თუმცა, სანამ ამ საკითხს განვიხილავთ, მეტი უნდა ვისაუბროთ საკორპორაციო სამართლის ზოგად როლზე.

1.4.2 სამართლებრივი წესების სარგებელი

დისპოზიციური წესები, გარდა იმისა, რომ გვთავაზობენ მოსახერხებელ სტანდარტულ ფორმებს, ახალისებენ ინფორმაციის ღიაობას და ხელს უწყობენ რამდენიმე ალტერნატიული წესიდან ყველაზე ეფექტიანის შერჩევას, სხვა ფუნქციასაც ასრულებენ. ისინი ქმნიან საშუალებას, რომ მოხდეს შესაბამისობა განვითარებულ ცვლილებებთან, რომელთა თავიდანვე განსაზღვრა შეუძლებელი იყო.

კორპორაციის წესდების მსგავსი ხელშეკრულება, რომელმაც უნდა დაარეგულიროს რთული ურთიერთობები ხანგრძლივი პერიოდის განმავლობაში, ნებისმიერ შემთხვევაში არასრულია. წარმოიშობა შემთხვევები, რომლებიც არ არის გათვალისწინებული და მოწესრიგებული ხელშეკრულებით, შეიძლება იმიტომ, რომ ხელშეკრულების მომზადების დროს შეუძლებელი იყო მისი წინასწარ განჭვრეტა, ან შეიძლება იმიტომ, რომ მისი წინასწარ სავარაუდოობის მიუხედავად, ამ შემთხვევის დადგომის ალბათობა იმდენად მცირე იყო, რომ გაუმართლებელი იქნებოდა ამ საკითხის ხელშეკრულებაში დეტალური მოწესრიგებისათვის ხარჯის გაღება. საკანონმდებლო ცვლილებებით, ადმინისტრაციული გადაწყვეტილებებითა და სასამართლო გადაწყვეტილებებით შესაძლებელია არსებული წესების შეცვლით ან მათი ინტერპრეტაციის საშუალებით ასეთი შემთხვევების მოწესრიგება მაშინ, როცა ისინი წარმოიშობა. ეს არის საკორპორაციო სამართლის *ხარვეზის შემავსებელი* ფუნქცია.

სასამართლოები ხარვეზის შევსებისას გადამწყვეტ როლს ასრულებენ იმით, რომ განმარტავენ კერძო მხარეების მიერ კორპორაციის წესდებაში გათვალისწინებულ სახელშეკრულებო პირობებს. საწარმოსთვის განსაკუთრებით ხელსაყრელია სასამართლოს ასეთი საქმიანობით სარგებლობა, თუ საწარმოს არჩეული აქვს სტანდარტული წესდების ისეთივე პირობები, რომლებსაც ირჩევენ სხვა საწარმოები, რადგან მეტად მოსალოდნელია, რომ სასამართლოებს რამდენჯერმე ნამსჯელი ჰქონდეთ ასეთი სტანდარტული პირობების თაობაზე.[74] ხოლო ყველაზე ფართოდ გამოყენებული სტანდარტული წესდება შეიცავს სწორედ იმ წესებს, რომლებიც მოცემულია საკორპორაციო სამართლის დისპოზიციური ნორმების სახით. ამიტომ დისპოზიციური წესების გამოყენების კიდევ ერთი უპირატესობა, წესდების სპეციალიზებულ ნორმებთან შედარებით, არის ის, რომ საწარმოს შეუძლია, ისარგებლოს მუდმივი ხარვეზის შემავსებელი მექანიზმით, რომელსაც სთავაზობს განვითარებული პრეცედენტები იმ საწარმოების მაგალითზე, რომლებიც იმავე წესებს იყენებენ.[75] ეს არის *ქსელური ეფექტის* ერთ-ერთი მაგალითი, რომელიც ახალისებს საწარმოებს, რომ საერთო მიდგომა აირჩიონ.[76]

მიუხედავად ამისა, ხელშეკრულების არასრულობის პრობლემა სცდება ხარვეზის შემავსებლის საჭიროებას. კორპორაციების ხანგრძლივი არსებობიდან გამომდინარე, სავარაუდოდ, საწარმოს თავდაპირველ წესდებაში გამოყენებული განსაზღვრებები, რამდენად ფრთხილად შერჩეულიც არ უნდა იყოს, დროის გასვლასთან ერთად გამოუსადეგარი გახდება ეკონომიკურ და სამართლებრივ გარემოში მომხდარი ცვლილებებიდან გამომდინარე. კანონის დისპოზიციური ნორმების მახასიათებელია, რომ ისინი დროთა განმავლობაში იცვლება – საკანონმდებლო ცვლილებებისა და სასამართლო განმარტებების საშუალებით – და ასეთი ცვლილების შედეგად ხდება მათი მისადაგება შეცვლილ გარემოებებთან. შედეგად, დისპოზიციური ნორმის გამოყენება გარკვეულ გარანტიას აძლევს საწარმოს, რომ ასეთი ნორმა ანაქრონისტული არ გახდება. სამაგიეროდ, თუ საწარმო წესდებაში გაითვალისწინებს სპეციალურად მომზადებულ ნორმას, დისპოზიციური ნორმის ნაცვლად, როცა დროთა განმავლობაში ცვლილება საჭირო გახდება, ნორმის ცვლილება მხო-

[74] Ian Ayres, Making A Difference: The Contractual Contributions of Easterbrook and Fischel, 59University of Chicago Law Review 1391, 1403–8 (1992).

[75] Klausner, note 69, at 826–9.

[76] ამასვე უკავშირდება ქსელური ეფექტი, რომელმაც შეიძლება წაახალისოს საწარმოები, რომ აირჩიონ სტანდარტული წესდების ნორმები, და, კერძოდ, კანონის დისპოზიციური ნორმები. ეს ეფექტი გამოწვეულია იმით, რომ ეს ნორმები შედარებით უფრო ცნობილია ანალიტიკოსებისა და ინვესტორებისათვის და ამცირებს მათ ხარჯებს, რომლებიც დაკავშირებულია საწარმოს, როგორც პოტენციური ინვესტიციის, შეფასებასთან. მსგავსმა ქსელურმა ეფექტმა შესაძლოა, ასევე შეამციროს მათი იურიდიული მომსახურების ხარჯი, ვინც იყენებს სამართლის დისპოზიციურ ნორმებს. იხ. Marcel Kahanand Michael Klausner, *Standardization and Innovation In Corporate Contracting (or "The Economics ofBoilerplate")*, 83 Virginia Law Review 713 (1997).

ლოდ საწარმოს შეუძლია. ამან შესაძლოა, შექმნას პრობლემა, რომელიც გამოწვეულია საწარმოს წესდების ცვლილების მექანიზმის უმოქმედობით იმის გამო, რომ გარკვეული დაინტერესებული ჯგუფები თავიანთი ვიწრო ინტერესების დასაცავად ან გასამყარებლად, ბლოკავენ ან ხელს უშლიან ცვლილების განხორციელებას. ამ პრობლემის თავიდან არიდება საწარმოებს შეუძლიათ, თუ აირჩევენ კანონის დისპოზიციურ ნორმებს და დროთა განმავლობაში, გარემოებების ცვლილებიდან გამომდინარე, ამ ნორმების შეცვლაზე პასუხისმგებლობას სახელმწიფოს დააკისრებენ.[77]

ამ განხილვიდან გამომდინარეობს, რომ ბევრი კორპორაციისთვის დისპოზიციურ და იმპერატიულ ნორმებს შორის, პრაქტიკული თვალსაზრისით, შესაძლოა მცირე განსხვავება არსებობდეს. პრაქტიკული შეხედულებებიდან გამომდინარე, საწარმოები ირჩევენ როგორც დისპოზიციურ, ისე იმპერატიულ ნორმებს. ემპირიულად ყველაზე მნიშვნელოვანი არის მონაწილეთა შესაძლებლობა, სხვადასხვა განხილული ბიზნესფორმიდან ერთ-ერთი აირჩიონ და კორპორაციების შესაძლებლობა, აირჩიონ, ვისი საკორპორაციო სამართლით დარეგულირდება მათი საქმიანობა. სწორედ ეს არის ჩვენი განხილვის შემდეგი საკითხი.

1.4.3 სამართლებრივი რეჟიმის არჩევა

აქამდე განხილული ის სხვადასხვა ფორმა, რომელთაც საკორპორაციო სამართალი მეტი მოქნილობისთვის კორპორაციებს სთავაზობს – არჩევანი სპეციალურ საწესდებო ნორმასა და დისპოზიციურ ნორმას შორის, არჩევანი რომელიმე საკანონმდებლო აქტის ორ დისპოზიციურ ნორმას შორის და არჩევანი სხვადასხვა საკანონმდებლო ფორმას შორის – შესაძლებელია, ნებისმიერ იურისდიქციას ჰქონდეს. თუმცა, როგორც აღვნიშნეთ, არჩევანის კიდევ ერთი განზომილება არსებობს – იმ იურისდიქციის არჩევა, სადაც კორპორაცია დაფუძნდება.

მაგალითად, აშშ-ში საკორპორაციო სამართლის არჩევა უკავშირდება „დაფუძნების ადგილის“ სამართალს, რის საფუძველზეც კორპორაციას შეუძლია, დაფუძნდეს და, შესაბამისად, დარეგულირდეს ორმოცდაათი ინდივიდუალური შტატის (ან ნებისმიერი უცხო სახელმწიფოს) კანონმდებლობის შესაბამისად, მიუხედავად იმისა, სად მდებარეობს კორპორაციის საქმიანობის მთავარი ადგილი, ან მისი აქტივები და სად ხორციელდება მისი საქმიანობა. არჩევანის ეს ფორმა, რომელიც დიდი ხანია, არსებობს აშშ-ში და რამდენიმე სხვა ქვეყანაში, ფართოდ გავრცელდა ევროპულ კავშირშიც მას შემდეგ, რაც მართლმსაჯულების ევროპულმა სასამართლომ დაავალდებულა წევრი ქვეყნები, ეღიარებინათ წევრ ქვეყნებში დაფუძნებული კორპორაციები ადგი-

[77] იხ. Henry Hansmann, *Corporation and Contract*, 8 American Law and Economics Review1 (2006).

ლობრივ კორპორაციებად სწორედ ამ წესის თანახმად.[78] ამით „საქმიანობის ნამდვილი ადგილის“ წესმა ეფექტურობა დაკარგა, როცა ამ დოქტრინის მიხედვით, ბევრ ევროპულ ქვეყანაში საწარმოები ვალდებული იყვნენ, იმ სახელმწიფოში დაეფუძნებინათ იურიდიული პირი, სადაც მდებარეობდა მათი ძირითადი საქმიანობის ადგილი.[79]

იურისდიქციებს შორის არჩევანი მხოლოდ იმას არ ემსახურება, რომ კონკრეტულ საწარმოს უფრო დიდი არჩევანის საშუალება ჰქონდეს მმართველობის არსებულ წესებს შორის. ამით ასევე იურისდიქციებისთვის საშუალება იქმნება, ხელი შეუწყონ საწარმოების მათი კანონმდებლობის მიხედვით დაფუძნებას და ამით გაზარდონ სახელმწიფოს მიერ მისაღები შემოსავალი პირდაპირ (ფრენშაიზის მოსაკრებლების სახით) და არაპირდაპირ (ადგილობრივ მომსახურებაზე გაზრდილი მოთხოვნით), რაც იმ შემთხვევაში მოხდება, თუ ამ იურისდიქციის საკორპორაციო სამართალი ერთ-ერთი ყველაზე მიმზიდველია მომავალი საწარმოებისთვის. ამის წყალობით გაჩნდა საკორპორაციო სამართლის ისეთი სისტემები, რომლებსაც უმთავრესად საბაზრო ძალები ამოძრავებს კომპანიების მოთხოვნებიდან გამომდინარე და მათზე შედარებით ნაკლებ გავლენას ახდენს ის პოლიტიკური ძალები, რომლებიც, როგორც წესი, აყალიბებენ დემოკრატიულ სამართალშემოქმედებას.[80] ასეთი „რეგულაციური კონკურენციის“ არსებობის საკითხი – ასევე ის, თუ რამდენად დადებითი პროცესია იგი – დიდი ხანია, სერიოზული განხილვის საგანია.[81] პესიმისტები დავობენ, რომ ამით იქმნება „რბოლა ძირისკენ“ (“race to the bottom”), სადაც იმარჯვებს ის სახელმწიფო, რომელიც ყველაზე მეტად ამცირებს იმ დაინტერესებული მხარეების სამართლებრივ დამცავ მექანიზმებს,

[78] Case C-212/97, *Centros Ltd v. Erhvervs-og Selskabssyrelsen* [1999] European Court Reports I-1459; Case C-208/00, *Überȣb.ring BV v. Nordic Construction Company Baumanagement GmbH* (NCC) [2002] European Court Reports I-9919; Case C-167/01, *Kamel van Koophandel en Fabrieken voor Amsterdam v. Inspire Art Ltd* [2003] European Court Reports I-10155; Case C-210/06, *Cartesio Oktató és Szolgáltató bt* [2008] European Court Reports I-9641; Case C-378/10 *VALE Építési kft* ECLI:EU:C:2012:440. იხ. Marco Becht, Colin Mayer, and Hannes F. Wagner, *Where Do Firms Incorporate? Deregulation and the Cost of Entry*, 14 Journal of Corporate Finance 241 (2008); John Armour and Wolf-Georg Ringe, *European Company Law 1999–2010: Renaissance and Crisis*, 48 Common Market Law Review 125, 131–43. The position as respects change of corporate law for existing companies is more complex: იხ. ibid., 158–69.

[79] თუმცა მეტად სავარაუდოა, რომ გადახდისუუნარობის სამართალი გამოიყენება სწორედ იმ ქვეყნის მიხედვით, სადაც მდებარეობს საქმიანობის ადგილი. იხ. მუხ. 3(1) და პრეამბულა, para (30) Regulation (EU) 2015/848, 2015 O.J. (L 141) 19; Case C-341/04*Eurofood IFSC ltd* [2006] European Court Reports I-3813; Case C-306/09 *Re Interedil Srl* [2011] European Court Reports I-9915; Case C-594/14 *Kornhaas v Dithmar* ECLI:EU:C:2015:806.

[80] იხ. თავი 1.6; Ronald J. Gilson, Henry Hansmann, and Mariana Pargendler, *CorporateChartering and Federalism: A New View*, Working Paper (2015).

[81] ამ ეგზისტენციალური შეკითხვის თაობაზე იხ., მაგ.: Marcel Kahan and Ehud Kamar, *The Myth of StateCompetition in Corporate Law*, 55 Stanford Law Review 679 (2002); Luca Enriques, *EC CompanyLaw and the Fears of a European Delaware,* 15 European Business Law Review 1259 (2004).

რომლებიც არ აკონტროლებენ საწარმოს დაფუძნების პროცესს. ოპტიმისტები დავობენ, რომ პირიქით, საკორპორაციო სამართალში „რეგულაციური კონკურენცია“ დასაბამს აძლევს სასარგებლო „რბოლას მწვერვალისკენ“ (“race to the top”), რადგან კაპიტალური ბაზრები აფასებენ, მეტ-ნაკლებად სწორად, არჩეული საკორპორაციო სამართლის გავლენებს და იმარჯვებს ის სახელმწიფო, რომლის სამართალიც ხელს უწყობს აქციონერთა მაქსიმალურ კეთილდღეობას.[82]

რასაკვირველია, თეორიაშიც კი სადავოა, თუ რა წარმოადგენს „ოპტიმალურ“ საკორპორაციო სამართალს – ეს თემაა, რომელსაც მალე მივუბრუნდებით. თუმცა რამდენიმე რეგულაციურ რეჟიმს შორის არჩევანი ქმნის მნიშვნელოვან სარგებელს იმით, რომ საწარმოებს საშუალება აქვთ, მიმართონ რეგულაციურ ექსპერიმენტებს. ანუ მრავალფეროვანი სამართლებრივი რეჟიმები გარკვეულ ლაბორატორიას წარმოადგენს, რომელზე დაკვირვებითაც რეგულატორებსა და საწარმოებს შეუძლიათ, შეისწავლონ სხვადასხვა რეგულაციის უპირატესობა და ნაკლი.[83] უფრო მეტიც, ნაკლებ სავარაუდოა, არსებობდეს საკორპორაციო სამართლის ერთი ფორმა, რომელიც ოპტიმალურია ყველა საწარმოსთვის, რადგან თითოეულ კომპანიას განსხვავებული რეგულაციური საჭიროებები აქვს. იურისდიქციებს (ან საკანონმდებლო მენიუებს) შორის არჩევანი საშუალებას აძლევს სხვადასხვა სამართლებრივ რეჟიმს, უპასუხოს სხვადასხვა ტიპის საწარმოს განსხვავებულ მოთხოვნებს.[84] მართალია, რეგულაციური კონკურენციის შესახებ ლიტერატურის უმრავლესობა უშვებს, რომ საკორპორაციო სამართალი ერთგვაროვანი საქონლის მაგალითია, მაგრამ პრაქტიკას ყოველთვის იმავე დასკვნამდე არ მივყავართ.[85]

და ბოლოს, ოპტიმალური საკორპორაციო სამართლებრივი რეჟიმის არსებობის შემთხვევაშიც კი, რომელიც ერთგვაროვანი და მხარეებისთვის ცნობილი იქნებოდა, პოლიტიკურად მაინც გამართლებულია ორმხრივი ან, სულაც, მრავალმხრივი რეგულაციური რეჟიმების არსებობა. არაეფექტური წესების ცვლილება შეიძლება ვერ განხორციელდეს იმ ძლიერი ინტერესჯგუ-

[82] ორი ურთიერთდაპირისპირებული მოსაზრების კლასიკური შემთხვევებია: William Cary, *Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware*, 83 Yale Law Journal 663 (1974) და Ralph Winter, *State Law, Shareholder Protection and the Theory of the Corporation*, 6 Journal of Legal Studies 251 (1977). ამ ლიტერატურის ახლანდელი მიმოხილვისთვის იხ. Roberta Romano, *The Market for Corporate Law Redux*, in Oxford Handbook of Law and Economics (Francesco Parisi ed., 2015).

[83] იხ. Simon Deakin, *Regulatory Competition Versus Harmonization in European Company Law* in Regulatory Competition and Economic Integration 190, 216–17 (Daniel Esty and Damien Gerardin eds., 2001).

[84] იხ. John Armour, Who Should Make Corporate Law? EC Legislation versus Regulatory Competition,58 Current Legal Problems 369 (2005).

[85] იხ. K.J. Martin Cremers and Simone M. Sepe, *The Financial Value of Corporate Law: Evidencefrom (Re)incorporations*, Working Paper (2015), at ssrn.com; Jens Dammann and Matthias Schündeln,*The Incorporation Incorporation Choices of Privately Held Corporations*, 27 Journal of Law, Economics, and Organization 79 (2011).

ფების უარის გამო, რომელთათვისაც არსებული სტატუს-კვო ხელსაყრელია, როგორებიცაა, მაგალითად: მენეჯერები, მაკონტროლებელი აქციონერები ან დასაქმებულები. ასეთ შემთხვევებში რეფორმა შესაძლოა, ნებაყოფლობითად წარმოიხნდეს იმ ოპოზიციური ძალების გასანეიტრალებლად ისე, რომ შეიქმნას პარალელური, მეტად ეფექტური რეჟიმი, რომელიც მხოლოდ მათზე ვრცელდება, ვინც ამ რეჟიმს სპეციალურად აირჩევს, და, შესაბამისად, არ ზღუდავს მხარეთა არსებულ უფლებებს. არსებული კომპანიების ინტერესჯგუფების პოლიტიკური ძალაუფლების გვერდის ავლის კარგი მაგალითია „ნოვო მერკადოს“ (Novo Mercado) „პრემიუმ ლისტინგ“-სეგმენტის შექმნა ბრაზილიაში და ევროკავშირის ზოგიერთი ღონისძიება, მათ შორის ევროპული კომპანიის (*Societas Europaea – SE)* შექმნა.[86]

1.5 რა არის საკორპორაციო სამართლის ამოცანა?

იმ უშუალო ფუნქციების გარდა, როგორებიცაა სამეწარმეო ფორმების განსაზღვრა და საწარმოს მონაწილეებს შორის კონფლიქტების დარეგულირება, რა არის საკორპორაციო სამართლის ამოცანა? ჩვეულებრივ, საკორპორაციო სამართლის, ისევე როგორც ნებისმიერი სხვა სამართლის, ამოცანა უნდა იყოს მთლიანად საზოგადოების ინტერესების მსახურება. უფრო ზუსტად, საკორპორაციო სამართლის შესაბამისი ამოცანა არის ყველა იმ პირის ზოგადი კეთილდღეობის გაუმჯობესება, რომლებიც ჩართული არიან საწარმოს საქმიანობაში, მათ შორის: საწარმოს აქციონერების, დასაქმებულების, მიმწოდებლებისა და მომხმარებლების, ასევე მესამე პირების, როგორებიცაა ადგილობრივი მოსახლეობა და ბუნებრივი გარემოთი მოსარგებლეები.[87] ამას ეკონომისტები შეაფასებდნენ ზოგად საზოგადოებრივ კეთილდღეობაზე ზრუნვად.

თეორიულად მაინც ზოგად საზოგადოებრივ კეთილდღეობაზე ზრუნვა შესაძლოა, შეესაბამებოდეს საკორპორაციო სამართლის უპირველეს ამოცანებს. ერთი მოსაზრების თანახმად, საკორპორაციო სამართალი ყველაზე კარგად უწყობს ხელს საზოგადოებრივ კეთილდღეობას, როდესაც ამცირებს სახელშეკრულებო ხარჯებს ხელშეკრულების დაინტერესებული მხარეებისთვის, რომლებიც გულისხმობს არა მხოლოდ მენეჯერებსა და აქციონერებს, არამედ ზოგიერთ კრედიტორსა და დასაქმებულს. ძირითადი დაშვება გულისხმობს,

[86] Ronald J. Gilson, Henry Hansmann, and Mariana Pargendler, Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the United States, and the European Union, 63 Stanford Law Review 475 (2011).

[87] „საერთო კეთილდღეობის“ მაქსიმალურ ზრდაზე საუბრისას ამ ტერმინს უფრო მეტად მეტაფორულად ვიყენებთ და არა როგორც მკაცრ საზომს. არ არსებობს თანმიმდევრული გზა, რომ რიცხობრივად შეფასდეს საზოგადოების კეთილდღეობა, მით უმეტეს, რომ მაქსიმალურად გაიზარდოს ასეთი რიცხვი, განსაკუთრებით, როცა სარგებელი უმეტესად არაფულადი სახით არსებობს. რასაც ჩვენ გთავაზობთ, უფრო ნათლად შეიძლება გამოისახოს ეკონომიკური კეთილდღეობის იმ ენაზე, რომელიც თანხვედრაშია კალდორ-ჰიქსის ეფექტიანობის მაგალითებთან, განაწილების მისაღებ ფარგლებში.

რომ კორპორაციის ნებისმიერი გავლენა გარეშე პირებზე ყველაზე კარგად რეგულირდება იმ შეზღუდვებით, რომლებიც დაწესებულია სამართლის სხვა სფეროებში. მართლაც, საკორპორაციო სამართლის უმთავრესი ნაწილია ის სამართლებრივი სტრატეგიები, რომლებიც შექმნილია, რათა კონკრეტული კორპორაციული სტრუქტურის წყალობით საწარმომ გაზარდოს თავისი სარგებელი, და ეს სტრატეგიები სწორედაც რომ ჩვენი ანალიზის მთავარი ობიექტია.

ხანდახან ამბობენ, რომ საკორპორაციო სამართლის ამოცანები კიდევ უფრო ვიწრო უნდა იყოს. კერძოდ, საკორპორაციო სამართლის შესატყვისი როლი არის იმის უზრუნველყოფა, რომ კორპორაცია მოქმედებდეს აქციონერების საუკეთესო ინტერესების მიხედვით, ან უფრო ზუსტად, მაქსიმალურად გაიზარდოს აქციონერთა მოგება, ან კიდევ უფრო ზუსტად, მაქსიმალურად გაიზარდოს კორპორაციის აქციების საბაზრო ფასი. ეს განცხადებები ორი მხრიდან შეიძლება შეფასდეს:

პირველი, ეს განცხადებები შეიძლება მივიღოთ მათი რეალური სახით, რა შემთხვევაშიც ისინი საკორპორაციო სამართალს არ აღწერენ იმ ფორმით, რა ფორმითაც ჩვენ მას ვაკვირდებით და, იმავდროულად, არ გვთავაზობენ რაიმე მისწრაფებას, რომელიც მისაღები იქნებოდა სამართლის ამ ნაწილისთვის. სარეკომენდაციოდ არაფერი ექნებოდა ისეთ სამართალს, რომელიც საშუალებას აძლევს აქციონერებს, რომ გარიგებების შედეგად ყოველი 2 დოლარის სანაცვლოდ, რომელსაც ზარალობენ კრედიტორები ან დასაქმებულები, თავად გამდიდრდნენ 1 დოლარით.

მეორე, ეს განცხადებები შეიძლება გავიგოთ უფრო ზოგადად. კერძოდ, მათი პრინციპული იდეა არის, რომ აქციონერთა მოგების მაქსიმიზაცია, როგორც წესი, საუკეთესო გზაა, რომლითაც საკორპორაციო სამართალს შეუძლია საზოგადოებრივი კეთილდღეობის გაზრდა. როგორც წესი, კრედიტორები, დასაქმებულები და მომხმარებლები მხოლოდ იმ შემთხვევაში დასთანხმდებიან კორპორაციასთან ურთიერთობას, თუ, საბოლოო ჯამში, ამით უკეთეს პირობებში აღმოჩნდებიან. შედეგად, კორპორაცია და, კერძოდ, მისი აქციონერები, როგორც საწარმოს საბოლოო მევალეები[88] და რისკის მატარებლები, პირდაპირ ფინანსურად დაინტერესებული არიან, რომ კორპორაციული გარიგებები სასარგებლოა არა მხოლოდ აქციონერებისათვის, არამედ ყველა იმ მხარისათვის, რომელთაც ურთიერთობა აქვთ საწარმოსთან. ჩვენ მივიჩნევთ, რომ ეს მეორე შეხედულება არის და ნამდვილად უნდა იყოს იმ სამართლებრივი მეცნიერებისა და ეკონომისტების განცხადებების სწორი ინტერპრეტაცია, რომლებიც მიიჩნევენ, რომ საკორპორაციო სამართლის შესაბამისი ამოცანა არის აქციონერთა სარგებლის ზრდა.

[88] აქციონერები საწარმოს „საბოლოო მევალეებს“ წარმოადგენენ იმ თვალსაზრისით, რომ მათ ეკუთვნით მხოლოდ კორპორაციის ყველა ნეტო აქტივი და მოგება ბოლო რიგში, სახელშეკრულებო მევალეების – როგორებიც არიან: დასაქმებულები, მიმწოდებლები და მომხმარებლები – სრულად დაკმაყოფილების შემდგომ.

მხედველობაში უნდა გვქონდეს ასევე ის, რომ, თუ კორპორაციის ძირითადი მიზანი აქციონერთა სარგებლის ზრდაა, ეს არ ნიშნავს, რომ კორპორაციის საქმიანობის მართვისას ნებისმიერი მეთოდით უნდა მოხდეს ფინანსური სარგებლის მაქსიმიზაცია. კერძოდ, მოგებისკენ შეუზღუდავ სწრაფვას თან ახლავს არასახარბიელო მოსაზრება, რომ საწარმოებმა დამტკიცებულად არ უნდა მიიღონ სამართლებრივი რეჟიმები და აქტიურად უნდა ჩაერთონ, რათა გამართივდეს წესები, რომლებიც ზღუდავს საწარმოს გავლენას გარეშე პირებზე.[89] სამართალშემოქმედების პროცესში კორპორაციების ასეთი ჩართულობა ნამდვილად პრობლემურია და თუ ამის შედეგად რეგულაცია უარყოფითად იცვლება, შესაძლოა, საკორპორაციო სამართალი ცდილობდეს საპასუხო შიდა მმართველობის მექანიზმების დანერგვას.[90]

ემპირიული საკითხია, რამდენად ზრდის საზოგადოებრივ კეთილდღეობას სწრაფვა აქციონერთა მოგების გაზრდისკენ და ამ საკითხზე აზრები განსხვავებულია. რამდენადაც წიგნის თითოეულ ავტორს ამ საკითხზე თავისი შეხედულება აქვს, ჩვენ წიგნის შემდგომ თავებში მკაცრ პოზიციას არ ვაფიქსირებთ. პირიქით, გთავაზობთ უფრო ფართო ანალიზს, რომლის ფარგლებშიც შესაძლებელია ამ შეკითხვის განხილვა და განვრცობა.

კიდევ ერთი შეხედულების თანახმად, თანამედროვე ეკონომიკაში ბიზნესკორპორაციების აღსანიშნავი წვლილიდან გამომდინარე, საკორპორაციო სამართალი შესაძლოა, გამოყენებული იყოს საზოგადოებრივი კეთილდღეობის ზრდისთვის უფრო მეტად ინტერვენციული ფორმებით, როგორებიცაა: საზოგადოების ინტერესებზე ორიენტირებული ინფორმაციის ღიაობის ვალდებულებები ან კორპორაციის შიდა მმართველობის სტრუქტურების ცვლილება, რომელიც უკეთ პასუხობს უფრო ფართო სოციალურ პრობლემებს. ამ პერსპექტივიდან საკორპორაციო სამართალი შეიძლება გამოყენებული იყოს, რათა ხელი შეუწყოს ეკონომიკური ან სოციალური მიზნების მიღწევას, საწარმოს მოგების გაზრდის გარდა, კერძოდ, შეამციროს სისტემური რისკი, სქესობრივი უთანასწორობა, ან დაიცვას გარემო.[91] საკორპორაციო სამართლის

[89] იმ ინდუსტრიის საწარმოები, რომელთა გარეშე პირებზე გავლენაც რეგულირებულია, უნივერსალურად ხარჯავენ სახსრებს საკორპორაციო პოლიტიკურ სვლებზე: John C. Coates IV, *Corporate Politics, Governance, and Value Before and After* Citizens United, 9 Journal of Empirical Legal Studies 657 (2012).

[90] Leo E. Strine, Jr. and Nicholas Walter, Conservative Collision Course: The Tension betweenConservative Law Theory and Citizens United, 100 Cornell Law Review 335 (2015).

[91] საწარმოს გარე ინტერესების დაცვის ყველაზე პოპულარული ფორმაა სხვადასხვა ტიპის მატერიალური წესების ან სტანდარტების დადგენა (როგორებიცაა: კონკურენციის სამართალი, ბუნების დაცვის სამართალი, ადამიანის უფლებების სამართალი, ანტიდისკრიმინაციული სამართალი, ფინანსური რეგულაციები და სხვ.). ჩვენი მიზნებისთვის სამართლებრივი წესები, რომლებსაც აქვთ საწარმოს მოგებასთან ერთად განსხვავებული მიზნებიც, ქმნიან ზღვარს, რომელიც საკორპორაციო სამართალს განასხვავებს სამართლის სხვა დარგებისგან. კორპორაციული მართვის წესების როლზე სხვადასხვა ეკონომიკური და სოციალური პრობლემის მოგვარებაში იხ. Mariana Pargendler, *The Corporate Governance Obsession*, 42Journal of Corporation Law 101 (2016).

არსებობის ისტორიის მიუხედავად,[92] საკორპორაციო სამართლის გამოყენება გარეშე პირების ინტერესების დასაცავად კვლავ პოპულარული გახდა საკანონმდებლო ძალებისთვის უკანასკნელი ფინანსური კრიზისის ფონზე. ამის გარკვეულ მაგალითებს განვიხილავთ მე-4 თავში, თუმცა ჩვენ უფრო მეტ ყურადღებას დავუთმობთ საკორპორაციო სამართლის როლს, რომლითაც იზრდება საწარმოს ღირებულება, რადგან საკორპორაციო სამართალი იცავს საწარმოსთან სახელშეკრულებო ურთიერთობაში მყოფი პირების ინტერესებს.

1.6 რა ძალები აყალიბებენ საკორპორაციო სამართალს?

როდესაც ვამბობთ, რომ საკორპორაციო სამართლისთვის შესაფერისი ამოცანა ზოგადი საზოგადოებრივი კეთილდღეობის გაზრდაზე ზრუნვაა, ამით არ ვგულისხმობთ, რომ საკორპორაციო სამართალი ამ ამოცანას ყოველთვის ერთნაირი გზით ასრულებს. იმ პრობლემების კონკრეტული ფარგლები, რომლებსაც საკორპორაციო სამართალი უმკლავდება, ნაწილობრივ მაინც შეიძლება განისაზღვროს კორპორაციული მართვის სხვა ასპექტებით, მაგალითად: პრედომინანტური ინდუსტრიის ტიპით, ინსტიტუციებით, რომლებიც აწესრიგებენ დასაქმებულებთან ურთიერთობებს და აქციების მესაკუთრეთა სტრუქტურით, რამაც შეიძლება, დამატებით *შეავსოს* საკორპორაციო სამართლის კონკრეტული მახასიათებლები.[93] ამის მსგავსად, არსებული გარემოს სხვა მახასიათებლების გამო – მაგალითად, სამართლებრივი ინსტიტუციების ხარისხი – საკორპორაციო სამართლის კონკრეტული ასპექტები შეიძლება, მეტად თუ ნაკლებად ეფექტური იყოს თავისი ფუნქციების შესრულებისას. თითოეულ შემთხვევაში ეს უთითებს კონკრეტულ გზებზე, რითაც საკორპორაციო სამართალს შეუძლია საზოგადოებრივი კეთილდღეობის გაზრდა – ამ გზების ერთობლიობა შეიძლება მოვიხსენიოთ როგორც საკორპორაციო სამართლის „ეფექტიანობის“ ეფექტი.

იმავდროულად, თუ ვამბობთ, რომ საკორპორაციო სამართლის შესაბამისი მიზანი საზოგადოებრივი კეთილდღეობის ზრდაა, ეს თავისთავად არ ნიშნავს, რომ საკორპორაციო სამართალი ყოველთვის ემსახურება ამ მიზანს.

[92] იხ. e.g. Herbert Hovenkamp, Enterprise and American Law, 1836–1937, 63–4 (1991);Hansmann and Pargendler, note 47, at 145.

[93] მაგალითად, საგანმანათლებლო სისტემა, რომელიც უპირატესობას ანიჭებს პროფესიულ და საწარმოსთვის სპეციფიკურ ტრენინგებს, უკეთ ფუნქციონირებს ისეთ შრომითსამართლებრივ რეჟიმში, რომელიც იცავს დასაქმებულებს გათავისუფლებისგან და კორპორაციული დაფინანსების ისეთ სისტემაში, რომელიც უფრო რელატიურია და გამძლეა საბაზრო პირობების მოკლევადიანი ცვლილებების ფონზე. გერმანიაში ტრადიციულად არსებობს ასეთი ინსტიტუციური წყობა. აშშ-ში, გერმანიისგან განსხვავებით, ნებაზე დამოკიდებული შრომითი გარემო უპირატესობას ანიჭებს განათლების უფრო ზოგად სტილს და ხელს უწყობს აქტიურ კაპიტალურ ბაზრებს, რომლებიც ხასიათდებიან მრავალფეროვან მესაკუთრეთა სტრუქტურითა და მტრული დაუფლებებით. იხ. Hall and Soskice, note 1.

პოლიტიკური ეკონომიკის საკითხია სწორედ ის, თუ როგორ ემსახურება საკორპორაციო სამართალი რომელიმე კონკრეტულ მიზანს, პოლიტიკურ ეკონომიკაში კი ვგულისხმობთ იმ პოლიტიკურ და ეკონომიკურ ძალებს, რომლებიც გავლენას ახდენენ კანონშემოქმედებაზე.[94] საკორპორაციო სამართლის პოლიტიკური ეკონომიკა, როგორც წესი, ასახავს გავლენიანი ჯგუფების ინტერესებს, როგორებიცაა: მაკონტროლებელი აქციონერები, კორპორაციული მენეჯერები ან დასაქმებულთა ორგანიზაციები. კონკურენტული ბაზრის პირობებში ეს ინტერესები ხშირად ერთიანდება ისეთი კანონების სასარგებლოდ, რომლებითაც იზრდება საერთო კეთილდღეობა, შედეგად კი ვიღებთ „ეფექტიან“ საკორპორაციო სამართალს. თუმცა, ზოგიერთ შემთხვევაში, კანონმდებლები არასაჭიროდ დიდ ყურადღებას უთმობენ კონკრეტული ჯგუფის ინტერესებს, რაც შესაძლოა, საკორპორაციო სამართალზე „პოლიტიკურ“ გავლენად შეფასდეს.

კიდევ ერთი პოლიტიკური ეფექტია პოპულისტური რეფორმების ტალღა, რომელიც თან სდევს სკანდალს ან კრიზისს. კრიზისის შემდგომ პერიოდში კანონმდებლები ამომრჩევლის ძლიერ გავლენას განიცდიან, რაც უბიძგებს მათ რეფორმებისკენ. ასეთი რეფორმების შინაარსი კი განისაზღვრება იმით, თუ რა მოსწონს, ზოგადად, ამომრჩეველს, რაც შეიძლება საკმაოდ განსხვავდებოდეს ძირითადი ეკონომიკური პრობლემის რეალური გადაწყვეტისგან.[95]

საკორპორაციო სამართალზე პოლიტიკურ გავლენად შეიძლება მივიჩნიოთ ასევე არსებული განსხვავებების მასშტაბი. ყველა საკორპორაციო სამართალი განიცდის ისტორიულად გამოვლილი გზის ზეგავლენას, რა გზითაც ის განვითარდა და შესაბამისად ასახავს როგორც პოლიტიკურ, ასევე ეფექტიანობის გავლენებს.

ეფექტიანობისა და პოლიტიკური საკითხების უახლოესი მაგალითია ბოლო ფინანსური კრიზისის შემდგომი რეფორმები. კრიზისის დასრულებისთანავე ბევრმა დასვა შეკითხვა, რამდენად ეფექტურად ახერხებდა საკორპორაციო სამართალი სოციალური კეთილდღეობის ხელშეწყობას.[96] კრიზისმა რომ გადაიარა, შედარებით ნათელი გახდა, – ჩვენთვის მაინც, – რომ კრიზისი უკავშირდებოდა, ძირითადად, მმართველობის რეჟიმს, რომელიც არსებობს ბანკებსა და სხვა ფინანსურ ინსტიტუტებში.[97] ეს უკანასკნელნი ერთმანეთთან გამორჩეულად მჭიდროდ არიან დაკავშირებული, რაც კრიზისის სწრაფად გავრცელების უფრო მეტ საფრთხეს ქმნის. აქედან გამომდინარე, ფუნქციური მიზეზების გამო საჭირო იყო საბანკო მმართველობის სპეციალური რეჟიმის დადგენა, რომელიც განსხვავებული იქნებოდა ჩვეულებრივი საწარმოების

[94] იხ., მაგ., Mark J. Roe, Political Determinants of Corporate Governance (2003); Peter A. Gourevitch and James Shinn, Political Power and Corporate Control (2005).

[95] იხ. Pepper D. Culpepper, Quiet Politics and Business Power (2011).

[96] საკორპორაციო სამართლის ამოცანების თაობაზე იხ. თავი 1.5.

[97] იხ. Armour and Gordon, note 49; Armour et al., note 6, ch 17.

მმართველობისგან. თუმცა კრიზისის შემდგომ გატარებული ზოგიერთი რეფორმა თავისი ხასიათით უფრო ზოგადი იყო, რაც შეიძლება, კრიზისის შედეგად წარმოშობილი პოპულისტური პოლიტიკური წუხილის გავლენით შევაფასოთ. [98]

აქვე მოკლედ შევეხებით ერთ-ერთ ყველაზე ნათელ ძალას, რომელიც აყალიბებს საკორპორაციო სამართალს და, იმავდროულად, თავადვე ყალიბდება საკორპორაციო სამართლის გავლენით – ესაა კორპორაციული მესაკუთრეების სტრუქტურა. ყველაზე განვითარებულ საბაზრო ეკონომიკაშიც კი კორპორაციის აქციონერების ბუნება და რიცხვი მნიშვნელოვნად განსხვავებულია. ბოლო წლებში ამ განსხვავებების მასშტაბი შედარებით შემცირდა, თუმცა მათი ისტორიული და სხვა დაკავშირებული შტრიხები თავისთავად მაინც ატყობენ თავის კვალს შესაბამის საკორპორაციო სამართალს. ჩვენი განხილვისთვის ამას ორმხრივი დატვირთვა აქვს: მესაკუთრეთა სტრუქტურა გავლენას ახდენს სხვადასხვა სამართლებრივი სტრატეგიის ფუნქციონირებაზე, ისევე როგორც ინტერესთა ჯგუფების დინამიკაზე, რაც განსაზღვრავს ცვლილებებს საკორპორაციო სამართალში.

აშშ-სა და დიდ ბრიტანეთში საფონდო ბირჟაზე საჯაროდ მოვაჭრე კორპორაციებს ახასიათებთ *მრავალრიცხოვან აქციონერთა სტრუქტურა*, საწარმოს კონტროლის საშუალება არ აქვს არც ერთ კონკრეტულ აქციონერს და არც დაკავშირებული აქციონერების ჯგუფს.[99] ასევე მრავალრიცხოვან აქციონერთა სტრუქტურა გვხვდება იაპონურ საწარმოებში,[100] თუმცა მეოცე საუკუნის მეორე ნახევარში საკმაოდ ხშირი იყო, რომ საწარმოს აქციების მნიშვნელოვანი ნაწილი ეკუთვნოდა მსხვილი ჯგუფის რამდენიმე სხვადასხვა კომპანიას, რომლებსაც ერთნაირი აქციონერთა სტრუქტურა ჰქონდათ.[101]

ჩვენ მიერ განხილულ სხვა იურისდიქციებში კი პირიქით, ისეთ საწარმოებშიც, რომელთა აქციები საჯაროდ ივაჭრება, ტრადიციულად, ერთი *მაკონტროლებელი აქციონერი* არსებობს საწარმოს სახით, რომელიც წარმოადგენს

[98] იხ. e.g. Roberta Romano, *Regulating in the Dark*, 1 Journal of Financial Perspectives 23(2013).

[99] Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, *Corporate Ownership Aroundthe World*, 54 Journal of Finance 471, 492–3 (1999); Mara Faccio and Larry H.P. Lang, *TheUltimate Ownership of Western European Corporations*, 65 Journal of Financial Economics 365,379–80 (2002). But იხ. Clifford G. Holderness, *The Myth of Diffuse Ownership in the United States*,22 Review of Financial Studies 1377 (2009).

[100] ზოგიერთი მონაცემის თანახმად, აქციების მესაკუთრეთა ბაზა იაპონურ საჯარო კორპორაციებში აშშ-თან შედარებით გაცილებით მრავალფეროვანია: იხ. Holderness, note 99; Julian Franks, Colin Mayer, and Hideaki Miyajima, *The Ownership of Japanese Corporations in the 20th Century*, 27 Review of Financial Studies 2580 (2014).

[101] იხ. Tokyo Stock Exchange, 2013 Share Ownership Survey, 4 (2014); Franks et al., note 100, at 29–40. For recent unwinding of cross-shareholdings, იხ. Gen Goto, *Legally "Strong" Shareholders of Japan*, 3 Michigan Journal of Private Equity and Venture Capital 125, 144–6 (2014).

სხვა მჭიდროდ დაკავშირებული საწარმოთა ჯგუფის მშობელ კომპანიას,[102] ფიზიკურ პირებს, ოჯახებს ან სახელმწიფოს.[103]

იმ იურიდიული პირების ფორმა, რომლებიც ფლობენ არასაკონტროლო პაკეტს საწარმოებში, მნიშვნელოვნად განსხვავდება სხვადასხვა ქვეყნის მიხედვით. აშშ-ში ტრადიციულად დიდი ოდენობით აქციები ეკუთვნოდათ *საცალო ინვესტორებს.* დიდ ბრიტანეთში, პირიქით, აქციების დიდი ნაწილი მეოცე საუკუნის მიწურულს ეკუთვნოდათ *ინსტიტუციურ ინვესტორებს* – უფრო მეტად საპენსიო ფონდებსა და სადაზღვევო კომპანიებს.[104] გერმანიაში დიდ კომერციულ ბანკებს ტრადიციულად ეკუთვნოდათ დიდი ოდენობით აქციები, როგორც თავისი სახელით, ასევე როგორც ფიზიკური პირების წარმომადგენლებს, რომელთა სახელით ხმის მიცემას თავად ბანკები ახორციელებდნენ.[105]

თუმცა ბოლო წლებში ეს სურათი შეიცვალა. იმ აქტივების ზრდის შედეგად, რომელთაც ახლა აშშ-ში მართავენ ინსტიტუციური ინვესტორები, – საერთო ფონდები და დასაქმებულთა მიერ დაფუძნებული საპენსიო ფონდები[106] – მათი კუთვნილი აქციები ახლა აღემატება საცალო ინვესტორების კუთვნილ აქციებს. ასეთი ზრდის შედეგად ამერიკელი ინსტიტუციები ინვესტიციებს ახორციელებენ სხვა ქვეყნების სააქციო ბაზრებზეც. ამიტომ დიდ ბრიტანეთში ადგილობრივმა ინვესტორებმა, საუკუნის დასაწყისიდან მოყოლებული, აქციათა უმრავლესობაზე საკუთრება დაუთმეს საერთაშორისო ინვესტორებს, ძირითადად კი აშშ-ის ინსტიტუციებს.[107] გერმანიაში ბევრ მსხვილ კომპანიაში ახლა უმრავლესობა უცხოელ ინვესტორებს ეკუთვნით. და სხვა ქვეყნებშიც საერთაშორისო ინვესტორები ფლობენ საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებული კომპანიების თავისუფალი აქციების დიდ ნაწილს. სხვადასხვა იურისდიქციაში მესაკუთრეთა სტრუქტურა შედარებით უფრო ერთმანეთის მსგავსია,

[102] თუმცა გარკვეული ნიშნები მიუთითებს, რომ ზოგიერთი იურისდიქციის ტრადიციული მიდგომა იცვლება აქციათა მესაკუთრეების უფრო მრავალფეროვნებისკენ, განსაკუთრებით გერმანიაში: იხ. Steen Thomsen, *Convergence of Corporate Governance during the Stock Market Bubble: Towards Anglo-American or European Standards?* in Corporate Governance and Firm Organization 297, 306–12 (Anna Grandori ed., 2004); Wolf-Georg Ringe, *Changing Law and Ownership Patterns in Germany: Corporate Governance and the Erosion of Deutschland AG*, 63 American Journal of Comparative Law 493 (2015).

[103] იხ. Alexander Aganin and Paolo Volpin, *The History of Corporate Ownership in Italy*, in A History of Corporate Governance Around the World (Randall K. Morck ed., 2005); Mariana Pargendler, *State Ownership and Corporate Governance*, 80 Fordham Law Review 2917 (2012); Aldo Musacchio and Sergio Lazzarini, Reinventing State Capitalism: Leviathan in Business, Brazil and Beyond (2014).

[104] იხ. Geof P. Stapledon, Institutional Shareholders and Corporate Governance (1996).

[105] იხ. e.g. Ralf Elsas and Jan P. Krahnen, *Universal Banks and Relationships with Firms*, in TheGerman Financial System 197 (Jan P. Krahnen and Reinhard H. Schmidt eds., 2006). იხ. ასევეsources cited note 102.

[106] Board of Governors of the Federal Reserve System, Flow of Funds Accounts in the UnitedStates: Annual Flows and Outstandings, 2005–13, 98 (Table L.213) (2014).

[107] Office for National Statistics (UK), Ownership of UK Quoted Shares, 2013 (2014).

თუმცა გაცილებით დიდია სხვაობა სხვადასხვა საწარმოს აქციონერთა მოდელებში იურისდიქციების მიხედვით.

ბოლო ორი ათწლეულის განმავლობაში გაჩნდა ინსტიტუციური ინვესტორების ახალი სახეები. ყველაზე გავრცელებული მათ შორის არის *ჰეჯირების ფონდები* და *კერძო კაპიტალის ფონდები.* ჰეჯირების ფონდები შედარებით ნაკლებად რეგულირებული ერთობლივი საინვესტიციო ფონდებია, რომლებიც, მათი სახელის მიუხედავად, ხშირად მიმართავენ ფართოდ სპეკულაციურ სტრატეგიებს, მათ შორის, ყიდულობენ მნიშვნელოვან წილს ინდივიდუალურ საწარმოებში, [108] და ხანდახან ახორციელებენ მნიშვნელოვან ცვლილებებს საწარმოს სტრუქტურაში, სტრატეგიასა ან მმართველობაში. კერძო კაპიტალის ფონდები, მათგან განსხვავებით, საინვესტიციო (ტიპური) მექანიზმებია, რომლებიც, დროებით მაინც, შეისყიდიან საკონტროლო პაკეტს და შემდეგ კი ყოფილი საჯარო კომპანიების სრულ კაპიტალს, რათა განახორციელონ მნიშვნელოვანი ცვლილებები საწარმოს სტრუქტურაში, სტრატეგიასა და მმართველობაში. [109]

ასევე ფართოდ გავრცელდა სახელმწიფოს კონტროლირებული ინსტიტუციური ინვესტორები, მაგალითად, სუვერენული სიმდიდრის ფონდები (sovereign wealth funds).

შესაძლებელია, რომ აქციონერთა მოდელებს შორის განსხვავებები სხვადასხვა ქვეყნის საკორპორაციო სამართალს შორის განსხვავებებს შეესაბამება. ემპირიული კვლევების მნიშვნელოვანმა სერიამ, სახელწოდებით „სამართალი და ფინანსები“, დაადგინა, რომ მეოცე საუკუნის ბოლოს იმ ქვეყნებში, სადაც აქციონერებს უფრო მეტი სამართლებრივი დაცვის მექანიზმები ჰქონდათ (ოპორტუნისტი მენეჯერებისა და მაკონტროლებელი აქციონერების წინააღმდეგ), შედარებით ნაკლებად კონცენტრირებული აქციონერთა სტრუქტურა ახასიათებდათ,[110] თუმცა შემდგომი კვლევებით დადგინდა, რომ შედეგები დამოკიდებულია იმაზე, როგორ ფასდება „დაცვის მექანიზმები“.[111]

ასეთი მოდელი იმ ცვლილებების შესატყვისია, რაც ხდება სტეიკჰოლდერების ინტერესების კონფიგურაციის თვალსაზრისით, რომლებიც ითხოვენ

[108] Marcel Kahan and Edward B. Rock, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, 155 University of Pennsylvania Law Review 1021 (2007); Ronald J. Gilson and Jeffrey N. Gordon, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, 113 Columbia Law Review 863 (2013).

[109] იხ. Brian R. Cheffins and John Armour, *The Eclipse of Private Equity*, 33 Delaware Journal of Corporate Law 1 (2008); Viral V. Acharya, Oliver F. Gottschalg, and Moritz Hahn, *Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity*, 26 Review of Financial Studies 368 (2013).

[110] მიმოხილვისთვის იხ. Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, *The EconomicConsequences of Legal Origins*, 46 Journal of Economic Literature 285 (2008).

[111] იხ. Sofie Cools, *The Real Difference in Corporate Law Between the United States and ContinentalEurope: Distribution of Powers*, 30 Delaware Journal of Corporate Law 697 (2005); John Armour,Simon Deakin, Prabirjit Sarkar, and Ajit Singh, *Shareholder Protection and Stock Market Development:An Empirical Test of the Legal Origins Hypothesis*, 2 Journal of Empirical Legal Studies 343 (2009); Holger Spamann, *The "Antidirector Rights Index" Revisited*, 23 Review of Financial Studies 467(2010).

ცვლილებებს საკორპორაციო სამართალში, და, იმავდროულად, იმ ცვლილებებისაც, რომლებსაც საკორპორაციო სამართლის წესები განიცდიან და რეალურ ფუნქციურ შედეგებს აღწევენ.

ამიტომ, გარკვეული დოზით, ნებისმიერი ქვეყნის საკორპორაციო სამართლის სტრუქტურა ასახავს ამ ქვეყნის კორპორაციული მესაკუთრეების მოდელს. სანაცვლოდ, ამას ნაწილობრივ მაინც განსაზღვრავს საკორპორაციო სამართლის გარეშე ძალები.[112] არსებობს არგუმენტი, რომ აშშ-ში საცალო ინვესტორების ტრადიცია იყო ამ ქვეყნის პოპულისტური პოლიტიკის შედეგი, რომლის შედეგად წარმოიშვა რამდენიმე რეგულაცია და ამ რეგულაციებმა წარმატებით შეძლეს ინდუსტრიული საწარმოებიდან ოჯახური და ინსტიტუციური კონტროლის განდევნა.[113]

ამის შესაბამისად, ასევე, არსებობს არგუმენტი, რომ ტრადიციულად უფრო მეტად კონცენტრირებული აქციონერთა სტრუქტურა კონტინენტურ ევროპასა და იაპონიაში უფრო უკეთ ეთავსებოდა ინდუსტრიული განვითარების კონკრეტულ მოდელებს.[114] ამ თვალსაზრისით, მაკონტროლებელ აქციონერს, კონკრეტულ სიტუაციაში, შეიძლება უკეთ შეეძლოს დასაქმებულების წინაშე გრძელვადიანი ვალდებულებების აღება, რაც, თავის მხრივ, ხელს უწყობს შრომით ურთიერთობებს, ანუ პროდუქტულობას, თუ მიზანია, რომ დასაქმებულები იყვნენ მოტივირებული, ისარგებლონ არსებული ტექნოლოგიებით, ნაცვლად იმისა, რომ შეიქმნას ახალი ტექნოლოგიები.[115]

ეს წიგნი უმთავრესად ეხება საკორპორაციო სამართლის სტრუქტურასა და ფუნქციას, და არა მის წარმოშობას. მიუხედავად ამისა, მომდევნო თავებში ჩვენ ზოგჯერ მიმოვიხილავთ, მოკლედ და შეიძლება სპეკულაციურადაც კი, მესაკუთრეთა სტრუქტურისა – და ასევე სხვა ძალების – გავლენას საკორპორაციო სამართლის მოდელების განვითარებაზე სხვადასხვა იურისდიქციაში.

შენიშვნა:

* *ავტორის კომენტარი:* ევრისტიკული ტექნიკა გულისხმობს პრობლემის გადაწყვეტის მიმართ იმგვარ მიდგომას, როდესაც გამოიყენება პრობლემის მოგვარების პრაქტიკული, თუმცა არა აუცილებლად ოპტიმალური ან საუკეთესო გზა.

** *ავტორის კომენტარი:* ერთსაფეხურიანი კორპორაციული მართვის სისტემის მმართველობის ორგანო, რომელშიც ერთიანდებიან როგორც აღმასრულებელი დირექტორები, ასევე, ზედამხედველობის განმახორციელებელი დირექტორები.

[112] Brian R. Cheffins, Does Law Matter? The Separation of Ownership and Control in the UnitedKingdom, 30 Journal of Legal Studies 459 (2001); John C. Coffee, Jr., The Rise of DispersedOwnership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control, 111 Yale LawJournal 1 (2001).

[113] Mark J. Roe, Strong Managers, Weak Owners (1994).

[114] იხ. Wendy Carlin and Colin Mayer, *Finance, Investment and Growth*, 69 Journal of FinancialEconomics 191 (2003).

[115] იხ. Hall and Soskice, note 1; Barry Eichengreen, Europe's Economy Since 1945 (2006);Colin Mayer, Firm Commitment (2013). Compare ასევე Chapter 4.4.1.

2

წარმომადგენლობის პრობლემები და სამართლებრივი გადაჭრის გზები

ჯონ არმორი, ჰენრი ჰანსმანი, რაინერ კრაკმანი

2.1 წარმომადგენლობის სამი პრობლემა

პირველ თავში როგორც უკვე განვიხილეთ,[1] საკორპორაციო სამართალი ასრულებს ორ მთავარ ფუნქციას: პირველი, ის აყალიბებს კორპორაციული ფორმის სტრუქტურას და ამ სტრუქტურის არსებობისათვის საჭირო დამხმარე წესებს; მეორე, ის ცდილობს, გააკონტროლოს კონფლიქტები სტეიკჰოლდერთა სხვადასხვა ჯგუფს შორის, მასთან, კორპორაციის „ინსაიდერებსა“, როგორიცაა მაკონტროლებელი აქციონერები და მთავარი მენეჯერები, და კორპორაციის „აუტსაიდერებს“ შორის, როგორებიც არიან მინორიტარი აქციონერები ან კრედიტორები. ყველა ამ კონფლიქტს ახასიათებს „წარმომადგენლობის პრობლემა“ ან იგივე „წარმომადგენელ-წარმოდგენილის“ პრობლემა, როგორც მას ეკონომისტები უწოდებენ. მკითხველთათვის, რომლებიც არ იცნობენ ეკონომისტების ჟარგონს, „წარმომადგენლობის პრობლემა“, ყველაზე ფართო გაგებით, წარმოიშობა, როდესაც ერთი მხარე ანუ „წარმოდგენილი“ დამოკიდებულია მეორე მხარის ანუ „წარმომადგენლის“ ქმედებებზე და ეს ქმედებები აისახება წარმოდგენილის კეთილდღეობაზე. პრობლემაა წარმომადგენლის მოტივაცია, საკუთარი ინტერესების ნაცვლად წარმოდგენილის ინტერესებში იმოქმედოს. ასეთი ფართო აღწერილობით, წარმომადგენლობის პრობლემა შესაძლოა, წარმოიშვას უამრავ განსხვავებულ კონტექსტში, რომლებიც მნიშვნელოვნად სცდება იმ ფორმალურ შემთხვევებს, რომლებსაც იურისტები წარმომადგენლობით ურთიერთობად აფასებენ.

კონკრეტულად, თითქმის ნებისმიერი სახელშეკრულებო ურთიერთობა, სადაც ერთი მხარე („წარმომადგენელი“) ჰპირდება მეორე მხარეს („წარმოდგენილს“) რაიმის შესრულებას, შესაძლოა, წარმოშობდეს წარმომადგენლობით პრობლემას. მთავარი პრობლემა ის არის, რომ წარმომადგენელს, როგორც წესი, წარმოდგენილზე მეტი ინფორმაცია აქვს რელევანტურ ფაქტებთან დაკავშირებით, რის გამოც წარმოდგენილისთვის რთულია დარწმუნდეს, რომ წარმომადგენლის ქმედება ნამდვილად შეპირებული ქმედების შესაბამისია. ამის შედეგად წარმომადგენელს უჩნდება სურვილი, რომ ოპორტუნისტულად

[1] იხ. თავი 1.1.

იმოქმედოს,[2] შეამციროს შესრულებული სამუშაოს ხარისხი, ან სათავისოდ მიისაკუთროს ის, რასაც წარმოდგენილს შეჰპირდა. ეს, თავის მხრივ, ნიშნავს, რომ წარმოდგენილისთვის წარმომადგენლის შესრულების ღირებულება ან პირდაპირ მცირდება, ან იმიტომ, რომ წარმოდგენილმა წარმომადგენლის ქმედებების უკეთ ზედამხედველობისათვის დამატებითი ხარჯი უნდა გაიღოს. რაც უფრო რთულია წარმომადგენლის მიერ შესასრულებელი დავალება და რაც მეტი დისკრეცია აქვს წარმომადგენელს, იმდენად უფრო იზრდება ასეთი „წარმომადგენლობის ხარჯები“.[3]

როგორც პირველ თავში აღვნიშნეთ, ბიზნესსაწარმოებში სამი ზოგადი წარმომადგენლობის პრობლემა ჩნდება: პირველი კონფლიქტი არსებობს საწარმოს მესაკუთრეებსა და დაქირავებულ მმართველებს შორის. აქ მესაკუთრეები წარმოადგენენ წარმოდგენილ პირებს, ხოლო მმართველები – წარმომადგენლებს. ამ პრობლემის მთავარი არსი გამოიხატება იმის უზრუნველყოფაში, რომ მმართველებმა საკუთარი ინტერესების ნაცვლად იმოქმედონ მესაკუთრეთა ინტერესებით.

წარმომადგენლობის მეორე პრობლემა არსებობს უმრავლესობაში მყოფ ანუ საკონტროლო ინტერესის მფლობელ მესაკუთრეებსა და უმცირესობაში მყოფ ანუ მინორიტარ მესაკუთრეებს შორის. აქ უმცირესობაში მყოფი მესაკუთრეები შეიძლება მივიჩნიოთ წარმოდგენილად და უმრავლესობაში მყოფი მესაკუთრეები – წარმომადგენლებად. პრობლემა არის იმის უზრუნველყოფა, რომ არ მოხდეს უმცირესობის შევიწროება უმრავლესობის მიერ. ეს პრობლემა ყველაზე ნათლად წარმოჩნდება მინორიტარი და მაჟორიტარი აქციონერების ურთიერთობაში,[4] თუმცა ასევე შეიძლება არსებობდეს ყველა ისეთ სიტუაციაში, სადაც საწარმოს მესაკუთრეთა გარკვეული ნაწილი აკონტროლებს ისეთი გადაწყვეტილებების მიღებას, რომლებიც გავლენას ახდენს მთლიანად ყველა მესაკუთრეზე. ამიტომ, თუ მინორიტარ აქციონერს აქვს ვეტოს უფლება კონკრეტულ გადაწყვეტილებებზე, ამითაც შესაძლოა, შეიქმნას იმავე სახის წარმომადგენლობის პრობლემა. მსგავსი პრობლემები იქმნება ასევე ჩვეულებრივ და პრივილეგირებულ აქციონერებს შორის, პირველი რიგის და მომდევნო რიგის კრედიტორებს შორის გაკოტრების საქმისწარმოებაში (ანუ, როდესაც კრედიტორები, ფაქტობრივად, საწარმოს მფლობელები არიან).

[2] ტერმინი „ოპორტუნიზმი“ აქ გამოყენებულია იმ მნიშვნელობით, როგორც მას იყენებს ოლივერ ვილიამსონი, როდესაც უთითებს თვითდაინტერესებულ ქცევაზე, რომელშიც ერთიანდება ტყუილის, გაცურების, სიცრუის ან არაკეთილსინდისიერების ელემენტები. იხ. Oliver Williamson, The Economic Institutions of Capitalism 47–49 (1985).

[3] იხ.e.g. Steven Ross, *The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem*, 63 AmericanEconomic Review 134 (1973); Principals and Agents: The Structure of Business (John W.Pratt and Richard J. Zeckhauser eds., 1984).

[4] ეს პრობლემები განსაკუთრებით მწვავდება, თუ მაკონტროლებელ აქციონერებს საწარმოს მხოლოდ მცირე ნაწილი ეკუთვნის. იხ. Luca Enriques and Paolo Volpin, *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*, 21 Journal of Economic Perspectives 117, 122–125 (2007).

წარმომადგენლობის მესამე პრობლემა არსებობს თავად საწარმოს – განსაკუთრებით, მათი მესაკუთრეების ჩათვლით – და სხვა მხარეებს შორის, რომლებთანაც საწარმოს სახელშეკრულებო ურთიერთობა აქვს, მაგალითად: კრედიტორებთან, დასაქმებულებსა და მომხმარებლებთან. აქ სირთულეს ქმნის იმის უზრუნველყოფა, რომ საწარმო არ იმოქმედებს ოპორტუნისტულად თავისი სხვადასხვა წარმოდგენილის მიმართ. მაგალითად, არ ისარგებლებს კრედიტორების ნდობით, ექსპლუატაციას არ გაუწევს დასაქმებულებს, ან არ მოატყუებს მომხმარებლებს. წარმომადგენლობის ამ პრობლემებთან ერთად, რომლებსაც ჩვენ ფუნდამენტურად ნებაყოფლობითი ხასიათის პრობლემებად მივიჩნევთ, გარკვეულ სიტუაციებში საწარმო ხარჯებს წარმოშობს ისეთი პირებისთვის, რომლებსაც მასთან ხელშეკრულება არ აქვთ, ანუ ე.წ. „გარეშე პირებისთვის“. სპეციალურ ყურადღებას ამ საკითხებს მე-4 და მე-5 თავებში ვუთმობთ.

თითოეული ჩამოთვლილი პრობლემის შემთხვევაში წარმომადგენლის ქმედებების შესაბამისობა წარმოდგენილის ინტერესებთან უფრო რთული მისაღწევია, თუ წარმოდგენილი რამდენიმეა და მათ, იმავდროულად, არაერთგვაროვანი ინტერესები ანუ, როგორც ეკონომისტები იტყოდნენ, „არაჰეტეროგენული პრეფერენციები“ აქვთ. რამდენიმე წარმოდგენილს წარმოექმნება *ინფორმაციული და კოორდინაციული ხარჯი*, რაც აფერხებს მათ უნარს, განახორციელონ კოლექტიური ქმედებები.[5] ეს, თავის მხრივ, ორი კუთხით ახდენს გავლენას წარმომადგენლობის პრობლემაზე: პირველი, წარმოდგენილთა შორის კოორდინაციის სირთულის გამო ისინი გადაწყვეტილებების მიღების უფრო მეტ უფლებამოსილებას მიანიჭებენ წარმომადგენელს;[6] მეორე, რაც უფრო მეტად უჭირს წარმოდგენილს, რომ წარმომადგენელს კონკრეტული ამოცანები დაუსახოს, კიდევ უფრო მეტად რთულდება წარმომადგენლის ქცევის სისწორის კონტროლი.[7] ამიტომ წარმოდგენილთა შორის კოორდინაციული ხარჯები ამწვავებს წარმომადგენლობის პრობლემებს.

სამართალს შეუძლია, წარმომადგენლობის ხარჯების შემცირებაში მნიშვნელოვანი როლი შეასრულოს. ნათელი მაგალითებია წესები და პროცედურები, რომლებიც ითხოვენ წარმოდგენილისგან, გაამჟღავნოს მეტი ინფორმაცია, ან ხელს უწყობენ იმ მოთხოვნების აღსრულებას, რომლებსაც წარმოდგენილები წაუყენებენ არაკეთილსინდისიერ ან გაუფრთხილებლობით მოქმედ წარმომადგენლებს. პარადოქსულია, მაგრამ შეზღუდვები, რომლებიც

[5] ამ პრობლემის კლასიკურ შემთხვევებს განიხილავენ James M. Buchanan and Gordon Tullock, The Calculus of Consent 63–116 (1962) and Mancur Olsen, The Logic of Collective Action (1965).

[6] Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, The Economic Structure of Corporate Law66–7 (1991).

[7] იხ. Hideki Kanda, *Debtholders and Equityholders*, 21 Journal of Legal Studies 431, 440–441,444–445 (1992); Henry Hansmann, The Ownership of Enterprise 39–44 (1996).

ზღუდავს წარმომადგენელთა შესაძლებლობას, ბოროტად ისარგებლონ წარმოდგენილის ნდობით, უფრო მეტად წარმომადგენლების სასარგებლოდ მოქმედებს ვიდრე მარწმუნებლების. ამის მიზეზი ის არის, რომ წარმოდგენილი მზად არის, უფრო დიდი ანაზღაურება გადაუხადოს წარმომადგენელს, რომელიც საქმეს კეთილსინდისიერად და მაღალი ხარისხით ასრულებს. კორპორაციული კონტექსტის ნათელი მაგალითია ისეთი ნორმები, რომლებიც იცავს კრედიტორებს კორპორაციის ოპორტუნისტული ქცევისგან. ამის ფონზე უნდა მცირდებოდეს სასესხო პროცენტი, რომლებსაც კორპორაციები იხდიან და, საბოლოო ჯამში, სარგებელს მიიღებენ როგორც კორპორაცია, ისე კრედიტორები. ამის მსგავსად, სამართლებრივი შეზღუდვები, რომლებიც საშუალებას არ აძლევენ მაკონტროლებელ აქციონერებს, დააზიანონ მინორიტარი აქციონერები, უნდა ზრდიდნენ იმ აქციის ფასს, რომელსაც ყიდულობენ არამაკონტროლებელი აქციონერები, და შედეგად უნდა მცირდებოდეს კორპორაციის მიერ გარე საწარმოო კაპიტალის მოძიების ხარჯი. და წესები, რომლებიც მენეჯერებს უკრძალავს კორპორაციის შიდა ინფორმაციით ვაჭრობას, უნდა ზრდიდეს მენეჯერებისთვის გადახდილ ანაზღაურებას. საერთო ჯამში, წარმომადგენლობის ხარჯების შემცირება გარიგების ყოველი მხარის ინტერესებშია, იქნება ეს წარმოდგენილი თუ წარმომადგენელი.

აქედან გამომდინარეობს, რომ სოციალური კეთილდღეობის ზრდის ჩვეულებრივ ამოცანას, როგორც პირველ თავში განვიხილეთ,[8] კორპორაციის წარმომადგენლობის პრობლემების ოპტიმალური გადაჭრის ძიება წარმოადგენს იმ თვალსაზრისით, რომ ასეთმა გადაჭრის გზებმა მაქსიმალურად უნდა გააუმჯობესონ თითოეული მხარის კეთილდღეობა – როგორც წარმომადგენლების, ისე წარმოდგენილი პირების.

2.2 სამართლებრივი სტრატეგიები წარმომადგენლობის ხარჯების შესამცირებლად

წარმომადგენლობის პრობლემების გადასაჭრელად სამართალი ხშირად მიმართავს მარტივ სტრატეგიებს. ტერმინ *„სამართლებრივ სტრატეგიას“* ვიყენებთ იმ ზოგადი მეთოდის აღსანიშნავად, რომელსაც სამართალი თავის ინსტრუმენტად იყენებს გარკვეული ფუნქციის შესასრულებლად – ფუნქცია, ამ კონტექსტში, წარმოდგენილის წარმომადგენლების ოპორტუნიზმისგან დაცვაა. ამ სტრატეგიის განმახორციელებელი სამართლის ნორმა, როგორც პირველ თავში განვიხილეთ, შესაძლოა, იყოს იმპერატიული ან დისპოზიციური, ან ერთ-ერთი ალტერნატიული წესი წესების მენიუში.[9] ამ სტრატეგიათა უმრავლესობის განხორციელებას მართლაც რომ არ სჭირდება სამართლებ-

[8] იხ. თავი 1.5.

[9] წესების სხვადასხვა შესაძლო ფორმის შესახებ იხილეთ მიმოხილვა 1.3-1.4 თავებში.

რივი წესები: წესები შესაძლოა, ეფექტურად ჩანაცვლდეს ხელშეკრულებით, ან ხელშეკრულებით შეიძლება დაკონკრეტდეს ზოგადი წესი ისე, რომ უკეთ მოერგოს კონკრეტულ გარემოებებს. პირველ თავში, აღვნიშნეთ, რომ კორპორაციული ფორმის ხუთი მთავარი მახასიათებლიდან მხოლოდ ერთი – იურიდიული პირობა – მოითხოვს ნათლად განსაზღვრულ სამართლებრივ წესებს.[10] სხვა მახასიათებლების განსაზღვრა ხელშეკრულებითაც შესაძლებელია, მაგალითად, თუ საწარმოს მესაკუთრეები წესდებაში გაითვალისწინებენ შესაბამის მუხლებს.[11] იგივე შეიძლება ითქვას იმ სხვადასხვა სტრატეგიის შესახებ, რომლებსაც აქ განვიხილავთ.[12] შესაბამისად, „სამართლის“ როლი განხილული სამართლებრივი სტრატეგიების განხორციელებაში დამოკიდებულია უშუალოდ კონკრეტულ სტრატეგიაზე.

წარმომადგენლობის ხარჯების საპასუხო სამართლებრივი სტრატეგიები, ზოგადად, შეიძლება, ორ კატეგორიად გაიყოს, რომლებსაც, შესაბამისად, ვუწოდებთ „რეგულაციურ სტრატეგიებსა“ და „მმართველობით სტრატეგიებს“. რეგულაციურ სტრატეგიებს მითითებითი ხასიათი აქვთ: ისინი კარნახობენ იმ მატერიალურ წესებს, რომლებიც აწესრიგებს წარმოდგენილისა და წარმომადგენლის ურთიერთობის შინაარსს და პირდაპირ ზღუდავს წარმომადგენლის ქცევას. ამისგან განსხვავებით, მმართველობითი სტრატეგიები ეხმარება წარმოდგენილს, რომ აკონტროლოს წარმომადგენლის ქცევა.[13]

მმართველობითი სტრატეგიების წარმატებისთვის გადამწყვეტი მნიშვნელობა აქვს, რომ წარმომადგენლებს შეეძლოთ თავიანთი კონტროლის უფლებების გამოყენება. რამდენიმე წარმოდგენილს შორის კოორდინაციის ხარჯების გამო შესაძლოა, უფრო გართულდეს წარმომადგენლის ქცევის *მეთვალყურეობა*, რომ შეფასდეს მისი ქცევის სისწორე; ან ასევე შესაძლოა, გართულდეს *გადაწყვეტილების მიღება*, თუ რამდენად საჭიროა წარმომადგენლის დარღვევის საწინააღმდეგო ზომების მიღება. ამიტომ მაღალი კოორდინაციული ხარჯები შედარებით წარუმატებელს ხდის წარმომადგენლის კონტროლს მმართველობითი სტრატეგიების საშუალებით და, სხვა ყველაფერი თუ თანაბარია, მაშინ რეგულაციური სტრატეგიები უფრო მიმზიდველი ხდება.

[10] იხ. თავი 1.2.1.

[11] სამართალს მაინც შეუძლია, თავისი „სტანდარტული ფორმების“ საშუალებით მხარეებს დაეხმაროს ამ სხვა მახასიათებლების ჩამოყალიბებაში. იხ. თავი 1.4.1.

[12] კონკრეტული საწარმოების მიერ განვითარებული სახელშეკრულებო გზები, რომლებითაც პასუხობენ წარმომადგენლობის პრობლემებს, განხილული აქვთ: Paul Gompers, Joy Ishii, and Andrew Metrick, *Corporate Governance and Equity Prices*, 118Quarterly Journal of Economics 107 (2003); Lucian Bebchuk, Alma Cohen, and Allen Ferrell,*What Matters in Corporate Governance?* 22 Review of Financial Studies 783 (2009).

[13] ამიტომ ალტერნატიული სახელწოდებებით შეიძლება განსხვავდეს ერთმანეთისგან: „წარმომადგენლის შემზღუდავი“ და „წარმოდგენილის აღმჭურველი“ სტრატეგიები.

ცხრილი 2–1 სამართლებრივი სტრატეგიები, რომლებიც იცავს წარმოდგენილებს

	წარმომადგენლის შეზღუდვები	დაკავშირების პირობები	სტიმულთა შესაბამისობა	დანიშვნის უფლებები	გადაწყვეტილების მიღების უფლებები
Ex Ante	წესები	დაწყება	ნდობა	შერჩევა	ინიციირება
Ex Post	სტანდარტები	დასრულება	ჯილდო	გათავისუფლება	ვეტო

რეგულაციური სტრატეგიების წარმატებას სხვა წინაპირობები აქვს. უპირველეს ყოვლისა, მათი წარმატება დამოკიდებულია საკმარისი ცოდნის მქონე გარეშე ორგანოს – სასამართლოს ან მარეგულირებელი ორგანოს – უნარზე, დაადგინოს, რამდენად შეესაბამება წარმომადგენლის ქმედება კონკრეტულ მითითებებს. სიზუსტისთვის აღსანიშნავია, რომ მმართველობითი სტრატეგიებიც გარკვეულად დამოკიდებულია სამართლებრივი ინსტიტუტების უნარზე, დაცული იყოს უფლებები კორპორაციის აქტივების მიმართ გადაწყვეტილებების მიღებისას, ანუ სხვაგვარად, დაცული იყოს მათი „საკუთრების უფლება“.[14] მაგრამ მმართველობითი სტრატეგიები არ აზუსტებენ, რა იქნებოდა სწორი ქმედება. წარმომადგენლის სწორ ქცევაზე მითითება ასევე მოითხოვს, რომ არსებობდეს შესაბამისი ინფორმაციის ღიაობის მექანიზმები. ამ გზის გარეშე მარეგულირებელი ორგანო ვერ შეძლებს, „გადაამოწმოს“ წარმომადგენლის ქმედებები. ამისგან განსხვავებით, მმართველობის სტრატეგიები, სადაც წარმოდგენილები ახორციელებენ წარმომადგენელზე კონტროლს, მოითხოვენ შედარებით „მსუბუქ“ ინფორმაციას, რადგანაც ეფექტურ გადაწყვეტილებებს თავად წარმოდგენილები იღებენ და მათვე შეუძლიათ წარმომადგენლის ქმედებებზე დაკვირვება.

ცხრილი 2-1 გადმოსცემს ათ სამართლებრივ სტრატეგიას, რომლებიც, ერთად აღებული, აჯამებენ სამართლის მთავარ მეთოდებს, რომლებითაც იგი წარმომადგენლობის პრობლემებს უმკლავდება. ეს სტრატეგიები კორპორაციული კონტექსტით არ შემოიფარგლება; მათი გამოყენება შესაძლებელია წარმოდგენილ-წარმომადგენლის თითქმის ყველა პრობლემურ ურთიერთობაში. თუმცა ჩვენ მთავარ ყურადღებას, რა თქმა უნდა, ამ სტრატეგიების კორპორაციულ სამართალში გამოყენების გზებს ვუთმობთ. დასაწყისშივე გვინდა, ხაზი გავუსვათ, რომ ჩვენი მიზანი არ არის, ამომწურავი აღწერილობის შემოთავაზება, არამედ გვინდა მხოლოდ, შემოგთავაზოთ ევრისტიკული საშუალება, რომლითაც ვაანალიზებთ სამართლის ფუნქციურ როლს საკორპორაციო ურთიერთობებში. ამის შედეგად სხვადასხვა სტრატეგია ერთმანეთისგან მკაცრად გამიჯნული არ არის, არამედ ერთმანეთს ფარავს და ამ სტრატეგიების ჩვენეული დანაწილება ზუსტად არ შეესაბამება კორპორაციული სამართლის დოქტრინას. უფრო მეტიც, მათი პრაქტიკაში გამოყენება ერთმანეთის გამომ-

[14] იხ. Oliver D. Hart, *Incomplete Contracts and the Theory of the Firm*, 4 Journal of Law, Economics, and Organization 119, at 123–125 (1988).

რიცხავი არ არის: ისინი შესაძლოა, რამდენადაც მისაღებია, კომბინირებულად ან ინდივიდუალურად იყოს გამოყენებული.

2.2.1 წესები და სტანდარტები

რეგულაციური სტრატეგიების ყველაზე ხშირი მაგალითია წარმომადგენლის ისეთი შეზღუდვები, რომლებითაც მას ეკრძალება მარწმუნებლის ინტერესების საზიანო ქმედების განხორციელება. კანონმდებლებს შეუძლიათ, ეს შეზღუდვები ისეთი *წესების* სახით ჩამოაყალიბონ, რომლებიც ავალდებულებენ ან კრძალავენ კონკრეტულ ქმედებას. ალტერნატიულად, შეზღუდვები შეიძლება *ზოგადი სტანდარტების* სახით დაწესდეს, რომლებიც საშუალებას იძლევიან, სტანდარტთან შესაბამისობა ფაქტის შემდგომი შემფასებლების მიერ დადგინდეს.

წესებიც და სტანდარტებიც ცდილობენ, წარმომადგენლობითი ურთიერთობის არსი პირდაპირ მოაწესრიგონ. წესები, რომლებიც *ex ante*[15] *კონკრეტულ ქცევას განსაზღვრავენ, ხშირად კორპორაციულ კონტექსტში გამოიყენება კორპორაციის კრედიტორებისა და საჯარო ინვესტორების დასაცავად. შესაბამისად, კორპორაციის წესდებები უნივერსალურად შეიცავს კრედიტორების დაცვის ისეთ წესებს, როგორებიცაა: შეზღუდვები დივიდენდებზე, მოთხოვნები მინიმალური კაპიტალის თაობაზე, ან წესებს, რომლებიც ითხოვენ ზომების მიღებას, თუ დაიკარგება კაპიტალის მნიშვნელოვანი ნაწილი.*[16] *ამის მსგავსად, კაპიტალური ბაზრების მმართველი ორგანოები ხშირად აყალიბებენ დეტალურ წესებს, რომლებითაც რეგულირდება დაუფლება და წარმომადგენლობითი ხმის მიცემა (proxy voting).*[17]

ამისგან განსხვავებით, რამდენიმე იურისდიქცია სრულად წესებით არეგულირებს რთულ, შიდა კორპორაციულ ურთიერთობებს, როგორიცაა, მაგალითად, მაკონტროლებელი (კონტროლის განმახორციელებელი) აქციონერების მიერ საკუთარ თავთან დადებული გარიგებები. ასეთი საკითხები რთულია იმისთვის, რომ მხოლოდ აკრძალვებისა და გამონაკლისების საშუალებით მოწესრიგდეს, რადგან არსებობს საფრთხე, რომ გაიპაროს ხარვეზები ან შეიქმნას უსარგებლო დაბრკოლებები. წესებზე დაფუძნებული რეგულაციის ნაცვლად მსგავსი კორპორაციული საკითხები წესრიგდება ღია სტანდარტების საშუალებით, რომლებიც დისკრეციას უტოვებენ შემფასებლებს, *ex post* განსაზღვრონ, მოხდა თუ არა რაიმე დარღვევა.[18]

[15] წესებისა და სტანდარტების, როგორც რეგულაციურ ტექნიკათა, უპირატესობების შედარებისათვის იხ. Louis Kaplow, *Rules Versus Standards: An Economic Analysis*, 42 Duke Law Journal 557 (1992).

[16] იხ. თავი 5.2.2.

[17] იხ., მაგ., თავი 8.1.2.4 (დაუფლება) და თავი 3.2.4 (წარმომადგენლობითი ხმის მიცემა).

[18] იხ. თავი 6.2.5. ამით არ ვამბობთ, რომ წესები საერთოდ არ გვხვდება ასეთ სიტუაციებში: ზოგიერთი იურისდიქცია საკუთარ თავთან გარიგებების შემთხვევებს, რომლებიც განსაკუთრებით საეჭვოა, აწესრიგებს წესებისა და ზოგადი სტანდარტების ერთობლიობით.

სტანდარტები ასევე გამოიყენება კრედიტორებისა და საჯარო ინვესტორების დასაცავად, თუმცა სტანდარტებზე დაფუძნებული რეგულაცია პარადიგმულად უკავშირდება კომპანიის შიდა ურთიერთობებს, ასე მაგალითად, როცა კანონი ითხოვს დირექტორების „კეთილსინდისიერ“ ქცევას ან საკუთარ თავთან დადებული გარიგებების „სრულ სამართლიანობას“ (entire fairness). [19]

წესებისა და სტანდარტების ეფექტურობა მათი აღსრულების სიმტკიცეზეა დამოკიდებული. როგორც წესი, შესაძლებელია წესების მექანიკური აღსრულება, თუმცა წესების დამდგენმა ორგანოებმა დიდი ძალისხმევა უნდა დახარჯონ, რომ *ex ante* ჩამოყალიბებული წესები შესაბამისად იყოს მომზადებული. ამისგან განსხვავებით, სტანდარტებისთვის საჭიროა სასამართლოების (ან სხვა შემფასებლების) უფრო ღრმა ჩართულობა, რომ მათ *ex post* შეაფასონ და ხანდახან ჩამოაყალიბონ კორპორაციული წესები.[20]

ეს გადაწყვეტილებები შემდეგ თვითონ განსაზღვრავენ სტანდარტს სამომავლო მხარეებისათვის და დროთა განმავლობაში ასე გროვდება სახელმძღვანელო წესები.

2.2.2 ურთიერთობის დაწყებისა და დასრულების პირობების დადგენა

რეგულაციური სტრატეგიების მეორე სახეობას სამართალი იყენებს, რათა დაარეგულიროს ის პირობები, რომელთა საფუძველზეც წარმოდგენილი *უკავშირდება* წარმომადგენელს, ნაცვლად იმისა, რომ დაარეგულიროს წარმომადგენლის მოქმედებები მას შემდეგ, რაც წარმოდგენილისა და წარმომადგენლის ურთიერთობა უკვე ჩამოყალიბებულია, როგორც ეს წესებისა და სტანდარტების შემთხვევაში ხდება. სამართალმა შესაძლოა, განსაზღვროს *დაწყების პირობები* ისე, რომ, მაგალითად, დაავალდებულოს წარმომადგენელი, გაამჟღავნოს ინფორმაცია თავისი შესრულებული სამუშაოს ხარისხის თაობაზე, სანამ ხელშეკრულებას დადებს წარმოდგენილთან. [21]

ალტერნატიულად, სამართალმა შესაძლოა, განსაზღვროს წარმოდგენილის მიერ ურთიერთობის *დასრულების გზები*, მაგალითად, მიანიჭოს აქციონერს თავისი აქციის გაყიდვის უფლება, ან მიანიჭოს კრედიტორს ვალის გადახდის მოთხოვნის უფლება. კომპანიებში, რომელთა აქციები საჯაროდ ივაჭრება, ასეთი წესების ფორმა პირდაპირ გავლენას ახდენს კაპიტალური ბაზრის ფუნქციონირებასა და საკორპორაციო კონტროლის საბაზრო განაწილებაზე.

[19] იხ. თავი 6.2.5.

[20] ამ თვალსაზრისით, სტანდარტი შუალედურ ადგილს იკავებს წესებსა (სადაც შესრულების შესაბამისობას ამოწმებს გადაწყვეტილების მიმღები) და ქვემოთ განხილულ ერთ-ერთ სტრატეგიას შორის – რწმუნებულებითი სტრატეგია, რომლისთვისაც საჭიროა, რომ ნეიტრალურმა გადაწყვეტილების მიმღებმა კეთილსინდისიერად შეაფასოს საუკეთესო ალტერნატივა კორპორაციული გადაწყვეტილების მიღებისას.

[21] იხ. თავი 5.2.1 და თავი 9.1.2.

დაწყების სტრატეგიები განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია, რომ კაპიტალურ ბაზრებზე გამოვლინდეს ოპორტუნისტი წარმომადგენლების ვინაობა.[22] გარეშე ინვესტორებისთვის საჯარო კომპანიის თაობაზე მცირე ინფორმაცია არის ცნობილი, სანამ მათ ვინმე ამ ინფორმაციას არ შეატყობინებს. შესაბამისად, ფართოდ არის აღიარებული, რომ საჯარო ინვესტორებს სჭირდებათ ინფორმაციის სისტემატური გამჟღავნების გზები, რათა ადეკვატური ინფორმაცია ჰქონდეთ. წესები, რომლებიც სავალდებულოდ ითხოვენ ასეთ ღიაობას, დაწყების სტარტეგიის მაგალითს წარმოადგენს, რადგან აქციები ვერ გაიყიდება, თუ შესაბამისი ინფორმაცია მიწოდებული არ არის, როგორც წესი, თავად კორპორაციის მიერ.[23] დაწყების სტრატეგიის მსგავსი, თუმცა უფრო მკაცრი ფორმაა მოთხოვნა, რომლის თანახმადაც, გარკვეული ტიპის ფასიანი ქაღალდების ყიდვა მხოლოდ კონკრეტული სიმდიდრის ან ფინანსური განვითარების მყიდველებს შეუძლიათ.[24]

დასრულების სტრატეგია, რომელიც ასევე ხშირია საკორპორაციო სამართალში, საშუალებას აძლევს წარმოდგენილებს, გაერიდონ ოპორტუნისტ წარმომადგენლებს. ფართო თვალსაზრისით, ურთიერთობის დასრულების ორგვარი უფლება არსებობს: პირველი არის პირის ინვესტიციის ღირებულების *გატანის უფლება.* საკორპორაციო სამართალში ამის კარგი მაგალითია ზოგიერთ იურისდიქციაში აღიარებული წესი, რომლითაც აქციონერს უფლება აქვს, მოითხოვოს თავისი აქციების გამოსყიდვა, თუ იგი არ ეთანხმება მნიშვნელოვანი გარიგებების, მაგალითად, საწარმოთა შერწყმის, თაობაზე გადაწყვეტილებას.[25] როგორც მე-7 თავში განვიხილავთ,[26] ასეთი უფლება საშუალებას აძლევს აქციონერებს, რომლებიც მნიშვნელოვანი გარიგების

[22] იხ. თავი 9.1.2.

[23] ინფორმაციის ღიაობის წესების როლი, ხელი შეუწყოს ურთიერთობათა დაწყებას, კარგად იკვეთება საჯარო შეთავაზებებისა და ახალი კაპიტალის გამოშვებების შესახებ პროსპექტებში გამჟღავნებულ ინფორმაციასთან მიმართებით. შემდგომი ღიაობის წესებიც შესაძლოა, ხელს უწყობდეს ურთიერთობათა დაწყებას ახალი აქციონერების მიერ კაპიტალის შესყიდვის ფორმით და, იმავდროულად, ხელს უწყობს აქციონერთა მიერ ურთიერთობის დასრულებას, შესაბამისად, წარმოადგენს ისეთი წესების მაგალითს, რომლებიც ერთდროულად რამდენიმე სტრატეგიას ასახავს. თუმცა ინფორმაციის მიმდინარე ღიაობის წესების ფუნქცია უფრო ზოგადად იხ.: თავი 2.3 და თავი 9.1.2.

[24] იხ. თავი 9.1.2.4.

[25] გასვლის უფლება მმართველობის წამყვანი საშუალებაა არაკორპორაციული ფორმის გაერთიანებების სამართავად, როგორიც არის საერთო სამართლის ამხანაგობა. მისი დაშლა ნებისმიერ პარტნიორს შეუძლია ნებისმიერ დროს. ბიზნესკორპორაციები ხანდახან მსგავს უფლებებს ანიჭებენ თავიანთ აქციონერებს შესაბამისი საწესდებო ჩანაწერებით. ყველაზე ხელსაყრელი მაგალითია აშშ-ის ერთობლივი ფონდების მსგავსი ღია საინვესტიციო კომპანიები, რომლებიც ხშირად ზოგადი საკორპორაციო კანონმდებლობის შესაბამისად ფუძნდება ბიზნესკორპორაციის ფორმით. საკორპორაციო სამართლის უნივერსალურად მიღებული ძირითადი წესებით აქციონერების გასვლის გაცილებით ნაკლები უფლება არის გათვალისწინებული, ზოგიერთ იურისდიქციაში კი საერთოდ არცერთი. იხ. John Morley and Quinn Curtis, *Taking Exit Rights Seriously: Why Governance and FeeLitigation Don't Work in Mutual Funds*, 120 Yale Law Journal 84 (2010).

[26] იხ. თავი 7.2.2, 7.4.1.2.

თაობაზე გადაწყვეტილებას ეწინააღმდეგებიან, გაიტანონ თავიანთი ინვესტიციის ღირებულება საწარმოდან სადავო გარიგების *განხორციელებამდე* – ამით ისინი თავიდან აირიდებენ სავარაუდო ზიანს, თუ, მათი აზრით, საწარმოს მიერ მიღებული გადაწყვეტილება არამოგებიანია.

დასრულების უფლების მეორე სახე არის *გადაცემის უფლება,* – ყველა აქციის გაყიდვის უფლება, – რომელსაც ნათელი ღირებულება აქვს აქციონერებისთვის. (გავიხსენოთ, რომ აქციების გადაცემადობა კორპორაციული ფორმის ძირითადი მახასიათებელია). ცალკე აღებული გადაცემის უფლება უფრო ნაკლებად იცავს აქციონერს, ვიდრე დასრულების უფლება. გადაცემისას ინფორმირებული მიმღები ანაცვლებს დამთმობს და მის მიერ შემოთავაზებული ფასი ასახავს იმ მოსალოდნელ სამომავლო დანაკარგს, რომელიც შეიძლება გამოიწვიოს არასწორმა მართვამ ან ოპორტუნიზმმა. თუმცა გადაცემის უფლებით არსებული აქციონერების/წარმოდგენილების ახლით ჩანაცვლება არის შესაძლებელი, და ამ უკანასკნელმა შესაძლოა, უფრო ეფექტურად აკონტროლოს საწარმოს მმართველობა. შედეგად, შეუზღუდავი გადაცემის უფლების გამოყენებით არასწორად მართული საწარმოს მტრული დაუფლების დროს დანაწევრებულ აქციონერებს საშუალება აქვთ, აქციები მიჰყიდონ ერთ აქტიურ აქციონერს, რომელსაც კომპანიის ეფექტურად მართვის ძლიერი ფინანსური ინტერესი აქვს.[27] კონტროლის უფლების ასეთი გადაცემა ან, თუნდაც, მისი საფრთხე მმართველი რგოლის დისციპლინირების კარგი მეთოდია.[28] გარდა ამისა, გადაცემის უფლება სააქციო ბაზრების წინაპირობაცაა. სააქციო ბაზრები აძლიერებენ დანაწევრებულ აქციონერებს, რადგან გამუდმებით აფასებენ მმართველების საქმიანობას (სხვა მონაცემებთან ერთად), რაც აქციათა ფასზე აისახება.[29] ინფორმაციის სავალდებულო ღიაობა ასევე ხელს უწყობს ამ სტრატეგიას, რადგან არსებული ინვესტორებისა და პოტენციური შემსყიდველებისთვის კომპანიის მმართველი გუნდის საქმიანობის გავლენა კომპანიაზე უფრო გამჭვირვალე ხდება.[30]

[27] ბევრი საწარმო აწესებს სახელშეკრულებო შეზღუდვებს გადაცემაზე, მაგალითად, „მოწამლული აბის“ ფორმით: იხ. Bebchuk et al., note 12. ზოგიერთი იურისდიქცია ითვალისწინებს გადაცემის უფლებებზე დაწესებული შეზღუდვების ფარგლებს. ამის მაგალითია ევროკავშირის „გარღვევის წესი“ დაუფლებასთან დაკავშირებით, რომელიც მიღებულია ევროპის რამდენიმე ქვეყანაში. იხ. თავი 8.4.2.2.

[28] ამ კუთხით თუ შევხედავთ, გადაცემადობის ხელშემწყობი სამართლის წესები, ბუნებრივია, წარმოადგენენ არა მარტო დაწყების სტრატეგიის მაგალითს, არამედ დაწყებისა და სტიმულების სტრატეგიის მაგალითს. იმავე მექანიზმს მრავალი დაცვითი ფუნქციის შესრულება შეუძლია.

[29] იხ. James Dow and Gary Gorton, *Stock Market Efficiency and Economic Efficiency: Is There a Connection?* 52 Journal of Finance 1087 (1997). And იხ. Chapter 9.1.1.

[30] იხ. John Armour and Brian Cheffins, *Stock Market Prices and the Market for Corporate Control*,2016 University of Illinois Law Review 101 (2016).

2.2.3 ნდობა და ჯილდო

აქამდე ჩვენ აღვწერდით ისეთ რეგულაციურ სტრატეგიებს, რომლებიც შეიძლება გამოვიყენოთ მოწყვლადი მხარეების დასაცავად ნებისმიერი სახის სახელშეკრულებო ურთიერთობაში. ამჯერად ვაგრძელებთ ისეთი სტრატეგიების განხილვით, რომლებიც უკავშირდება წარმოდგენილ-წარმომადგენლის იერარქიულ ურთიერთობას. პირველ რიგში, განვიხილავთ სტიმულების *გათანაბრების სტრატეგიას*, რომელიც რეგულაციური და მმართველობითი სტრატეგიების ზღვარზე მდებარეობს.

სტიმულების გათანაბრების პირველი სტრატეგია *რწმუნებულებითი სტრატეგიაა*. რწმუნებულებითი სტრატეგიის მიზანია, თავიდან აირიდოს *ex ante* ინტერესთა კონფლიქტი და უზრუნველყოს, რომ წარმომადგენელი ვერ მიიღებს სარგებელს წარმოდგენილის საწინააღმდეგოდ მოქმედებით. მრავალ კონტექსტში, მათ შორის, მისი საწყისი როლის ფარგლებშიც, ასეთი სტრატეგია გულისხმობს რეგულაციას, რომელიც განსაზღვრავს, რისი გაკეთება არ შეუძლია წარმომადგენელს, და არა იმას, თუ მას რისი გაკეთება შეუძლია.[31] ეს სტრატეგია უშვებს, რომ ოპორტუნისტული ქცევის ძლიერი ან „მაღალი ღირებულების“ ფინანსური სტიმულების არარსებობის ფონზე წარმომადგენლები მხედველობაში მიიღებენ „დაბალი ღირებულების“ ისეთ სტიმულებს, როგორებიცაა: ღირსება, სინდისი და რეპუტაცია[32] და ამიტომ მეტად სავარაუდოა, რომ ისინი წარმოდგენილის ინტერესებში იმოქმედებენ.

რწმუნებულებითი სტრატეგიის ცნობილი მაგალითია: „დამოუკიდებელი დირექტორი“, სტრატეგია, რომელსაც მმართველი რგოლის კონტროლის მექანიზმად ბევრი იურისდიქცია იყენებს. ასეთი დირექტორები არ იღებენ სარგებელს ისეთი ოპორტუნისტული ქცევისგან, რომელიც შესაძლოა, სასარგებლო იყოს საწარმოს მმართველების ან მაკონტროლებელი აქციონერებისათვის, და ამიტომ მათ მიმართ არსებობს მოლოდინი, რომ ისინი გადაწყვეტილებების მიღებისას უფრო მეტად გაითვალისწინებენ თავიანთ სინდისსა

[31] იხ. Matthew Conaglen, Fiduciary Loyalty: Protecting the Due Performance of Non-Fiduciary Duties (2010).

[32] ტერმინებს – „მაღალი ღირებულების სტიმული“ და „დაბალი ღირებულების სტიმული“ – ვიყენებთ ეკონომიკური ლიტერატურის შესაბამისი მნიშვნელობით, კერძოდ, რათა გამოვხატოთ განსხვავება ეკონომიკურ სტიმულებსა და ეთიკურ ან ზნეობრივ სტიმულებს შორის. ეს შეესაბამება, გარკვეულწილად, ფსიქოლოგიურ ლიტერატურაში შემოთავაზებულ განსხვავებას „ექსტრინზიკულ“ (ინსტრუმენტულ) და „ინტრინზიკულ“ (მოქმედებისთვის) მოტივაციებს შორის. ეკონომიკური სტიმულები „მაღალი ღირებულებისაა“ იმ გაგებით, რომ ისინი არის უფრო კონკრეტული და მკაცრად ორიენტირებული. იხ., მაგ., Williamson, note 2, 137–141; Bengt Hölmstrom and Paul Milgrom,*The Firm as an Incentive System*, 84 American Economic Review 972 (1994). ზნეობრივი სტიმულების „დაბალი ღირებულების“ სტიმულად დახასიათებისას არ ვგულისხმობთ, რომ ისინი ადამიანის ქცევის კონტროლისას უფრო ნაკლებად მნიშვნელოვანია, ვიდრე ფინანსური სტიმულები. რა თქმა უნდა, პირთა უმეტესობისთვის უმრავლეს შემთხვევაში სწორედ რომ საწინააღმდეგოა სწორი და ცივილიზაცია დიდად ვერ განვითარდებოდა, ეს ასე რომ არ იყოს.

და რეპუტაციას.[33] ამის მსგავსად, აუდიტორების ნდობა, რომ დაამტკიცონ ფინანსური ანგარიშგებები და გარკვეული კორპორაციული გარიგებები, ნდობის კიდევ ერთი მაგალითია იმის გათვალისწინებით, რომ აუდიტორების მოტივაციას საფუძვლად უდევს მათი რეპუტაცია.[34] გარკვეულ შემთხვევებში, კორპორაციის გარეშე წარმომადგენლებს შესაძლოა, დაევალოთ კორპორაციის სახელით მოქმედება, ისე როგორც კანონით სავალდებულოა გარკვეული კორპორაციული ქმედების დამტკიცება საინვესტიციო ბანკირის, სახელმწიფო თანამდებობის პირის ან სასამართლოს მიერ.

სტიმულის მეორე სტრატეგიაა *ჯილდოს სტრატეგია*, რომლითაც, როგორც სახელი მიანიშნებს, წარმომადგენლები ჯილდოვდებიან კლიენტის ინტერესების შესაბამისად მოქმედებისათვის. ზოგადად, საკორპორაციო სამართალში ჯილდოს ორი ძირითადი მექანიზმი არსებობს. უფრო გავრცელებული ფორმაა *განაწილების წესი*¸ როდესაც წარმომადგენლის ანაზღაურება პირდაპირ არის დაკავშირებული წარმოდგენილის ფინანსურ მოგებასთან. ამის აშკარა მაგალითია უმცირესობაში მყოფი აქციონერების თანაბარი მოპყრობის პირობა, რომლითაც სავალდებულოა, რომ დივიდენდები პროპორციულად განაწილდეს. [35]

ამ წესის შედეგად მაკონტროლებელი აქციონერების – ამ შემთხვევაში „წარმომადგენლების“ – ინტერესებშია, რომ მაქსიმალურად გაიზარდოს საწარმოს უმცირესობაში მყოფი აქციონერების – ამ შემთხვევაში „წარმოდგენილების“ – მოგება, სულ მცირე, იმ მომენტამდე, რომ მიღებული მოგება განაწილდეს დივიდენდების სახით.

საკორპორაციო სამართლის უფრო იშვიათი არჩევანია ჯილდოს *შესრულებისთვის გადახდის* მექანიზმი. აქ წარმომადგენელი არ იღებს წარმოდგენილის მოგებიდან წილს, თუმცა ანაზღაურებას იღებს წარმოდგენილის ინტერესების უკეთ წარმოდგენისთვის. მართალია, არცერთი იურისდიქცია *თავს არ ახვევს* აქციონერებს ასეთ სქემას, თუმცა სამართლებრივი წესები ხშირად ხელს უწყობენ ან ზღუდავენ ასეთი მაღალი ღირებულების მქონე სტიმულების შექმნას.[36]

[33] დამოუკიდებელი დირექტორების არადამაკმაყოფილებელი საქმიანობის გავლენაზე, მათ რეპუტაციასა და თანმდევ შედეგებზე იხ.: DavidYermack, *Remuneration, Retention, and Reputation Incentives for Outside Directors*, 54 Journal ofFinance 2281 (2004); Eliezer M. Fich and Anil Shivdasani, *Financial Fraud, Director Reputation,and Shareholder Wealth*, 86 Journal of Financial Economics 306 (2007); Ronald W. Masulis andShawn Mobbs, *Independent Director Incentives: Where do Talented Directors Spend their Limited Timeand Energy?* 111 Journal of Financial Economics 406 (2014).

[34] აუდიტორებს შეცდომების შემთხვევაში რეპუტაციული სანქციები ემუქრებათ (იხ., მაგ., Jan Barton, *Who Cares AboutAuditor Reputation?* 22 Contemporary Accounting Research 549 (2005)), მათი დამოუკიდებლობა და, შესაბამისად, ნდობა შეიძლება შეილახოს იმ ფინანსური სტიმულებით, რომლებსაც ქმნის საკონსულტაციო ხელშეკრულებები: იხ. John C. Coffee, *What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990s*, 89Cornell Law Review 269, 291–293 (2004).

[35] იხ. თავი 4.1.3.2. დაუფლებისას მიღებული პრემიის პროპორციული გადანაწილების თაობაზე იხ.: თავი 8.3.3 და 8.3.4.

[36] იხ. თავი 3.3.2.

ამერიკული სამართალი, მაგალითად, აქტიურად ახალისებს სტიმულის ისეთ ფორმებს, როგორიცაა, მაგალითად, ოფცია აქციებზე,[37] სხვა უფრო სკეპტიკურად განწყობილი იურისდიქციები კი მათ გამოყენებას ზღუდავს.[38] გამომდინარე იქიდან, რომ შესრულებისთვის ანაზღაურების დამდგენი პაკეტები განსაკუთრებით სპეციფიკურია, ინდივიდუალური საწარმოებიდან (ან, თუნდაც, აღმასრულებლებიდან) გამომდინარე, ჯილდოს ეს სტრატეგია უმეტესად ხელშეკრულებით დგინდება. ასეთი ხელშეკრულებების დაწერის პროცესიც პოტენციურად ქმნის წარმომადგენლობით ხარჯებს.[39] ბოლოდროინდელი პროცესებით, რომელიც წარმოაჩენს რამდენიმე სამართლებრივი სტრატეგიის კომბინირებულად გამოყენების შესაძლებლობას, ბევრმა იურისდიქციამ შემოიღო ამ პროცესში გადაწყვეტილების მიღების წესები. ასეთ დროს აქციონერებს ენიჭებათ ვეტოს უფლება მმართველთა კომპენსაციის ოდენობაზე, სხვაგვარად ცნობილი როგორც „მენეჯმენტის ანაზღაურების განსაზღვრის უფლება“ („say on pay“).[40]

მინდობილი პირისა და ჯილდოს სტრატეგიებს შორის არსებობს დაძაბულობის საფრთხე. მსხვილი წარმომადგენლები არ დასთანხმდებიან ნდობის ფუნქციის შესრულებას ღირებული ანაზღაურების გარეშე. და მაინც, წარმომადგენლის კომპენსაციის განსაზღვრისას სიფრთხილეა საჭირო, რადგან შესაძლოა, რომ მაღალი ღირებულების სტიმულებმა შეასუსტონ ან მთლიანად გადაწონონ დაბალი ღირებულების სტიმულები.[41] დიდი ოდენობით სააქციო ოფციონების მინიჭებამ შეიძლება გაზარდოს რისკიანობის სტიმული, მაშინ, როცა მსხვილი თანხის გადახდით შეიძლება შემცირდეს კრიტიკული ჩართულობის სტიმული. წარმოდგენილისთვის არცერთი შედეგი არ არის სახარბიელო. ამიტომ ამოსავალია იმის უზრუნველყოფა, რომ წარმომადგენლების ანაზღაურება იმდენი იყოს, ღირდეს მათგან დავალებების შესრულება, თუმცა არც იმდენი, რომ გადაწონოს მისი სტიმულები.[42]

[37] აშშ-ის საგადასახადო კანონმდებლობით, 1993 წლიდან მოყოლებული აკრძალულია აღმასრულებლებისთვის გადახდილი თანხის ხარჯად აღრიცხვა, თუ ის აღემატება 1 მილიონ აშშ-ის დოლარს წელიწადში, გარდა იმ შემთხვევისა, როდესაც ანაზღაურება ხდება „შესრულებული სამუშაოს შესაბამისად“ (IRC §162(m)). ამან მნიშვნელოვნად გაზარდა სტიმულებთან დაკავშირებული ანაზღაურების შემთხვევები: იხ. Brian J. Hall and Kevin J. Murphy, *The-Trouble with Stock Options*, 17 Journal of Economic Perspectives 49 (2003).

[38] იხ., მაგ., European Commission, Recommendation 2009/3177/EC on Strengthening theRegime for the Remuneration of Directors of Listed Companies.

[39] იხ. Lucian Bebchuk and Jesse Fried, Pay Without Performance: The Unfulfilled Promiseof Executive Compensation (2004).

[40] იხ. თავი 3.3.2 და თავი 6.2.3.

[41] იხ., მაგ., Bruno S. Frey and Felix Oberholzer-Gee, *The Cost of Price Incentives: An EmpiricalAnalysis of Motivation Crowding-Out*, 87 American Economic Review 746 (1997). The sorry sagaof the banking sector provides a salient illustration: იხ. Alain Cohn, Ernst Fehr, and Michel AndréMaréchal, *Business Culture and Dishonesty in the Banking Industry*, 516 Nature 86 (2014).

[42] იხ., მაგ., Yermack, note 33, at 2286–2289 (აშშ-ის საწარმოებში გარეშე დირექტორები ანაზღაურების სახით ხშირად იღებენ აქციებსა და ოფციებს, თუმცა აქ გადახდისა და

2.2.4 დანიშვნა და გათავისუფლება

დელეგირებული მმართველობა კორპორაციული ფორმის არსებითი შემადგენელი ნაწილია, ამიტომ გასაკვირი არ არის, რომ *დანიშვნის უფლებები* – უფლება, *აირჩიო* ან *გაათავისუფლო* დირექტორები (და სხვა მმართველები) – საწარმოს კონტროლის მთავარი სტრატეგიაა. მართლაც, ეს სტრატეგიები კორპორაციული მართვის ამოსავალია. როგორც მე-3 და მე-4 თავებში განვიხილავთ, დირექტორების დანიშვნის უფლებამოსილება ძირითადი სტრატეგიაა, რომელიც პასუხობს არა მხოლოდ აქციონერთა წარმომადგენლობის პრობლემას მმართველებთან დაკავშირებით, არამედ ზოგიერთ იურისდიქციაში პასუხობს ასევე მინორიტარი აქციონერების წარმომადგენლობის პრობლემას მაკონტროლებელ აქციონერებთან მიმართებით, და დასაქმებულების წარმომადგენლობის პრობლემას აქციონერთა სრული კლასის მიმართ.

2.2.5 ინიციირება და დამტკიცება (რატიფიკაცია)

სამართლებრივი სტრატეგიების ბოლო წყვილი განავრცობს წარმოდგენილების უფლებას, ჩაერიონ საწარმოს მმართველობაში. ესენია *გადაწყვეტილების მიღების უფლებები*, რომლებიც წარმოდგენილებს ანიჭებს უფლებას, *წამოაყენონ* ან *დაამტკიცონ* მმართველობითი გადაწყვეტილებები. კიდევ ერთხელ აღვნიშნავთ, რომ ამ სტრატეგიის ნაკლები პოპულარობა არჩევის უფლებების სტრატეგიასთან შედარებით გასაკვირი არ არის. ეს სხვაობა განპირობებულია იმით, რომ კორპორაციული ფორმა შექმნილია ისეთი ფორმით, რომელიც იძლევა დელეგირებული მართვისა და დირექტორთა საბჭოსთვის უფლებამოსილების მინიჭების შესაძლებლობას. კორპორაციების არსებული წესდებების მიხედვით, აქციონერთა თანხმობა საჭიროა მხოლოდ ყველაზე დიდი და განსაკუთრებით ფუნდამენტური საკორპორაციო გადაწყვეტილებებისთვის (როგორებიცაა შერწყმა და წესდების ცვლილებები) და არც ერთ იურისდიქციაში აქციონერების თანხმობა არ არის საჭირო, რომ მოხდეს რომელიმე მმართველობითი გადაწყვეტილების ინიციირება.[43]

2-1 ცხრილის ჰორიზონტალური ველები ათ სამართლებრივ სტრატეგიას ყოფს „*ex ante*“ და „*ex post*“ სტრატეგიებად. ამით გვინდა ხაზი გავუსვათ, რომ სტრატეგიათა ერთი ნაწილი მოქმედებს, *სანამ* წარმომადგენელი იმოქმედებს, ხოლო მეორე ნაწილი *ex post* პასუხობს – პოტენციურად მაინც – წარმომადგენლის ქმედებებს. თუ განვიხილავთ წარმომადგენლის მიმართ

შესრულების მიმართებასთან დაკავშირებული უხერხულობები გაცილებით ნაკლებია, ვიდრე აღმასრულებელი დირექტორების შემთხვევაში).

[43] იხ. თავი 3.2.3. წარმომადგენლობის ხარჯების შემცირებისათვის ინიციირებისა და დამტკიცების უფლებების გამიჯვნის უპირატესობა პირველად აღინიშნა შემდეგ ნაშრომში: Eugene Fama and Michael Jensen, *Separation of Ownership and Control*, 26 Journal of Law and Economics 301 (1983).

დაწესებულ შეზღუდვებს, მაგალითისთვის შეიძლება აღინიშნოს, რომ წესებით *ex ante* განსაზღვრულია, წარმომადგენელს რისი გაკეთების უფლება აქვს, ან არ აქვს, ხოლო სტანდარტებით ფასდება წარმომადგენლის ქმედებები *ex post*.[44] ამის მსგავსად მოქმედებს დაწყებისა და დასრულების სტრატეგიებიც. დაწყების სტრატეგია, როგორიცაა ინფორმაციის სავალდებულო ღიაობა, აწესრიგებს, რა უნდა გაკეთდეს, *სანამ* წარმომადგენელი დაიწყებს წარმოდგენილთან ურთიერთობას, ხოლო დასრულების სტრატეგია, რომლის მაგალითიცაა გამოსყიდვის უფლება, საშუალებას აძლევს წარმოდგენილს, განახორციელოს წარმომადგენლის შესრულებული სამუშაოს ხარისხის საპასუხო მოქმედება მას შემდეგ, რაც სამუშაო შესრულდება.[45] სტიმულების გადანაწილების სტრატეგიას თუ მივუბრუნდებით, რწმუნებულებითი სტრატეგია *ex ante* სტრატეგიაა იმ თვალსაზრისით, რომ წარმომადგენლის დანიშვნამდე ანეიტრალებს წარმომადგენლის ისეთ ინტერესებს, რომლებიც ეწინააღმდეგება წარმოდგენილის ინტერესებს. ამ დროს ჯილდოს სტრატეგიების უმეტესობა *ex post* სტრატეგიაა, რადგან ანაზღაურება დამოკიდებულია სავარაუდო სამომავლო შედეგზე და ამიტომ ბოლომდე გარკვეული არ არის, სანამ წარმომადგენელი კონკრეტულ ქმედებებს არ განახორციელებს.

2.2.6 *Ex post* და *ex ante* სტრატეგიები

დანიშვნისა და გათავისუფლების სტრატეგიებიც შეიძლება *ex ante* და *ex post* სტრატეგიებად გავანაწილოთ. თუ წარმოდგენილებს წარმომადგენლების *ex ante* დანიშვნა შეუძლიათ, მაშინ ისინი შეძლებენ ასეთი წარმომადგენლების მათ მიმართ ერთგულების შეფასებას; თუ წარმოდგენილებს წარმომადგენლების *ex post* გათავისუფლება შეუძლიათ, მაშინ ისინი ამით დასჯიან ორპირ ქმედებებს. ამის მსგავსად, აქციონერები უფლებამოსილი არიან, წამოაყენონ მნიშვნელოვანი კორპორაციული გარიგების განხორციელების წინადადება, როგორიცაა შერწყმა, ან, როგორც ჩვეულებრივ ხდება, მათი უფლებამოსილება შესაძლოა, შემოიფარგლებოდეს დირექტორთა ბორდის მიერ დაყენებული წინადადებისთვის წილის ყრით.[46]

მიუხედავად ამისა, არ გვინდა, ზედმეტად დავეყრდნოთ სამართლებრივი სტრატეგიების *ex ante* და *ex post* სტრატეგიებად დაყოფის სიცხადეს ან ანალიტიკურ ძალას. ვიღაცამ შეიძლება იდავოს, რომ ჯილდოს სტრატეგია *ex post* სტრატეგიის ნაცვლად უნდა განვიხილოთ *ex ante* სტრატეგიად, რადგან, რწმუნებულებითი სტრატეგიის მსგავსად, ჯილდოს სტრატეგიაც წინასწარ ადგენს იმ პირობებს, რომელთა შესაბამისადაც ანაზღაურდება წარმომადგენ-

[44] შეადარე თავი 6.2.4 (*ex ante* აკრძალვები) და 6.2.5 (*ex post* სტანდარტები).

[45] შეადარე, მაგ., თავები: 5.2.1, 6.2.1.1, 9.1.2.5 (ინფორმაციის სავალდებულო ღიაობა), და 7.2.2 (გამოსყიდვა).

[46] იხ. თავი 7.4.

ლის საქმიანობა. ასევე შესაძლოა, სადავო იყოს, რომ დანიშვნის უფლებები თავის თავში აერთიანებს *ex ante* და *ex post* ელემენტებს, რადგან ახალი დირექტორების არჩევა და დანიშვნა შეიძლება გულისხმობდეს ძველი დირექტორების გათავისუფლებას. ჩვენ *ex ante/ex post* კლასიფიკაციას მხოლოდ ევრისტიკული მიზნებით ვიყენებთ, რათა გავაადვილოთ ჩვენი იდეების წარმოჩენა.

მართლაც, როგორც უკვე აღვნიშნეთ, სწორედ ევრისტიკული მოტივებით გთავაზობთ სამართლებრივი სტრატეგიების ჩვენეულ კატეგორიებს. 2-1 ცხრილში ჩამოთვლილი ათი სტრატეგია ერთმანეთს ნამდვილად ფარავს და ნებისმიერი სამართლებრივი წესი მარტივად შეიძლება განვიხილოთ ორი ან მეტი სტრატეგიის მაგალითად. კიდევ ერთხელ აღვნიშნავთ, რომ ჩვენი მიზანი მხოლოდ ისაა, წარმოვაჩინოთ, რამდენი სხვადასხვა გზით შეიძლება სამართლის, როგორც ხელსაწყოს, გამოყენება და არ გვინდა, შემოგთავაზოთ ახალი ფორმალისტური სქემა, რომელიც დახმარების ნაცვლად ხელს უშლის საკითხის ფუნქციურად აღქმას.

2.3 ინფორმაციის სავალდებულო ღიაობა

ინფორმაციის ღიაობა ფუნდამენტურ როლს ასრულებს კორპორაციული წარმომადგენლობითი ხარჯების კონტროლისათვის. როგორც უკვე აღვნიშნეთ,[47] ის დაწყების სტრატეგიების ნაწილია. ყველაზე კარგი მაგალითია ემისიის პროსპექტთან დაკავშირებული ინფორმაციის ღიაობის ვალდებულება. იგი ავალდებულებს წარმომადგენლებს, სავარაუდო წარმოდგენილებს მიაწოდოს ისეთი ინფორმაცია, რომელიც ამ უკანასკნელებს დაეხმარება, გადაწყვიტონ, უნდათ თუ არა და რა პირობებით, რომ *დაიწყონ* საწარმოსთან ურთიერთობა, როგორც საწარმოს მესაკუთრეებმა. შედარებით უფრო ნაკლები ეფექტი აქვს პერიოდულად ფინანსური ინფორმაციის ღიაობის ვალდებულებას და *ad hoc* ღიაობის ვალდებულებას – მაგალითად, ისეთი ინფორმაციისას, რომელიც უკავშირდება აქციის ფასს, ან დაკავშირებულ მხარესთან დადებულ გარიგებას – თუმცა ღიაობის ასეთი ფორმებიც საშუალებას აძლევს წარმოდგენილებს, განსაზღვრონ, რა წილობრივი მონაწილეობით დარჩნენ საწარმოში, ან *გავიდნენ* საწარმოდან. ამასთანავე, ინფორმაციის განგრძობითად ღიაობას ზოგადი დამატებითი გავლენა აქვს სხვა სტრატეგიებზე; ამიტომ განხილვის ამ ეტაპზე ჩვენ მას დამოუკიდებლად შევეხებით.

რეგულაციური სტრატეგიებისათვის, რომლებიც საჭიროებენ აღსრულებას, დაკავშირებულ მხარესთან დადებული გარიგების დეტალების ღიაობა ავლენს ისეთ გარიგებებს, რომლებიც შესაძლოა, სადავო იყოს და ამით პოტენციურ მომჩივნებს აწვდის საჭირო ინფორმაციას, რომელსაც წარუდგენენ

[47] იხ. თავი 2.2.2; იხ. ასევე თავი 9.1.2.

სასამართლოს.[48] მმართველობით სტრატეგიებთან კავშირში ინფორმაციის სავალდებულო ღიაობა გამოიყენება სხვადასხვა, თუმცა ერთმანეთის შემავსებელი ფორმით. უპირველეს ყოვლისა, მმართველობითი მექანიზმების თაობაზე ინფორმაციის სავალდებულო ღიაობა საშუალებას აძლევს წარმოდგენილს, შეაფასოს, სიტუაციაში ჩარევის რა საშუალებები არსებობს; მეორე რიგში, და კონკრეტულად გადაწყვეტილების მიღების უფლებებთან დაკავშირებით, ინფორმაციის ღიაობის ვალდებულება მაშინ, როდესაც საჭიროა შემოთავაზებული გარიგების წარმოდგენილის მიერ დამტკიცება, აუმჯობესებს წარმოდგენილის გადაწყვეტილებას; მესამე რიგში, ინფორმაციის ღიაობა ისეთი წარმომადგენლების შესახებ, რომლებიც ასრულებენ სანდო პირის ფუნქციებს, აუმჯობესებს მათი რეპუტაციის შეფასებისა და მათი ქმედებების უკეთ ზედამხედველობის შესაძლებლობებს.

რასაკვირველია, საჭიროა, შემოწმდეს, რომ სრულდება ინფორმაციის ღიაობის ვალდებულებები. ეს შედარებით დიდი და ზოგადი პრობლემის მცირე ნაწილია, რომელიც წარმოდგენილის შესაბამისობას უკავშირდება.

ინფორმაციის პერიოდული ღიაობის ვალდებულების შემთხვევაში, როცა მოსალოდნელი ინფორმაციის ტიპი ცნობილია, თუმცა უცნობია მისი შინაარსი (ეგრეთ წოდებული „ცნობილი უცნობი“ („known unknowns“), საჭირო არ არის შესაბამისობის დამატებითი მექანიზმი, გარდა იმ საჯარო განცხადებისა, რომ მოსალოდნელია ინფორმაციის ღიაობა. თუ წარმოდგენილმა იცის, რომ მოსალოდნელია გარკვეული ტიპის ინფორმაციის ღიაობა (მაგ.: წლიური ფინანსური ანგარიშგებები, ბორდის სტრუქტურა და შემადგენლობა, ან აღმასრულებელი მმართველებისთვის ანაზღაურების მიცემის წესები), ასეთი ინფორმაციის გაუმჟღავნებლობა თავისთავად უარყოფით სიგნალს აძლევს წარმოდგენილს და სტიმულს აძლევს, რომ იმოქმედოს.[49] ინფორმაციის პერიოდული ღიაობის ვალდებულების შემთხვევაში შესაბამისობის პრობლემას წარმოშობს არა ის, ინფორმაცია გამჟღავნდა თუ არა, არამედ ის, თუ რა ხარისხით არის გამჟღავნებული ინფორმაცია, შესაბამისად, ამის უზრუნველსაყოფად ხშირად გამოიყენება რწმუნებულებითი სტრატეგია აუდიტორების სახით. ინფორმაციის *ad hoc* გამჟღავნების შემთხვევაში შესაბამისობის განსხვავებული საკითხები წარმოიშობა, რადგან ასეთ დროს წარმოდგენილი წინასწარ არ ელოდება კონკრეტული ინფორმაციის გამჟღავნებას. ამ შემთხვევაში მკაცრი სამართლებრივი აღსრულების მექანიზმებია საჭირო, რათა მოხდეს შესაბამისობის უზრუნველყოფა.[50]

[48] იხ., მაგ., Simeon Djankov, Rafael La Porta, Florencio Lopes-de-Silanes, and Andrei Shleifer, *TheLaw and Economics of Self-Dealing*, 88 Journal of Financial Economics 430 (2008).

[49] დიდი ბრიტანეთი და სხვა ქვეყნები ეგრეთ წოდებული „შესაბამისობაში მოიყვანე ან ახსენი“ მუხლების აღსრულებისას მმართველობის სტრუქტურის შესახებ ინფორმაციის ღიაობის სწორედ ამ მექანიზმს იყენებენ.

[50] იხ.: Utpal Bhattacharya and Hazem Daouk, *The World Price of Insider Trading*, 57 Journal of Finance 75 (2002); John C. Coffee, Jr., *Law and the Market: The Impact of Enforcement*, 156University of Pennsylvania Law Review 229, at 263–266 (2007).

2.4 შესაბამისობა და აღსრულება

სამართლებრივი სტრატეგიები საჭიროა იმდენად, რამდენადაც მათი გამოყენებით წარმომადგენელს მეტი სტიმული აქვს, იმოქმედოს მარწმუნებლის ინტერესების შესაბამისად, რაც შეიძლება გამოიხატოს ტერმინით „წარმომადგენლის შესაბამისობა“. ამასთან დაკავშირებით, თითოეული სტრატეგია დამოკიდებული ხდება სხვა სამართლებრივი ინსტიტუტების – როგორებიცაა: სასამართლო, მარეგულირებელი და პროცედურული წესები – არსებობაზე, რათა უზრუნველყოფილი იყოს სამართლებრივი ნორმების *აღსრულება.* ამ თავში ჩვენ განვიხილავთ აღსრულებისა და შესაბამისობის მიმართებას. შემდეგ განვიხილავთ აღსრულების სამ შესაძლო მეთოდს.

2.4.1 აღსრულება და ჩარევა

აღსრულებას მთავარი ფუნქცია აკისრია ისეთი რეგულაციური სტრატეგიების მიმართ, როგორებიცაა წესები და სტანდარტები, რომლებიც ზღუდავენ წარმომადგენლის ქცევას. ისინი ამ ფუნქციას დამაჯერებლად ვერ შეასრულებენ, თუ, ფაქტობრივად, მათი აღსრულება შეუძლებელია.[51] ამისთვის საჭიროა კარგად ფუნქციონირებადი აღსრულების ინსტიტუტები, როგორებიცაა სასამართლო და მარეგულირებელი ორგანოები, და, იმავდროულად, იმის უზრუნველყოფა, რომ წარმოდგენილებს ჰქონდეთ საქმის აღძვრის შესაბამისი სტიმული.

ამისგან განსხვავებით, მმართველობითი სტრატეგიები ნაკლებად ეყრდნობიან წარმოდგენილის ჩარევას, რომ უზრუნველყოფილი იყოს წარმომადგენლის შესაბამისობა.[52] ამიტომ ფორმალური აღსრულება (რეგულაციური სტრატეგიების) და ჩარევა (მმართველობითი სტრატეგიების) ერთმანეთს ენაცვლება; შესაბამისობის უზრუნველსაყოფად ორივე ჯარიმებს აკისრებს წარმომადგენლებს. მიუხედავად იმისა, რა ფორმით განხორციელდება ასეთი ჩარევა – იქნება ეს წარმომადგენლების სწორად შერჩევა და ჯილდოს განსაზღვრა, გათავისუფლების მტკიცე შიში თუ მთავარ საკითხებზე გადაწყვეტილების ეფექტურად მიღება, ასეთი ჩარევა მხოლოდ მაშინ შეძლებს წარმომადგენლის შესაბამისობის წარმატებულად უზრუნველყოფას, როცა წარმოდგენილს შეუძლია კოორდინაცია და ამას მცირე დანახარჯებით ახერხებს.

[51] ეს შეფასება ახალი არ არის. ადრინდელი მოსაზრებებისთვის, იხ.: Roscoe Pound, *Law in Books and Law in Action*,44 American Law Review 12 (1910); Gary Becker, *Crime and Punishment: An Economic Approach*,76 Journal of Political Economy 169 (1968).

[52] შესაძლებელია, ასეთი ჩარევა „აღსრულების“ არაფორმალურ სახედ მივიჩნიოთ იმ თვალსაზრისით, რომ ისინი სანდო გავლენას ახდენენ წარმომადგენელზე მმართველობითი სტრატეგიის საშუალებით (იხ. John Armour, *EnforcementStrategies in UK Corporate Governance: A Roadmap and Empirical Assessment*, in Rationality inCompany Law 71, at 73–6 (John Armour and Jennifer Payne eds., 2009). თუმცა, რომ არ აგვერიოს აღსრულების უფრო სპეციფიკურ სახეში, როგორც მას იურისტები აღიქვამენ, აქ ჩვენ აღსრულებას ვიყენებთ მისი ყველაზე ფართო გაგებით.

სიზუსტისთვის აღსანიშნავია, რომ მმართველობის სტრატეგიების წარმატება დამოკიდებულია სამართლებრივი წესების მოქმედებაზე; კონკრეტულად, მათთვის მნიშვნელოვანია ისეთი წესები, რომლებიც განსაზღვრავს სხვადასხვა კორპორაციული მოქმედი პირის მიერ გადაწყვეტილების მიღების უფლებამოსილებებს;[53] ამიტომ მათი ეფექტურობისთვის ასევე საჭიროა უფლებამოსილების განაწილების სამართლებრივი აღსრულების მექანიზმები, თუმცა მმართველობის სტრატეგიებს სასამართლოებისა და მარეგულირებლების მხრიდან ნაკლები მომზადება და ინფორმირებულობა სჭირდება რეგულაციურ სტრატეგიებთან შედარებით, რომლებითაც ხდება წარმომადგენლის შესაბამისობის პირდაპირ უზრუნველყოფა.[54] შესაბამისად, აღმასრულებელ ინსტიტუციებს პირველადი მნიშვნელობა აქვს რეგულაციური სტრატეგიებისთვის (regulatory strategies) და მხოლოდ მეორეული მმართველობითი სტრატეგიებისთვის (governance strategies).

2.4.2 აღსრულების ინიციატორები

ახლა ასეთი „აღმასრულებელი ინსტიტუტების“ ბუნებას რომ მივუბრუნდეთ, აღსრულების *ინიციატორების* მიხედვით, ჩვენ განვასხვავებთ აღსრულების სამ სახეს: (1) საჯარო მოხელეები; (2) კერძო პირები საკუთარი ინტერესების დასაცავად; და (3) სტრატეგიული პოზიციის მქონე კერძო პირები („კორპორაციის ინტერესების გამტარებლები“), რომლებსაც ევალებათ საჯარო ინტერესებით მოქმედება. აღსრულების სახეები, რა თქმა უნდა, სხვა განზომილებებითაც შეიძლება შეფასდეს. ჩვენი მიზანი არ არის მათი მკაცრ კატეგორიებად დაყოფა, ჩვენ მხოლოდ გვინდა წარმოვაჩინოთ, აღსრულების სხვადასხვა სახე როგორ ანაწილებს სხვადასხვა მატერიალური სამართლებრივი სტრატეგიის გავლენას. შესაბამისად, ჩვენ გამოვხატავთ მათ ევრისტიკულ კლასიფიკაციას მხოლოდ ერთი განზომილების – აღმასრულებლების ვინაობის მიხედვით და გვინდა, წავახალისოთ მკითხველი, იფიქროს სხვა განზომილებების შესაბამისად კლასიფიცირებული აღსრულების შესაძლო განსხვავებულ ეფექტზე განსახილველ საკითხებთან მიმართებით. ის კატეგორიები, რომლებიც ჩვენ ავირჩიეთ, ჩვენი აზრით, უფრო მეტად ასახავს საწარ-

[53] მაგალითად, გადაწყვეტილების მიღების სტრატეგიების შესაბამისად, სასამართლო არ აღიარებს მიღებული გადაწყვეტილების ნამდვილობას, თუ ის არ არის მიღებული იმ პროცესით, რომელიც შეესაბამება წარმოდგენილის მიერ გადაწყვეტილების მისაღებად გასავლელ პროცესს. სამართლებრივი ინსტიტუტების გარეშე, რომლებიც იცავენ წარმოდგენილის ინტერესებს კორპორაციის აქტივებთან მიმართებით, მმართველობაზე დაფუძნებული სტრატეგიებიც კი არაეფექტური იქნებოდა. იხ. Bernard Black, Reinier Kraakman, and Anna Tarassova, *Russian Privatization and Corporate Governance: What Went Wrong?* 52 Stanford Law Review 1731 (2000).

[54] იხ. Alan Schwartz, Relational Contracts in the Courts: An Analysis of Incomplete Agreements and Judicial Strategies, 21 Journal of Legal Studies 271 (1992); Edward B. Rock and Michael L. Wachter, Islands of Conscious Power: Law, Norms, and the Self-Governing Corporation, 149 University of Pennsylvania Law Review 1619 (2001).

მოს მართვაში ჩართული წარმომადგენლების შეხედულებებს აღსრულებასთან დაკავშირებით – როგორ გავლენას ახდენს მათზე აღსრულება საჯარო მოხელეების, დაინტერესებული კერძო პირების და კორპორაციის ინტერესების გამტარებლების მიერ.

2.4.2.1 საჯარო აღსრულება

„საჯარო აღსრულებას“ ვუწოდებთ ყველა სამართლებრივ და რეგულაციურ პროცესს, რომელსაც ახორციელებს სახელმწიფო ორგანო. აქ მოიაზრება საჯარო მოხელეებისა და სააგენტოების მიერ დაწყებული სისხლისსამართლებრივი და სამოქალაქოსამართლებრივი დავები, ასევე საჯარო ორგანოების მიერ *ex ante* ნებართვის გაცემის მოთხოვნები. მაგალითად, ბევრ იურისდიქციაში საჯარო შეთავაზების ემიტენტებს ევალებათ, შესაბამისი დოკუმენტები წარუდგინონ ფასიანი ქაღალდების მარეგულირებელს.

საჯარო აღსრულების საქმე შეიძლება აღიძრას მრავალი სხვადასხვა სახელმწიფო ორგანოს მიერ, დაწყებული ადგილობრივი პროკურატურიდან, დამთავრებული ეროვნული მარეგულირებელი ორგანოების მიერ, რომლებიც რეალურ დროში აკვირდებიან კორპორაციულ მოქმედებებს – მაგალითად, აშშ-ის ფასიანი ქაღალდებისა და ბრუნვის კომისიის (SEC) მიერ კორპორაციული ინფორმაციის ღიაობის კონტროლი – და ამ ორგანოებს შეუძლიათ, დარღვევის თავიდან ასაცილებლად ჩაერიონ პროცესებში. ჩვენ ასევე „საჯარო აღმასრულებლების“ მაგალითად განვიხილავთ ზოგიერთ თვითმარეგულირებელ და კვაზიმარეგულირებელ ორგანოებს, როგორებიცაა: ეროვნული საფონდო ბირჟები და დიდი ბრიტანეთის ფინანსური ანგარიშგების საბჭო.[55] ასეთი ორგანოები აღმასრულებლები არიან იმდენად, რამდენადაც მათ შეუძლიათ, პრაქტიკაში დაავალდებულონ მოქმედი პირები, რომ ex ante მათი წესები დაიცვან, ან ex post დააჯარიმონ ისინი წესების დარღვევისთვის, იქნება ეს ჯარიმა რეპუტაციული, სახელშეკრულებო თუ სამოქალაქო. უფრო მეტიც, ისინი მნიშვნელოვნად აღიქმებიან საჯარო აღმასრულებლებად, თუ მათი რეგულაციური ეფექტურობა დაკავშირებულია სახელმწიფო ჩარევის რეალურ საფრთხესთან და ისინი მიიჩნევიან საჯარო უფლებამოსილების ფრენშაიზორებად.[56] სადაც ასეთი რეალური საფრთხე არ არსებობს, ის ორგანიზაციები სუფთად კერძო ორგანიზაციებად მიიჩნევა.

თეორიულად, საჯარო აღსრულებას ახასიათებს შეზღუდვები კერძო აღსრულებასთან შედარებით შემდეგი მიზეზის გამო: დავის დაწყებაზე პასუხისმ-

[55] დიდი ბრიტანეთის ფინანსური ანგარიშგების საბჭო, თავისი საქმიანობის კომიტეტის საშუალებით, ამოწმებს საჯაროდ მოვაჭრე კომპანიების ფინანსურ ანგარიშგებებს და მათ შესაბამისობას კანონთან.

[56] „იძულებითი თვითრეგულაციის“ იდეა განვითარებული აქვთ Ian Ayres-სა და John Braithwaite-ს, Responsive Regulation: Transcending the Deregulation Debate 101–132 (1992).

გებელ მოხელეებს კერძო მოსარჩელეებთან შედარებით ნაკლები სტიმული აქვთ, რადგან მათ არ რჩებათ დავიდან ამოღებული ფინანსური შემოსავლიდან წილი.[57] თუმცა ეს განსხვავება ნაკლებად შესამჩნევი ხდება ისეთ შემთხვევებში, სადაც საჯარო აღმასრულებლებს რჩებათ კორპორაციულ მოპასუხეებზე დაკისრებული ჯარიმა სრულად ან ნაწილობრივ, რის გამოც აღსრულება შეიძლება მიკერძოებულად დაიწყოს იმის წინააღმდეგ, ვისაც მეტის გადახდა შეუძლია, და არა მათი ბრალის შესაბამისად.[58] პრაქტიკაში საჯარო აღსრულება წარმომადგენლის შესაბამისობის უზრუნველყოფის მნიშვნელოვანი მექანიზმია თითქმის ყველა იურისდიქციაში. [59]

2.4.2.2 კერძო აღსრულება

საჯარო აღსრულების მსგავსად კერძო აღსრულებაც მრავალ ინსტიტუტს მოიცავს. სპექტრის ერთ ბოლოში ფორმალურად მოიაზრება აქციონერთა კლასის და დერივაციული სარჩელები, რომლებსაც მნიშვნელოვანი სამართლებრივი და ინსტიტუციური ინფრასტრუქტურა სჭირდება მოსარჩელეთა ზღვრის, მოსამართლეთა თანამშრომლობისა და სასარგებლო პროცედურული წესების სახით, რაც ხელს უწყობს სარჩელების წარდგენას ისეთი მრავალფეროვანი საშუალებებით, როგორებიცაა: დოკუმენტებისა და ინფორმაციის წარდგენის უფლება, აქციონერთა კლასის სარჩელები და სამართლებრივი ხარჯები.[60] აშშ საერთაშორისო დონეზე განსხვავდება სხვა სახელმწიფოებისაგან კერძო აღსრულების ასეთი ინსტიტუციური დანამატების თვალსაზრისით, რადგან მას აქვს კლასური სარჩელის „გადარჩევის“ ალტერნატივა და მხარს უჭერს ადვოკატთა ანაზღაურებას საქმეში მოგებული თანხის პროპორციულად. ამის შედეგად საკორპორაციო სამართლის კერძო აღსრულების შემთხვევები ჩვენს ძირითად იურისდიქციებთან შედარებით აშშ-ში გაცილებით ბევრია.[61]

[57] Jonathan R. Hay and Andrei Shleifer, *Private Enforcement of Public Laws: A Theory of LegalReform*, 88 American Economic Review 398 (1998).

[58] Margaret H. Lemos and Max Minzner, *For-Profit Public Enforcement*, 127 Harvard LawReview 853 (2014); Brandon L. Garrett, Too Big to Jail: How Prosecutors Compromise withCorporations (2014).

[59] იხ. e.g. Armour, note 52, at 87–102; John Armour and Caroline Schmidt, *Building EnforcementCapacity for Brazilian Corporate and Securities Law*, in Public and Private Enforcement: Chinaand the World (Robin Huang and Nico Howson eds., forthcoming 2017); Coffee, *Law and theMarket*, note 50, at 258–263; Howell E. Jackson and Mark J. Roe, *Public and Private Enforcement ofSecurities Laws: Resource-Based Evidence*, 93 Journal of Financial Economics 207 (2009); RafaelLa Porta, Florencio Lopes-de-Silanes, and Andrei Shleifer, *What Works in Securities Laws?* 61 Journalof Finance 1 (2006).

[60] მაგალითად, ამ მახასიათებლების გაუმჯობესებას მიაწერენ კერძო აღსრულების რიცხვის მნიშვნელოვან ზრდას იაპონიაში: Tom Ginsburg and Glenn Hoetker, *TheUnreluctant Litigant? An Empirical Analysis of Japan's Turn to Litigation*, 35 Journal of Legal Studies31 (2006).

[61] იხ., მაგ.: John Armour, Bernard Black, Brian Cheffins, and Richard Nolan, *Private Enforcementof Corporate Law: An Empirical Comparison of the United Kingdom*

მართლაც, 2012 წლისთვის შერწყმის დიდ გარიგებებში კორპორაციული დირექტორების წინააღმდეგ დარღვევებთან დაკავშირებული სარჩელის წარდგენის ალაბთობა 100% იყო.[62]

საჯარო აღსრულებისგან განსხვავებით, კერძო აღსრულება უმთავრესად ემყარება შეკავების მექანიზმს – კერძოდ, დარღვევის აღმოჩენის ex post ჯარიმის დაკისრებას. კერძო აღსრულებასაც აქვს ex ante რეგულაციური ნებართვის გაცემის მსგავსი მექანიზმი, რომელიც საჯარო აღსრულებაში გვხვდება. ასეთი აღსრულების ერთი მაგალითია დიდი ბრიტანეთის „მოწყობის სქემა“ (“scheme of arrangement”), რომლის მიხედვითაც, როდესაც კომპანიას სურს მნიშვნელოვანი რეორგანიზაციის განხორციელება და მიღებული აქვს აქციონერთა შესაბამისი თანხმობა (ასევე კრედიტორების, თუ ისინი მხარეს წარმოადგენენ), ასეთ კომპანიას შეუძლია სქემის სასამართლო გზით დამტკიცება. [63] სასამართლო შეამოწმებს ამ მომენტამდე გადადგმულ კორპორაციულ ნაბიჯებს და თუ გარიგებას დაამტკიცებს, ასეთი გარიგების ex post სადავოდ გახდა დაუშვებელია. თუმცა, თუ ჩვენს ხედვას გავაფართოებთ და მხედველობაში მივიღებთ არა მარტო მკაცრად აღმასრულებელ მექანიზმებს, არამედ ისეთ საშუალებებსაც, რომლებიც უზრუნველყოფენ წარმომადგენლების შესაბამისობას, მაშინ მნიშვნელოვანი შესატყვისი გამოჩნდება: კერძო პირები ex ante მნიშვნელოვნად ერევიან მმართველობაში, რათა უზრუნველყონ წარმომადგენლების შესაბამისობა. მართლაც, რამდენადაც ჩვენი განხილვა უმეტესად ფოკუსირებულია საჯარო და კერძო მოქმედ პირებზე, როგორც აღსრულების ინიციატორებზე, იგივე კონცეპტუალური განსხვავება შეიძლება არსებობდეს მმართველობით ჩარევებში. საჯარო პირებიც შეიძლება ერეოდნენ მმართველობაში, მაგალითად მაშინ, როდესაც სახელმწიფო წარმოადგენს მნიშვნელოვან აქციონერს. ჩვენ მიერ შესწავლილი იურისდიქციების უმეტესობაში ასე არ გვხვდება, მაგრამ ზოგიერთ ქვეყანაში, მაგალითად: საფრანგეთში, იტალიასა და ბრაზილიაში – საჯაროდ მოვაჭრე კორპორაციების აქციების უმრავლესობა ხშირად სახელმწიფო საკუთრებაშია.[64] ასეთ გარემოებებში

and the United States, 6 Journalof Empirical Legal Studies 687 (2009) (დიდ ბრიტანეთში აქციონერთა დავების არარსებობა); Guido Ferrariniand Paolo Giudici, *Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case*, in JohnArmour and Joseph A. McCahery, After Enron: Improving Corporate Law and ModernisingSecurities Regulation in Europe and the US 159 (2006) (კერძო აღსრულების ნაკლებობა იტალიაში); Theodore Baums et al., *Fortschritte bei Klagen Gegen Hauptversammlungsbeschlüsse?: Eine EmpirischeStudie*, ZIP 2007, 1629 (modest levels of shareholder litigation in Germany). აქციონერთა დავების ოდენობა განსაკუთრებით გაიზარდა იაპონიაში 1990-იან წლებში (იხ Mark D. West, *Why ShareholdersSue: The Evidence from Japan,* 30 Journal of Legal Studies 351 (2001)), თუმცა მათი სიხშირე აშშ-ის სიხშირეს მაინც ვერ უტოლდება.

[62] John Armour, Bernard Black, and Brian Cheffins, *Is Delaware Losing its Cases?* 9 Journal of Empirical Legal Studies 605, at 623, 627 (2012). თუმცა დელავერის შტატს არ აქვს საჯარო აღსრულების მექანიზმი.

[63] Companies Act 2006 (UK), Part 26.

[64] იხ. Aldo Musacchio and Sérgio Lazzarini, Reinventing State Capitalism (2014).

მმართველობაში ჩარევის გადაწყვეტილებას იღებენ საჯარო პირები ანუ სახელმწიფო ორგანოები.

2.4.2.3 კორპორაციის ინტერესების გამტარებლების მიერ განხორციელებული კონტროლი

კორპორაციის ინტერესების გამტარებლების მიერ განხორციელებული კონტროლი გულისხმობს არაკორპორაციული მოქმედი პირების, კერძოდ, აუდიტორებისა და იურისტების დავალდებულებას, შეამოწმონ კორპორაციული პირების ქმედებები. ასეთი ვალდებულება, როგორც წესი, გულისხმობს კორპორაციის ინტერესების გამტარებელთა დაჯარიმების საფრთხეს, თუ ისინი მონაწილეობას მიიღებენ კორპორაციულ დარღვევებში, ან, თუ თავიდან ვერ აიცილებენ, ან არ გაამჟღავნებენ დარღვევას.[65] ასეთი მოქმედი პირები „კორპორაციის ინტერესების გამტარებლები“ არიან იმიტომ, რომ მათი ჩართულობა კორპორაციულ გარიგებებში, რომლებიც შემდეგ აღსრულების ობიექტი შეიძლება გახდეს, პრაქტიკული საჭიროებიდან თუ სამართლიდან გამომდინარე, აუცილებელია. ჩვენ ამ მოცემულობას „კორპორაციის ინტერესების გამტარებლების“ მიერ განხორციელებულ კონტროლს ვუწოდებთ, რადგან ამ პირებს შეუძლიათ, აკონტროლონ კორპორაციული გარიგებები და მათ ეძლევათ ძლიერი სტიმული, რომ ეს კონტროლი არასასურველი მოქმედებების თავიდან ასარიდებლად გამოიყენონ.

კორპორაციის ინტერესების გამტარებლების მიერ განხორციელებული კონტროლი, ალბათ, საუკეთესოდ წარმოჩნდება დელეგირებული ჩარევის ფორმად: წარმოდგენილები უშუალოდ არ აკონტროლებენ წარმომადგენელს და ამ დავალებას აკისრებენ კორპორაციის ინტერესების გამტარებლებს. შესაბამისობა, ჩვეულებრივ, შეზღუდვის ex ante მექანიზმებით მიიღწევა (მაგ., აუდიტორები უარს ამბობენ არაკვალიფიციური მოხსენების გამოცემაზე) და არა დარღვევის ჩამდენის დაჯარიმების *ex post* მექანიზმებით. ასეთი დელეგირება თავისთავად ახალ წარმომადგენლობით კონფლიქტს ქმნის კორპორაციის ინტერესების გამტარებლებსა და წარმოდგენილს შორის. ეს კონფლიქტი გვარდება საწყისი სამართლებრივი სტრატეგიების მისადაგებით კორპორაციის ინტერესების გამტარებლების მიმართ, რომლის მთავარი ამოსავალია სტანდარტები და რწმუნებულებითი სტრატეგიები.[66]

[65] იხ. Reinier Kraakman, Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy, 2Journal of Law Economics and Organization 53 (1986); John C. Coffee, Jr., Gatekeepers: TheProfessions and Corporate Governance (2006).

[66] იხ., მაგ.: *Selangor United Rubber Estates v Cradock* (*No 3*) [1968] 1 WLR 1555 (UK Ch D); *RBC Capital Markets LLC v Jervis* 129 A.3d 816 (Del. 2015) (იმ ბნაკირთა მეორეული პასუხისმგებლობა, ვინც შეგნებულად ან არაკეთილსინდისიერად ეხმარება ბორდს ვალდებულების დარღვევაში).

2.4.3 ჯარიმები

აღსრულების აღწერილი ფორმები ან, თუნდაც, მმართველობაში ჩარევა უზრუნველყოფს წარმომადგენლის შესაბამისობას იმით, რომ ადგენს ex ante ნებართვის აუცილებლობას ან ex post ჯარიმას. „ჯარიმას“ აქ ვუწოდებთ იმ ფართო ფუნქციურ კატეგორიას, რომელიც აერთიანებს აღსრულების ყველა ისეთ შედეგს, რომლებიც აუარესებს მოპასუხის მდგომარეობას და, შესაბამისად, აკავებს მის არასწორ ქმედებას. ბევრ შემთხვევაში ასეთი ჯარიმების დაწესება გაცილებით უფრო ზუსტია, ვიდრე ერთი შეხედვით წარმოგვიდგენია.

ალბათ, ჯარიმის ყველაზე ნათელი ფორმა არის თანხის გადახდა.[67] თავდაპირველი საკითხია, ვინ არის პასუხისმგებელი. იმ სამართლებრივი სტრატეგიების შემთხვევებში, რომლებიც აკონტროლებს მმართველ-აქციონერისა და აქციონერ-აქციონერის წარმომადგენლობით პრობლემებს, ნათელი მოპასუხე არის წარმომადგენელი. რამდენადაც გარე ფაქტორების საკონტროლოდ კორპორაციის მიერ ჯარიმის გადახდა ახალისებს მენეჯერებს, რომ მოსალოდნელი ჯარიმების ხარჯი მხედველობაში მიიღონ.

თუმცა ზოგიერთ იურისდიქციაში – როგორებიცაა: აშშ, გერმანია და სხვები, – კორპორაციები ხშირად იღებენ მენეჯერების დაზღვევას და ანაზღაურების პაკეტებს (“D&O დაზღვევა“), რომელთაც ინდივიდის პასუხისმგებლობა საწარმოზე გადააქვთ. ამით, სამოქალაქო პასუხისმგებლობის წყალობით, მენეჯერებზე დაკისრებული ფინანსური ვალდებულებები მცირდება, ზოგჯერ იმდენად, რომ აქციონერთა ხშირი დავების მქონე იურისდიქციებშიც კი კორპორაციის გარე დირექტორებს თითქმის არასდროს არ უხდებათ თავიანთი ჯიბიდან თანხების გადახდა აქციონერთა დავის ფარგლებში.[68] ასეთი მიდგომის ფუნქციური რაციონალი ის არის, რომ ზედმეტად მკაცრი წესების გამო მენეჯერებმა შეიძლება ამჯობინონ ნაკლებ სარისკო გადაწყვეტილებების მიღება, რაც ბევრი აქციონერის ინტერესში არ შედის.[69]

მეორე მხრივ, შეიძლება, მეტად სასურველი იყოს, რომ ზოგიერთ შემთხვევაში გარეშე ფაქტორების გაუკონტროლებლობის გამო წარმოშობილი პასუხისმგებლობა საწარმოს ნაცვლად ინდივიდუალურ წარმომადგენლებს დაეკისროს. მოსალოდნელი ზიანის დასაფარავად კორპორაციის აქტივები

[67] „ჯარიმის“ ფართო განმარტებიდან გამომდინარე, აქ მოვიაზრებთ როგორც საკომპენსაციო, ისე სადამსჯელო – უფრო ვიწრო განმარტებით – გადახდებს.

[68] Bernard Black, Brian Cheffins, and Michael Klausner, *Liability Risk for Outside Directors: A Cross- Border Analysis*, 11 European Financial Management 153 (2005); Tom Baker and Sean J. Griffith, *How the Merits Matter: Directors' and Officers' Insurance and Securities Settlements*, 157 University of Pennsylvania Law Review 755 (2009).

[69] Reinier Kraakman, *Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls*, 93 Yale Law Journal 957 (1984). იხ. ასევე: Gutachten E zum 70. Deutschen Juristentag: Reform der Organhaftung? Materielles Haftungsrecht und seine Durchsetzung in Privaten und öffentlichen Unternehmen (Gregor Bachmann ed., 2014); cf. Regional Court (Landgericht) München 10.12.2013 Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP) 2014, 570 (the *Siemens/Neubürger* case).

შეიძლება არასაკმარისი იყოს, და აქციონერთა შეზღუდული პასუხისმგებლობა ნიშნავს, რომ არასათანადო ქცევის ხარჯების ინტერნალიზაცია შესაძლოა, არასაკმარისი სტიმული იყოს. ჯარიმების საწარმოსთან დაკავშირებულ პირებზე დაკისრებით შეიძლება შესაბამისი სამართლებრივი სტრატეგიის ეფექტურობა გაიზარდოს.[70]

კონტინენტური ევროპის სამართლის ქვეყნებში სამეწარმეო კანონმდებლობის დარღვევის ex post შედეგი შეიძლება იყოს ასევე კორპორაციული გადაწყვეტილების ბათილობა.[71] ასეთ შემთხვევაში სამართლებრივად არაეფექტურია ისეთი კორპორაციული ქმედებები, რომლებიც არ შეესაბამება წესებს. ეს მექანიზმი გამოსადეგია სტანდარტებსა და წესებთან შესაბამისობის საკონტროლოდ სხვადასხვა მმართველობითი სტრატეგიის მიერ, რომელიც აწესრიგებს ჩვენ მიერ განხილულ წარმომადგენლობის ხარჯებს. კორპორაციისთვის შესაბამისი ქმედებების შეჩერება ან გადადება მანამ, სანამ შესაბამისი პროცესი არ ჩაივლის, შეიძლება, ხარჯიანი იყოს, ამიტომ ამ შედეგს სწორედ ჯარიმის მნიშვნელობით ვიყენებთ ამ შემთხვევაში.

თუ დარღვევა იმდენად სერიოზულია, რომ „სისხლისსამართლებრივ“ ქმედებად განიხილება, მაშინ ფიზიკური პირის, თუმცა არა კორპორაციის, ჯარიმა შეიძლება პატიმრობა იყოს.[72] იურიდიული პირების შემთხვევაში რეგულირებულ ინდუსტრიებში ყველაზე მკაცრი ჯარიმა, ალბათ, რეგულაციური ლიცენზიის დაკარგვა შეიძლება იყოს, რითაც, ფაქტობრივად, დაიხურება საწარმოს ბიზნესი. სისხლისსამართლებრივი სანქციების ან რეგულაციური ლიცენზიის დაკარგვის შიშმა შესაძლოა, ზედმეტი შემაკავებელი ფუნქცია შეასრულოს, ამიტომ მათი შემოღება განსაკუთრებული სიფრთხილით უნდა მოხდეს. [73]

მოპასუხეებს აღსრულების შედეგად შეიძლება სხვადასხვა არასამართლებრივი შედეგი დაუდგეთ – ძირითადად, რეპუტაციული. ინდივიდუალური წარმომადგენლებისთვის ეს შეიძლება საქმის დაკარგვას და ახალი დამსაქ-

[70] Kraakman, note 69; John Armour and Jeffrey N. Gordon, *Systemic Harms and Shareholder Value*,6 Journal of Legal Analysis 35 (2014). იხ. თავი 4.3.

[71] იხ. Holger Fleischer, Fehlerhafte Aufsichtsratsbeschlüsse: Rechtsdogmatik– Rechtsvergleichung– Rechtspolitik, Der Betrieb 2013, 160–7 and 217–224; Martin Gelter, Why do Shareholder Derivative Suits Remain Rare in Continental Europe? 37 Brooklyn Journal of International Law 843–892 (2012).

[72] სადავოა, რამდენად შეიძლება სისხლისსამართლებრივი სანქციების გამოყენება იურიდიული პირების წინააღმდეგ. იურისდიქციების უმეტესობით, ეს დაშვებულია, მაგრამ ზოგიერთი, მაგალითად გერმანია, ამაზე უარს ამბობს. იხ., ზოგადად: Guy Stessens, *Corporate Criminal Liability: A Comparative Perspective*, 43 International and Comparative Law Quarterly 493 (1994).

[73] იხ., მაგ.: Jennifer Arlen, *The Potentially Perverse Effects of Corporate Criminal Liability*, 23 Journal of Legal Studies 833 (1994); Daniel R. Fischel and Alan O. Sykes, *Corporate Crime*, 25 Journal of Legal Studies 319 (1996). განსაკუთრებული პრობლემა ევროკავშირის კონტექსტში არის კონკურენციის სამართლის აღსრულება. იხ. Case C-172/12 P, *EI du Pont de Nemours v Commission* [2013] European Court Reports I-0000, ECLI: EU: C:2013:605 (მშობელი კომპანია დაჯარიმდა შვილობილი კომპანიის დარღვევების გამო, ჯარიმის ოდენობა კი პროცენტულად გამოითვალა მშობელი კომპანიის ბრუნვიდან).

მებლების პოვნის გართულებას ნიშნავდეს.[74] საწარმოებისთვის რეპუტაციული ზიანი შეიძლება იწვევდეს სახელშეკრულებო პარტნიორების მოლოდინების ცვლილებას საწარმოს მიერ ხელშეკრულების შესრულების მიმართ, რასაც შედეგად საწარმოს ვაჭრობაზე უარყოფითი გავლენა შეიძლება ჰქონდეს.[75] ამან შეიძლება, მნიშვნელოვნად გადააჭარბოს ფინანსური ჯარიმების ზომას. მართლაც, რეპუტაციული ზიანისთვის ფინანსური ჯარიმა სულაც არ არის საჭირო, საკმარისია დარღვევის თაობაზე სარწმუნო ცნობების გავრცელება.[76] რეპუტაციული ზიანი ზოგად საჯარიმო შედეგს საწარმოსთვის ზრდის, თუმცა, იმავდროულად, მას ნაკლებად სავარაუდოდ ხდის.[77] ამასთან, კორპორაციული დარღვევა, რომელიც არ აზიანებს სახელშეკრულებო მხარეებს და მხოლოდ გარეშე ხარჯებს იწვევს, ყოველთვის არ გულისხმობს, რომ კონტრაქტორების მოლოდინები ხელშეკრულების შესრულების მიმართ შეიცვლება და ამიტომ ყოველთვის არ იწვევს რეპუტაციულ ზიანს.[78] ეს გავლენას ახდენს სამართლებრივი ჯარიმების შერჩევაზე შესაბამისი გარეშე ფაქტორების გათვალისწინებით. [79]

2.5 სამართლებრივი სტრატეგიები კორპორაციულ კონტექსტში

კანონი სამართლებრივ სტრატეგიებს იყენებს არა აბსტრაქტულად, არამედ კონკრეტულ რეგულაციურ კონტექსტში. ანალიზისა და ილუსტრაციის მიზნებისთვის ჩვენ ამ კონტექსტს კორპორაციული გადაწყვეტილებებისა და გარიგებების ექვს ძირითად კატეგორიად ვყოფთ. შემდეგი შვიდი თავიდან ყოველი თავი ამ კატეგორიებიდან თითოზე აკეთებს აქცენტს. აღსანიშნავია,

[74] იხ., მაგ., Fich and Shivdasani, note 33; Maria Correia and Michael Klausner, *Are Securities Class Actions "Supplemental" to SEC Enforcement? An Empirical Analysis*, Working Paper, Stanford Law School (2012).

[75] იხ.: Jonathan Karpoff and John Lott, Jr., The Reputational Penalty Firms Face from Committing Criminal Fraud, 36 Journal of Law and Economics 757 (1993); Cindy Alexander, On the Nature of the Reputational Penalty for Corporate Crime: Evidence, 42 Journal of Law and Economics 489 (1999); Jonathan Karpoff, D. Scott Lee, and Gerald Martin, The Cost to Firms of Cooking the Books,43 Journal of Financial and Quantitative Analysis 581 (2008).

[76] იხ., მაგ., Benjamin L. Liebman and Curtis J. Milhaupt, *Reputational Sanctions in China's SecuritiesMarket*, 108 Columbia Law Review 929 (2008).

[77] იხ. John Armour, Colin Mayer, and Andrea Polo, *Regulatory Sanctions and Reputational Damagein Financial Markets*, forthcoming, Journal of Financial and Quantitative Analysis (2017). (ვერ ხედავს კავშირს რეპუტაციული ზიანის ოდენობასა და ფინანსურ ჯარიმას შორის).

[78] იხ. Jonathan M. Karpoff, John R. Lott, Jr., and Eric W. Wehrly, *The Reputational Penalties for Environmental Violations: Empirical Evidence*, 48 Journal of Law and Economics 653 (2005); Armour et al., note 77.

[79] იხ. თავი 4.3.

რომ ასეთი კატეგორიების ფარგლები, გარკვეულწილად, პირობითია და ერთმანეთს ფარავს. მიუხედავად ამისა, თითოეულ კატეგორიას ახასიათებს გარკვეული ფუნქციური ერთიანობა და თითოეულ მათგანში სამართლებრივი სტრატეგიის გამოყენების მოდელები მცირედით მაინც განსხვავებულია.

მე-3 და მე-4 თავები განიხილავს ჩვეულებრივი ბიზნესგარიგებებისა და გადაწყვეტილებების სარეგულაციოდ გამოყენებულ სამართლებრივ სტრატეგიებს. გასაკვირი არ არის, რომ ამ კონტექსტში მმართველობის სტრატეგიები დომინირებს. მე-5 თავი ეძღვნება სავალო ურთიერთობებს და კრედიტორების დაცვის პრობლემას – ამ კონტექსტში ხშირია რეგულაციური სტრატეგიები, გადახდისუუნარობის გარდა, როცა მას ანაცვლებს მმართველობითი სტრატეგიები. მე-6 თავი აფასებს დაკავშირებულ მხარეებთან (ან საკუთარ თავთან) დადებული გარიგებების სამართლებრივ რეგულაციას; მე-7 თავი იძიებს საკორპორაციო სამართლის მიდგომას „მნიშვნელოვანი“ გარიგებების მიმართ, როგორებიცაა შერწყმა და მთავარი აქტივების გაყიდვა, ხოლო მე-8 თავი აფასებს მაკონტროლებელი გარიგებების სამართლებრივ მოწესრიგებას, როგორებიცაა საკონტროლო პაკეტის გაყიდვა და მტრული დაუფლება. როგორც შემდგომი განხილვა აჩვენებს, იურისდიქციები ბოლო სამი სახის გარიგების შემთხვევაში ირჩევენ რეგულაციური და მმართველობითი სტრატეგიების ცვალებად ნარევს. შემდეგ მე-9 თავი ეძღვნება საჯარო ბაზარზე ემიტენტების რეგულაციას, სადაც დომინირებს რეგულაციური სტრატეგიები.

ჩვენ არ ვაცხადებთ, რომ ასეთი გარიგებები და გადაწყვეტილებები ამოწურავს საკორპორაციო სამართალს, თუმცა ისინი ფარავენ იმის უმეტესობას, რასაც ტრადიციულად საკორპორაციო სამართლად განიხილავენ და, იმავდროულად, განიხილავენ თითქმის ყველა საინტერესო და სადავო საკითხს, რომლებიც დღეს არსებობს.

შემდეგ შვიდ თავში ჩვენი ანალიზი ფუნქციურად მიმდინარეობს. თავების უმეტესობაში ჩვენი ანალიტიკური განხილვა უკავშირდება წარმომადგენლობით პრობლემებსა და სამართლებრივ სტრატეგიებს: მოცემული საკორპორაციო გადაწყვეტილების მიმართ ვიხილავთ იმ სამართლებრივ სტრატეგიებს, რომლებიც აქტიურად გამოიყენება ჩვენს მთავარ იურისდიქციებში. ორ თავში განხილვა ცოტა სხვაგვარად მიმდინარეობს: მე-7 თავში (მნიშვნელოვანი გარიგებები) გარიგებების კატეგორიების მიხედვით და მე-8 თავში (მაკონტროლებელი გარიგებები) – წარმომადგენლობის პრობლემების მიხედვით. სტრუქტურის ასეთი ცვლილება გამოწვეულია ამ თავებში განხილული გარიგებების უფრო მეტი ჰეტეროგენულობით. და ბოლოს, თუ სხვადასხვა იურისდიქციაში კონკრეტული კორპორაციული გადაწყვეტილების მოსაწესრიგებლად მნიშვნელოვნად განსხვავებული სამართლებრივი სტრატეგიები გამოიყენება, ჩვენ ვცდილობთ, შევაფასოთ ასეთი განსხვავებების გამომწვევი მიზეზები.

2.6 სისტემური განსხვავებები

ჩვენ მოველით, რომ წარმომადგენლობის ხარჯების საკონტროლოდ სამართლებრივი სტრატეგიები სხვადასხვა იურისდიქციაში სისტემურად განსხვავებული იქნება.

კერძოდ, ველით, რომ აქციების საკუთრების სტრუქტურასა და წარმომადგენლობის ხარჯების საკონტროლოდ შემოღებულ სამართლებრივ სტრატეგიებს შორის მყარი კავშირი იქნება. გამომდინარე იქიდან, რომ მმართველობითი მექანიზმების ეფექტურობა დამოკიდებულია წარმოდგენილთა კოორდინაციაზე, საკვირველი იქნება, თუ აქციათა ფლობის სტრუქტურა გავლენას არ მოახდენს მენეჯერების საკონტროლოდ განსაზღვრულ სამართლებრივ სტრატეგიებზე. მსოფლიოს მრავალ იურისდიქციაში საჯაროდ მოვაჭრე საწარმოების აქციები თავმოყრილია შედარებით მცირე რაოდენობის აქციონერთა ხელში – იქნება ეს ოჯახები თუ ინსტიტუციური ინვესტორები. მესაკუთრეთა ასეთ მაგალითებში მათი კოორდინაციის ხარჯი შედარებით მცირეა და მათ შეუძლიათ, გამოიყენონ მმართველობითი სტრატეგიები – თუმცა, რა თქმა უნდა, თავად მაკონტროლებელი აქციონერების კონტროლიც უფრო აქტუალური პრობლემა ხდება. თუ აქციების მესაკუთრეთა რიცხვი უფრო ვრცელია, მენეჯერების კონტროლისთვის მმართველობითი მექანიზმები ნაკლებად ეფექტურია და ამიტომ საჭირო ხდება რეგულაციური მექანიზმების გამოყენება.

შერჩეული სამართლებრივი სტრატეგია რამდენადაც დამოკიდებულია აქციონერთა საკუთრების სტრუქტურაზე, იმავენაირად არის იგი დამოკიდებული არსებული აღმასრულებელი ინსტიტუტების ბუნებასა და განვითარებაზე. სისტემებში, სადაც ფართოდ გავრცელებულია რეგულაციური სტრატეგიები, აღმასრულებელ ინსტიტუტებს წარმოდგენილთა მიერ ჩარევის ნაცვლად მნიშვნელოვანი როლი ექნებათ, უზრუნველყონ წარმომადგენელთა შესაბამისობა.[80] უფრო მიკროდონეზე სხვადასხვა აღმასრულებელი ინსტიტუტი კონკრეტულ რეგულაციურ სტრატეგიებს ავსებს და ეხმარება. იმისთვის, რომ წესებმა სარგებელზე მეტად მხარეების დაბრკოლება არ შექმნას, ისინი უნდა ჩამოაყალიბოს განვითარებულმა რეგულატორმა. სტანდარტების შესაქმნელად, მეორე მხრივ, კარგი და დამოუკიდებელი სასამართლოები და იურისტებია საჭირო, და მათი ეფექტურად გამოყენებაა სასურველი. ამის მსგავსად, კომპლექსური ხელშეკრულებებიც საჭიროებენ უკეთეს აღსრულებას, ვიდრე მარტივი წესები.[81]

[80] მოთხოვნამ რეგულაციურ და არა მმართველობით სტრატეგიებზე შეიძლება გაზარდოს რეგულაციური გამოცდილების განვითარება. ამიტომ ისეთ იურისდიქციებში, სადაც საბითუმო აქციონერთა რიცხვი დიდია და აქციონერთა ოდენობა ფართოდ გაშლილი, როგორც აშშ-ში, სპეციალური სასამართლოები უფრო აქტიური არიან, რადგან მათზე მოთხოვნა დიდია. იხ. Zohar Goshen, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*,91 California Law Review 393 (2003).

[81] Edward Glaeser, Simon Johnson, and Andrei Shleifer, *Coase Versus the Coasians*, 116 QuarterlyJournal of Economics 853 (2001).

ამასთან, შესაბამისი განგრძობითი ღიაობის ვალდებულებებიც დამოკიდებულია კონკრეტული სამართლებრივი სტრატეგიის სახეზე.[82] ამიტომ აშშ-ში, სადაც ფართოდ გამოიყენება რეგულაციური სტრატეგიები, ფორმალურ აღმასრულებელ საქმიანობას ეხმარება განგრძობითი ღიაობის ვალდებულება, რომელიც ტრადიციულად ყურადღებას ამახვილებს საკუთარ თავთან დადებულ გარიგებებზე. ამისგან განსხვავებით, ევროკავშირში, სადაც უფრო მეტად გვხვდება მმართველობის მექანიზმები, ღიაობის ვალდებულებები ტრადიციულად უკავშირდება ბორდის სტრუქტურას. თუმცა ეს განსხვავებები ბოლო წლებში შემცირდა – როგორც მე-3 თავში განვიხილავთ, მესაკუთრეთა სტრუქტურა უფრო და უფრო ერთგვარი ხდება და ევროკავშირში გაიზარდა დაკავშირებულ პირებთან დადებული გარიგებების, ხოლო აშშ-ში ბორდის შემადგენლობისა და ფუნქციების თაობაზე ღიაობის ვალდებულებები.[83]

ღიაობის საჭირო *ფარგლები* ასევე იცვლება მესაკუთრეთა სტრუქტურის შესაბამისად. თუ მესაკუთრეთა რიცხვი დაბალია, ხშირი გამჟღავნება შეიძლება ნაკლებ მნიშვნელოვანი იყოს, ვიდრე პასუხი მენეჯერთა წარმომადგენლობით ხარჯებზე:[84] მესაკუთრეებს უკეთ შეუძლიათ, თავად დაადგინონ ინფორმაცია, და მმართველობითი სტრატეგიები ხელს უწყობს მეტი ინფორმაციის ღიაობას. ამით არ ვამბობთ, რომ მესაკუთრეთა ასეთ სტრუქტურაში ღიაობის ვალდებულებების შესაბამისი აღსრულება მნიშვნელოვანი არ არის. ასეთ დროს წარმოიშობა წარმომადგენლობის არა პირველი, არამედ მეორე პრობლემა: კონფლიქტი აქციონერებს შორის. აქ ღიაობის ვალდებულება უზრუნველყოფს, რომ ინფორმაცია, თუ როგორ იყენებენ ძლიერი მესაკუთრეები (კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერები) თავიანთ კონტროლის უფლებას და მათ შორის რა დაკავშირებულ მხარეებთან დებენ გარიგებებს, მიეწოდება უმცირესობაში მყოფ აქციონერებს და მენეჯმენტი თანაბრად აწვდის ინფორმაციას ყველა აქციონერს, რაც თავიდან გვარიდებს „ინფორმაციის შერჩევით ღიაობას“.

ბევრი ასეთი ინსტიტუციური განსხვავება, საერთო ჯამში, საწარმოს მიერ წარმომადგენლობითი ხარჯების წარმატებულად კონტროლისთვის შეიძლება უმნიშვნელოც იყოს, რადგან სტრატეგიებისა და დაკავშირებული ინსტიტუტების სხვადასხვა კომბინაცია ფუნქციურად ეკვივალენტურია. თუმცა ზოგიერთი ინსტიტუტის არსებობა ნებისმიერ იურისდიქციაში მნიშვნელოვანია. კერძოდ, გამომდინარე იქიდან, რომ ინფორმაციის ღიაობის ვალდებულება მნიშვნელოვან როლს ასრულებს როგორც რეგულაციური სტრატეგიების აღსრულე-

[82] იხ., მაგ., პარაგრაფი 9. Recommendation 2005/162/EC საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებული კომპანიების არააღმასრულებელი ან სამეთვალყურეო დირექტორებისა და სამეთვალყურეო საბჭოს კომიტეტების როლის შესახებ, 2005 O.J. (L 52) 51.

[83] იხ. თავი 3.2.4, 3.4.2, და თავი 6.2.1.1.

[84] იხ. John Armour and Jeffrey N. Gordon, *The Berle-Means Corporation in the 21st Century*,Working Paper (2008), at <http://www.law.upenn.edu>.

ბის, ისე მმართველობის განხორციელების თვალსაზრისით, ინსტიტუტები, რომლებიც ეხმარებიან ასეთ ღიაობას – ანუ ფასიანი ქაღალდების მკაცრი და ეფექტური რეგულატორები და კარგი აუდიტორები, ყოველთვის უფრო მეტად სავარაუდოა, რომ დაეხმარებიან საწარმოებს წარმომადგენლობითი ხარჯების კონტროლში.[85]

[85] იხ. Bernard Black, The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets, 48UCLA Law Review 781 (2001).

3

მთავარი მმართველობითი სტრუქტურა: აქციონერები, როგორც სტეიკჰოლდერები

ჯონ არმორი, ლუკა ენრიკესი, ჰენრი ჰანსმანი, რაინერ კრაკმანი

როგორც მე-2 თავში ვნახეთ, საკორპორაციო სამართალმა უნდა გადაჭრას სამი ფუნდამენტური წარმომადგენლობის პრობლემა: კონფლიქტი მენეჯერებსა (აღმასრულებელ მენეჯერებს და დირექტორებს) და აქციონერებს შორის, კონფლიქტი მაკონტროლებელ და უმცირესობაში მყოფ აქციონერებს შორის, და კონფლიქტი აქციონერებსა და სხვა სტეიკჰოლდერებს შორის. ამ თავში ჩვენ განვიხილავთ, როგორ აგვარებს კორპორაციული მართვის ფარგლებში გამოყენებული სამართლებრივი სტრატეგიები მენეჯერებსა და აქციონერებს შორის არსებულ კონფლიქტს ჩვენს მთავარ იურისდიქციებში. მე-4 თავი შემდგომ შეაფასებს მმართველობის როლს უმცირესობაში მყოფი აქციონერებისა და სხვა სტეიკჰოლდერების ინტერესთა დასაცავად.

კორპორაციულ მართვას საფუძვლად უდევს კორპორაციული ფორმის მთავარი თვისებებიდან ორი მათგანი: პირველი არის ინვესტორთა საკუთრება, რაც გულისხმობს, რომ, თანამედროვე კაპიტალური ბაზრების მრავალფეროვნებიდან გამომდინარე, საწარმოს საბოლოო კონტროლი ისეთი აქციონერების ხელშია, რომლებიც შორს არიან საწარმოს ყოველდღიური საქმიანობიდან და აქციონერებს უჩნდებათ მნიშვნელოვანი ინფორმაციული და კოორდინაციული ხარჯები;[1] მეორე თვისება კი არის დელეგირებული მართვა, რომელიც საჭიროა სწორედ აქციონერთა ინფორმაციული და კოორდინაციული ხარჯების გამო. ასეთ დელეგირებას თან ახლავს აქციონერ-მენეჯერის წარმომადგენლობითი ხარჯი.

საკორპორაციო სამართალი აქციონერ-მენეჯერის წარმომადგენლობის პრობლემას ჭრის როგორც მმართველობითი, ისე რეგულაციური სტრატეგიების საშუალებით. თუმცა, როგორც ამ თავში წარმოვაჩენთ, ამ სტრატეგიების

[1] აქციონერთა „კოორდინაციისა და ინფორმაციის ხარჯები“ შეიძლება გავიგოთ როგორც ის რეალური ხარჯები, რომლებიც უკავშირდება რამდენიმე აქციონერის მიერ გადაწყვეტილების მიღებას (ე.ი. ინფორმაციის მოპოვებასა და უმრავლესობის პრეფერენციის განსაზღვრას), და ასევე ხარჯები, რომლებიც წარმოიშობა, თუ ეს გადაწყვეტილებები ოპტიმალური არ არის (იმიტომ, რომ აქციონერებს არ ჰქონდათ ინფორმაცია ან არსებობდა ინტერესთა კონფლიქტი). იხ. თავები: 2.1 და 2.2. ერთ-ერთმა ჩვენგანმა ამ ერთობლიობას „მესაკუთრეთა ხარჯები“ უწოდა. იხ. Henry Hansmann, The Ownership of Enterprise 35 (1996).

გამოყენება და მათი შესაბამისი ეფექტურობა დამოკიდებულია აქციონერთა საკუთრების მოდელზე. იმ ქვეყნებში, სადაც ხშირად გვხვდებიან მაკონტროლებელი აქციონერები, *დანიშვნისა* და *გადაწყვეტილების მიღების უფლებები* უფრო ძლიერია, რადგან ასე აქციონერები პირდაპირ აკონტროლებენ მენეჯმენტს.[2] საწინააღმდეგო ბოლოში გვხვდება მრავალრიცხოვანაქციონერიან მქონე კომპანიებში განაწილებული აქციები პასიურ, არაინფორმირებულ ინვესტორთა შორის, როგორც ეს გვხვდებოდა აშშ-ში მეოცე საუკუნის უმეტეს ნაწილში. აქ დანიშვნისა და გადაწყვეტილების მიღების უფლებები ნაკლებად ეფექტურია და უკეთესად მოქმედებს *წარმომადგენელთა სტიმულები*, როგორებიცაა *ჯილდო* მენეჯერებისთვის და *ნდობის* ფუნქცია არამენეჯერი დირექტორებისთვის, რომლებიც ზედამხედველობენ აღმასრულებელ მენეჯერებს. ასეთი სტრატეგიები გამოიხატება ასევე დირექტორთა ქცევის *სტანდარტებსა* და *დაწყების უფლებებში,* როგორიცაა, მაგალითად, *ინფორმაციის ღიაობის წესები*, რათა აქციების ფასი მეტი ინფორმაციის საფუძველზე განისაზღვროს და ისინი მეტად ლიკვიდური გახდეს. ამით *დასრულების უფლებები*, მათ შორის მტრული დაუფლების დროს, აქციების გაყიდვის შესაძლებლობა უფრო ეფექტური ხდება. ამ ორ პოლუსს შორის, სადღაც შუაში, – და თანაც უფრო ხშირად, – გვხვდება საკუთრების ისეთი მოდელი, სადაც მაკონტროლებელი აქციონერის არსებობა ნორმას არ წარმოადგენს, თუმცა აქციები თავმოყრილია ინსტიტუციური ინვესტორების პორტფოლიოში, რომელთა კოლექტიურ ქმედებას ხელს უწყობს მათ ხელში არსებული აქციების ოდენობა და სპეციალიზებული ჰეჯირების ფონდების აქტივიზმი.[3]

სანამ სხვადასხვა სამართლებრივი სტრატეგიის ჩვენს მთავარ იურისდიქციებში გამოყენების მაგალითებს განვიხილავთ, სასარგებლო იქნება, მოკლედ წარმოგიდგინოთ რამდენიმე ზოგადი დაკვირვება დირექტორთა ბორდის – შიდა მმართველობის მთავარი ინსტიტუტის – თაობაზე.

3.1 დელეგირებული მმართველობა და კორპორაციული ბორდები

კანონი საჯარო კორპორაციის მმართველობის შესახებ მსგავსი სტრუქტურისაა ჩვენს ყველა ძირითად იურისდიქციაში. ინვესტორთა საკუთრების ფონზე გარკვეული ფუნდამენტური გადაწყვეტილებების მიღების უფლება აქციონერთა კრებას აქვს, თუმცა გადაწყვეტილებების მიღების ძირითადი უფლებამოსილება მაინც ბორდს აქვს მინიჭებული.

[2] ეს სტრატეგიები ასევე ადგება არამაკონტროლებელ ინსტიტუციურ აქციონერებს ამ ქვეყნებში დაფუძნებულ კომპანიებში, რომლებსაც არ ჰყავთ დომინანტი აქციონერი.

[3] იხ. Ronald J. Gilson and Jeffrey N. Gordon, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, 113 Columbia Law Review 863 (2013).

უკვე აღვნიშნეთ, რომ კომპანიის ბიზნესის თაობაზე გადაწყვეტილებების მიღების უფლებამოსილების ბორდისთვის მინიჭება საშუალებას იძლევა, დაიზოგოს კოორდინაციისა და ინფორმაციული ხარჯები, რომლებიც აქციონერებს წარმოეშობა, თუ ისინი თავად ეცდებიან ამ გადაწყვეტილებების მიღებას. ამიტომ ბორდის ყველაზე ძირითად დავალებად შეიძლება კომპანიის ბიზნესის მართვა მივიჩნიოთ. თუმცა ბევრ იურისდიქციაში დირექტორებს აქვთ ასევე აღმასრულებელი მმართველობის ზედამხედველობის ფუნქციაც, რაც მათ ნდობით აღჭურვილი წარმომადგენლების როლსაც აკისრებს.

ბორდის ფორმალური სტრუქტურის თვალსაზრისით, იურისდიქციები სხვადასხვა არჩევანს აკეთებენ: ზოგიერთ ქვეყანაში ბორდი „ერთსაფეხურიანია“, ხოლო სხვაგან – „ორსაფეხურიანი“.[4] ერთსაფეხურიანი ბორდის იურისდიქციებში, მაგალითად: აშშ, დიდი ბრიტანეთი და იაპონია, ბორდს აქვს იურიდიული უფლებამოსილება, რომ ერთდროულად მართოს და აკონტროლოს კორპორაციის მართვა პირადად ან ბორდის კომიტეტების საშუალებით.[5] ამისგან განსხვავებით, ორსაფეხურიანი ბორდის სტრუქტურის მქონე იურისდიქციებში ფორმალურად გაყოფილია მმართველობისა და ზედამხედველობის ფუნქციები. ზედამხედველობის უფლებამოსილება მინიჭებული აქვს არამმართველი დირექტორებისგან შემდგარ სამეთვალყურეო საბჭოს,[6] რომელიც, თავის მხრივ, ნიშნავს და ზედამხედველობს მმართველობით ბორდებს. მმართველობითი ბორდი მოიცავს მთავარ აღმასრულებელ თანამდებობის პირებს, რომლებსაც ევალებათ ბიზნესსტრატეგიის შედგენა და განხორციელება. გერმანია და ბრაზილია საჯარო კორპორაციებისთვის სავალდებულოდ ითვალისწინებენ ორსაფეხურიან ბორდებს, იტალია და საფრანგეთი კი, ევროკავშირის ევროპული კომპანიის მსგავსად, კომპანიებს სთავაზობენ არჩევანს ერთ- და ორსაფეხურიან ბორდებს შორის.[7] თეორი-

[4] სხვა იურისდიქციებში არსებობს ასევე ბორდის შუამავალი სტრუქტურები, მაგალითად „სკანდინავიური“ დირექტორთა ბორდი. იხ. Per Lekvall, *A Consolidated Nordic Governance Model*, in The Nordic Corporate Governance Model 52, 59–63 (Per Lekvall ed., 2014).

[5] ზოგიერთ იურისდიქციაში – მაგალითად: იტალიაში, ბრაზილიასა და აღმოსავლეთ აზიის იურისდიქციებში, რომლებზეც გავლენა ჰქონდა გერმანულ სამართალს, შენარჩუნებულია სამეთვალყურეო საბჭოს მოძველებული ფორმები, როგორებიცაა „აუდიტორების საბჭო“ (იაპონია და იტალია) ან „მეთვალყურეების საბჭო“ (ბრაზილია და ჩინეთი). ასეთი მეორეული ბორდების უფლებამოსილებები, რომლებიც ფუნქციურად იგივეა, რაც არსებული ბორდების კომიტეტები, ძირითადად, შეზღუდულია, განსაკუთრებით იტალიასა და იაპონიაში.

[6] „არამმართველს“ იმ მნიშვნელობით ვიყენებთ, რომ მართვაში არ მონაწილეობენ. აღმასრულებელი გადაწყვეტილებების მიღებაში მონაწილეობის მიუღებლობა ხშირად დაწესებულია სამეთვალყურეო საბჭოებისთვის ორსაფეხურიან იურისდიქციებში, როგორიც გერმანიაა. იხ. §§ 105 and 111 IV Aktiengesetz.

[7] §§ 76–116 Aktiengesetz (Germany); Art. 138 Lei das Sociedades por Ações (Brazil); Art. L. 225–57 Code de commerce (France); Art. 2380 Civil Code (Italy); Art. 38 Council Regulation (EC) No2157/2001 of 8 October 2001 on the Statute for a European company (SE).

ულად ერთსაფეხურიანი ბორდები გადაწყვეტილების მიღების უფლებამოსილებას მთლიანად დირექტორთა ხელში აქცევს, რადგან დირექტორთა ერთ ჯგუფს აქვს როგორც მმართველობითი, ისე სამეთვალყურეო ფუნქცია. ამიტომ ზოგიერთ იურისდიქციაში, მაგალითად, აშშ-სა და საფრანგეთში, ხშირია ბორდის თავმჯდომარისა და მთავარი აღმასრულებელი ოფიცრის ("CEO") როლების გაერთიანება ერთსაფეხურიან ბორდში.[8] ამისგან განსხვავებით, ორსაფეხურიანი ბორდის იურისდიქციები, როგორიცაა, მაგალითად, გერმანია, სამეთვალყურეო საბჭოს უკრძალავს მმართველობითი გადაწყვეტილებების მიღებას.[9]

თუმცა პრაქტიკაში ხშირად გვხვდება, რომ ამ ორ სტრუქტურას შორის განსხვავება წაშლილია.[10] არაფორმალური ურთიერთობებით შეიძლება, მარტივად გადაილახოს სამართლებრივი გამიჯვნა მმართველობასა და სამეთვალყურეო საბჭოს შორის. კომპანიებში, სადაც არ არის მაკონტროლებელი აქციონერი, მმართველობით ბორდებს ხშირად სამეთვალყურეო საბჭოს *de facto* არჩევა შეუძლიათ.[11] იმავდროულად, „სამეთვალყურეო" ფუნქციების ცალკე დამოუკიდებელი დირექტორებისაგან შემდგარი კომიტეტისათვის დაკისრება ერთსაფეხურიან ბორდს კვაზისამეთვალყურეო ელფერს აძლევს.

ამასთან, იურისდიქციებში, სადაც სავალდებულოა მართვაში დასაქმებულთა მონაწილეობა, მაგალითად, გერმანიაში, ორსაფეხურიანი ბორდი დამატებით ფუნქციას ასრულებს. ასეთ შემთხვევაში სამეთვალყურეო საბჭო არ ემსახურება ექსკლუზიურად აქციონერთა ინტერესებს, არამედ ის ცდილობს, შეამციროს ორ სხვადასხვა სტეიკჰოლდერთა ჯგუფს ანუ აქციონერებსა და დასაქმებულებს შორის კოორდინაციის ხარჯები. მართვაში დასაქმებულთა მონაწილეობის დამახასიათებელ მმართველობით თვისებებს მე-4 თავში განვიხილავთ. ამ ეტაპზე მხოლოდ იმის აღნიშვნა გვინდა, რომ ბორდის ორსაფეხურიანი სტრუქტურა აძლიერებს მართვაში დასაქმებულთა მონაწილეობას, რამდენადაც სენსიტიურ ინფორმაციასთან წვდომა და გადაწყვეტილებების მიღების უფლებამოსილება აქვს აღმასრულებელ მენეჯმენტს (ან ბორდის აღმასრულებელ მენეჯერებს), რაც ამცირებს სამეთვალყურეო საბჭოში პოტენციური ინტერესთა კონფლიქტების ალბათობას.

[8] ეს საყოველთაოდ ასე არ არის. დიდ ბრიტანეთში კორპორაციული მართვის კოდექსის მუხლი A.2.1 ითხოვს, რომ კომპანიის ბორდის თავმჯდომარისა და მთავარი აღმასრულებელი თანამდებობის პირის ფუნქციები ნათლად იყოს გამიჯნული, და დიდი ბრიტანეთის საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებული კომპანიები ყველაზე ხშირად სწორედ ასეთ განაწილებას იყენებენ.

[9] იხ. note 6.

[10] იხ. Paul Davies and Klaus J. Hopt, *Corporate Boards in Europe–Accountability and Convergence*, 61 American Journal of Comparative Law 301 (2013).

[11] იხ. Klaus J. Hopt and Patrick C. Leyens, Board Models in Europe–Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United Kingdom, France and Italy, 1 European Company and Financial Law Review 135, 141 (2004).

მართვაში დასაქმებულთა მონაწილეობა აწესებს სამეთვალყურეო საბჭოს წევრთა მინიმალურ ოდენობას – 20 წევრი ყველაზე დიდი კომპანიებისთვის, [12] რის გამოც გერმანია, სხვა ქვეყნებთან შედარებით, განცალკევებულია სამეთვალყურეო საბჭოს ზომის თვალსაზრისით. როგორც ამ წიგნის წინა გამოცემაში აღვწერეთ,[13] იურისდიქციების უმეტესობაში მეტ-ნაკლებად ერთი ზომის საბჭო გვხვდება, დაახლოებით 9-12 წევრით. მიიჩნევა, რომ მცირე საბჭოს უკეთ შეუძლია თავისი სამეთვალყურეო ფუნქციის ეფექტურად შესრულება.[14] იმისთვის, რომ თავიანთი საბჭოს ზომა საერთაშორისო სტანდარტების შესაბამისი გაეხადათ, დიდი გერმანული კომპანიები, როგორებიცაა: Allianz, BASF და Porsche, გარდაიქმნენ ევროკავშირში ფართოდ გავრცელებულ სამეწარმეო ფორმად – *Societas Europaea* (SE), რომელშიც ნებადართულია სამეთვალყურეო საბჭოში, სულ მცირე, 12 წევრის დანიშვნა.[15]

3.2 დანიშვნისა და გადაწყვეტილების მიღების უფლებები

ინვესტორთა საკუთრება გულისხმობს ერთ-ერთ მთავარ სამართლებრივ სტრატეგიას – *დანიშვნის უფლებას*: აქციონერებს უფლება აქვთ, დანიშნონ (და გაათავისუფლონ) ბორდის წევრები. ამასთან, ისეთ საკითხებზე, სადაც დელეგირებულმა მართვამ შეიძლება მიგვიყვანოს არაოპტიმალურ შედეგამდე არასწორად განაწილებული სტიმულების გამო, განსაკუთრებით ინტერესთა კონფლიქტის წარმომშობ გარიგებებში, საკორპორაციო სამართლით აქციონერებს ენიჭებათ *გადაწყვეტილებების მიღების უფლება*. ეს მექანიზმები ეფექტური იქნება, თუ ის შეამცირებს, ერთი მხრივ, აქციონერთა ინფორმაციისა და კოორდინაციის ხარჯებს და, მეორე მხრივ, მენეჯერების წარმომადგენლობის ხარჯებს. რაც უფრო ადვილია აქციონერებისთვის ინფორმაციის მოპოვება, კოორდინაცია და ერთობლივი არჩევანის გაკეთება, რითაც მაქსიმალურად უმჯობესდება მათი კეთილდღეობა, მით უფრო ეფექტურად ხდება დანიშვნისა და გადაწყვეტილების მიღების უფლებებით წარმომადგენლობის ხარჯების კონტროლი. თუმცა, როცა აქციონერთა ინფორმაციისა და კოორდინაციის ხარჯები მაღალია, შესაძლოა, აქციონერთა საერთო ინტერესში იყოს, რომ მეტად შეზღუდონ დირექტორები.

[12] იხ. § 7 Mitbestimmungsgesetz (Codetermination Law) (სულ მცირე, 20 დირექტორი უნდა ჰყავდეს 20 000-ზე მეტდასაქმებულიან საწარმოს სამეთვალყურეო საბჭოსთვის).

[13] 69–70.

[14] იხ., მაგ.: David Yermack, *Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors*, 40 Journal of Financial Economics 185 (1996); Jeffrey L. Coles, Naveen D. Daniel, and Lalitha Naveen, *Boards: Does One Size Fit All?* 87 Journal of Financial Economics 329 (2008).

[15] იხ. Jochem Reichert, *Experience with the SE in Germany*, 4 Utrecht Law Review 22, 27–28.

სხვაგვარად რომ ვთქვათ, აქციონერთა კოორდინაციას ორი მხარე აქვს: აქციონერთა კოორდინაციით შეიძლება შემცირდეს აქციონერ-მენეჯერთა წარმომადგენლობის ხარჯი, რადგან აქციონერები უკეთ აკონტროლებენ მენეჯერებს, მაგრამ, იმავდროულად, შესაძლოა, აქციონერთა წარმომადგენლობის ხარჯი გაიზარდოს, რადგან აქციონერთა ერთმა ნაწილმა შეიძლება, ხელში ჩაიგდოს კონტროლი, რომელსაც გამოიყენებს აქციონერების, როგორც ერთიანი ჯგუფის, ინტერესების საზიანოდ. აქციონერები, როგორც ერთიანი ჯგუფი, შეიძლება, კონტროლის აქციონერთა ნაწილის ხელში აღმოჩენისას დაზიანდეს იმით, რომ ეს ნაწილი კორპორაციულ სიმდიდრეს თავისკენ მიმართავს, ან იმით, რომ, ინფორმაციის ასიმეტრიულობისა და არასწორი სტიმულებიდან გამომდინარე, ასეთმა ჯგუფმა შეიძლება, გაათავისუფლოს კარგი მმართველები, ან აიძულოს ისინი, განახორციელონ შეუსაბამო სტრატეგიები. [16]

ისეთ შემთხვევებში, როდესაც აქციები თავმოყრილია ინსტიტუციური აქტივების მენეჯერთა პორტფოლიოში, როგორც ეს დღეს ბევრ იურისდიქციაში ხდება, საწარმოს დონეზე არსებულ წარმომადგენლობით პრობლემას ემატება წარმომადგენლობის პრობლემის კიდევ ერთი დონე – კონფლიქტი აქტივების მენეჯერებსა და მათ საბოლოო კლიენტებს შორის.[17] აქტივების მენეჯერები ანაზღაურებას იღებენ მთლიანი შესრულებული სამუშაოს მიხედვით, ამიტომ მათ ნაკლები სტიმული აქვთ, დამატებითი რესურსები დაუთმონ ინდივიდუალურ საწარმოებში მმართველობითი უფლებების გამოყენებას – ამით უფასოდ იხეირებდნენ მათი კონკურენტები. თუმცა წამყვანი ხშირად „აქტივისტი“ ფონდები არიან, რომლებიც თავიანთ მენეჯერებს ანაზღაურებას აძლევენ რეალური მოგების შესაბამისად და მოგებას იღებენ საწარმოებში მნიშვნელოვანი წილის შეძენით და ინვესტირებით.[18] თანამედროვე კორპორაციული მართვის ერთ-ერთი აქტუალური სადებატო საკითხია ის, რომ ასეთ აქტივისტ ჰეჯირების ფონდებს უკეთ შეუძლიათ ისეთი კომპანიების ამოცნობა, რომლებსაც სუსტი სტრატეგია აქვთ, ან არაერთგული მენეჯერები ჰყავთ; ან ისინი, უბრალოდ, ირჩევენ ისეთ კომპანიებს, რომელთა აქციის ფასიც არაადეკვატურად არის ბაზარზე შეფასებული და აიძულებენ, განახორციელონ არაოპტიმალური, „მოკლევადიანი“ ბიზნესსტრატეგიები. [19] კორპორაციული მართვის

[16] იხ. Zohar Goshen and Richard Squire, *Principal Costs: A New Theory for Corporate Law andGovernance*, Working Paper (2015), available at ssrn.com.

[17] Bernard S. Black, Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice, 39 UCLALaw Review 811 (1991).

[18] Marcel Kahan and Edward B. Rock, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*,155 University of Pennsylvania Law Review 1021 (2007); Gilson and Gordon, note 3; MarcoBecht, Julian R. Franks, Jeremy Grant, and Hannes F. Wagner, *The Returns to Hedge Fund Activism: AnInternational Study*, 21 European Financial Management 106 (2015).

[19] იხ., მაგ.: Alon Brav, Wei Jiang, Frank Partnoy, and Randall Thomas, *Hedge Fund Activism,Corporate Governance, and Firm Performance*, 63 Journal of Finance 1729 (2008); Gilson andGordon, note 3; April Klein and Emanuel Zur, *Entrepreneurial Share-*

ამ მოდელის სიკეთეების თაობაზე ემპირიული მტკიცებულებები ჯერჯერობით არასრულია [20] და დებატი გრძელდება, რამდენად მოაქვს სარგებელი საზოგადოებისთვის კორპორაციული მართვის ისეთ მოდელს, სადაც აქტივისტი ჰეჯირების ფონდები და ინსტიტუციური ინვესტორები მიიჩნევიან კორპორაციული სტრატეგიების არბიტრებად. [21]

სანამ იურისდიქციების მიხედვით სამართლებრივი სტრატეგიების ანალიზზე გადავალთ, აუცილებლად გასათვალისწინებელია, რომ აქციონერთა ინტერესებზე ფოკუსირებული საკორპორაციო სამართალი ბორდებზე ფოკუსირებულ საკორპორაციო სამართალზე უპირატესი არ არის. მენეჯერების წარმომადგენლობის ხარჯებსა და აქციონერთა ინფორმაციისა და კოორდინაციის ხარჯებს შორის ბალანსის დაცვა და მათი გადაჭრა კორპორაციული პოლიტიკის განმსაზღვრელთა ერთ-ერთი ყველაზე რთული პრობლემაა. კონკრეტულ იურისდიქციასა და განსაზღვრულ ინდუსტრიაშიც კი დაინტერესებული ჯგუფების ინტერესებს შორის დინამიკა სხვადასხვაგვარად ვითარდება რამდენიმე ფაქტორის გამო: მთავარი არის, რამდენად ადვილია მენეჯერებისთვის, გაანდონ ინფორმაცია თავიანთი ბიზნესსტრატეგიის შესახებ ისე, რომ არ გაანადგურონ მისი ღირებულება. პიროვნული თვისებებიც თავის როლს ასრულებს. ამის გათვალისწინებით, ჩვენ შეგვიძლია, დავიწყოთ ამ სფეროში გამოყენებული სამართლებრივი სტრატეგიების განხილვა დანიშვნის უფლებებზე საუბრით.

3.2.1 დირექტორების დანიშვნა

დანიშვნის უფლებებიდან უმთავრესია აქციონერთა უფლება, ხმა მისცენ დირექტორთა შერჩევის პროცესში. ამ უფლების გავლენა გაცილებით დიდია, თუ აქციონერებს დირექტორობის კანდიდატების დასახელების უფლებაც აქვთ. ამ უფლებების განაწილება ასახავს ბალანსს აქციონერთა ინფორმაციისა და კოორდინაციის ხარჯებს და მენეჯერთა წარმომადგენლობის ხარჯებს

holder Activism: Hedge Fundsand Other Private Investors, 64 Journal of Finance 187 (2009); Lucian A. Bebchuk, Alon Brav, andWei Jiang, *The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism*, 115 Columbia Law Review 1085 (2015);Yvan Allaire and Francois Dauphin, *The Game of "Activist" Hedge Funds: Cui Bono?* Working Paper(2015), available at ssrn.com; Emiliano Catan and Marcel Kahan, *The Law and Finance of AntitakeoverStatutes*, 68 Stanford Law Review 629 (2016).

[20] სრულყოფილი მიმოხილვისთვის იხ. იხ. John C. Coffee, Jr. and Darius Palia, *The Wolf at the Door: TheImpact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, 1 Annals of Corporate Governance 1

[21] ნამდვილად შესაძლებელია, რომ საჯაროდ მოვაჭრე კომპანიების შესახებ ინფორმაციის ღიაობას შეიძლება შედეგად მოჰყვეს აქციების ფასის ისეთი შეფასება, რომელიც ნაკლებად ზუსტია ბიზნესის ზოგიერთი ტიპის შემთხვევაში, როგორიცაა, მაგალითად, „გამოკვლევითი" ინოვაციები (იხ. John Armour and Luca Enriques, *Financing Disruption*, Working Paper (2016)), თუმცა ნათელი არ არის, ასეთი შედეგები ხსნის თუ არა აქტივისტების მიერ გამოყენებულ ინვესტირების მეთოდებს.

შორის. ეს უკანასკნელი განსაკუთრებით მკაცრად კონტროლდება აქციონერთა მიერ ასარჩევი კანდიდატების შერჩევის უფლებით. თუმცა, ინფორმაციისა და კოორდინაციის მაღალი ხარჯებიდან გამომდინარე, შეიძლება, უკეთესი იყოს, ბორდმა შეასრულოს თავდაპირველი კანდიდატების მოძებნის სამუშაო და აქციონერებს მხოლოდ კენჭისყრაში მონაწილეობის უფლება ჰქონდეთ.

ეს მიდგომა ხშირია ბევრ იურისდიქციაში: ბორდი ასახელებს კანდიდატებს, ხოლო აქციონერთა კრება მათ წინააღმდეგ იშვიათად აძლევს ხმას. გამონაკლისია იტალია და ბრაზილია, სადაც, უმეტესად, მესაკუთრეები კონცენტრირებული არიან და უმეტესად დირექტორებს (მაკონტროლებელი) აქციონერები ასახელებენ.[22]

წარმომადგენლობის ხარჯების სარეგულაციოდ იურისდიქციების უმეტესობა ნებას რთავს აქციონერების მცირე ჯგუფს (ჩვეულებრივ, დაბალი პროცენტის მქონეს), სადავოდ გახადონ წარდგენილი კანდიდატები და ასარჩევი კანდიდატების სიას დაამატონ თავიანთი ნომინირებული კანდიდატები აქციონერთა კრებაზე კენჭისყრისათვის.[23] ასეთ კანდიდატებს ისევე სჭირდებათ უმრავლესობით მხარდაჭერა, როგორც კომპანიის მიერ დასახელებულ კანდიდატებს, გარდა იმ იურისდიქციებისა, სადაც დირექტორების ჯგუფს მთლიანად ირჩევენ, როგორც გერმანიასა და იტალიაში.[24] ბრაზილიასა და იტალიაში ასევე არსებობს სპეციალური წესები, რომლებითაც საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებული კომპანიების ბორდში სავალდებულოა მინორიტარი აქციონერების წარმომადგენლის ყოფნა.[25]

საკითხი უფრო რთულად არის აშშ-ში, სადაც ბორდის არჩევნები ყოველთვის სადავო საკითხი იყო და იპყრობდა კორპორაციული პოლიტიკის

[22] იტალიაში უშუალოდ საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებული კომპანიების შესახებ კანონმდებლობა იწვევს ასეთ შედეგს, რადგან იქ დისპოზიციურად მიღებული წესია აქციონერთა მიერ შემოთავაზებული კანდიდატურები. იხ. Art. 147-III Consolidated Act on Financial Supervision.

[23] დიდ ბრიტანეთში არსებული წესით ნებისმიერ აქციონერს შეუძლია, წარადგინოს ბორდის წევრობის კანდიდატები, თუ წარადგენს ჩვეულებრივ გადაწყვეტილებას (Schedule 3, Model Articles for Public Companies, Companies (Model Articles) Regulations 2008 No. 3229, Art. 20); იაპონიაში კვალიფიცირებულ უმცირესობას (ხმების რაოდენობის 1%-ს ან 300 ხმას) შეუძლია, თავისი კანდიდატები წარადგინოს, რომლებიც კომპანიამ უნდა ჩართოს კენჭისყრის დოკუმენტებში (Art. 303 and 305 Companies Act; იხ.ასევე Gen Goto, *Legally "Strong" Shareholders of Japan*, 3 Michigan Journal of Private Equity and Venture Capital 125, 131–136 (2014)). იტალიაში კანდიდატების წარსადგენად საჭირო კვორუმი მერყეობს 0,5%-სა, მსხვილი კომპანიების (კაპიტალიზაციის მიხედვით) შემთხვევაში, და 4,5%-ს შორის წვრილ კომპანიებში. Art. 144-4 Consob Regulation on Issuers. ბრაზილიაში proxy წვდომის (ან ხარჯების ანაზღაურების) შესაბამისი ზღვარი მინორიტარებისთვის საჯარო კომპანიებში შეადგენს მთელი კაპიტალის 0,5%-ს. CVM Instruction No. 481 (2009) Arts. 31 and 32.

[24] გერმანულ საჯარო კომპანიებში ნებისმიერ აქციონერს შეუძლია, კრებამდე ორი კვირით ადრე დაამატოს კენჭისყრას თავისი კანდიდატები (§ 127 AktG). რა თქმა უნდა, ეს ეხება კომპანიებს, რომლებზეც ვრცელდება დასაქმებულთა სავალდებულო წარმომადგენლობა.

[25] იხ. თავი 4.1.1.

დამდგენთა ყურადღებას. პირველ რიგში, დელავერში საკანონმდებლო წესია „მრავლობითი“ ხმის მიცემა (plurality voting), რომლის თანახმად, თუ იმდენი კანდიდატია, რამდენი დირექტორიც უნდა აირჩეს, მხარდამჭერი ხმის ნებისმიერი ოდენობა საკმარისია, რათა კანდიდატი არჩეულად ჩაითვალოს.[26] ინსტიტუციური ინვესტორები უკმაყოფილო იყვნენ ისეთი კანდიდატების ხელახალი დანიშვნებით, რომელთა კანდიდატურასაც ხმის მიცემისას უმრავლესობამ „მხარი არ დაუჭირა“, ამიტომ ბევრმა დიდმა კომპანიამ შეცვალა დისპოზიციური წესი და აირჩია უმრავლესობის მხარდაჭერით ხმის მიცემა.[27] უფრო მეტიც, დელავერის კანონი შეიცვალა და აქციონერებს შეუძლიათ, წამოაყენონ ინიციატივა უმრავლესობის ხმის მიცემის წესზე გადასვლის შესახებ.[28] მცირე კომპანიებში „მრავლობითი“ ხმის მიცემა კვლავ გავრცელებულია, მაგრამ ბევრი ბორდი დანებდა „კანდიდატის მოწინააღმდეგე“ აქციონერების მოთხოვნებს.[29]

აშშ-ში აქციონერებს სხვა მეთოდებითაც შეუძლიათ ბორდში წარმომადგენლის არჩევა. ერთ-ერთი ასეთია მეთოდია proxy წვდომა – ეს გულისხმობს აქციონერთა კრების დღის წესრიგთან დაკავშირებულ კომპანიის მიერ მომზადებულ დოკუმენტებში კანდიდატების ჩართვას ისე, რომ აქციონერებს ჰქონდეთ არჩევანი კომპანიის მიერ დასახელებულ და აქციონერთა მიერ დასახელებულ კანდიდატებს შორის, თან აქციონერებს არ სჭირდებათ კრებისთვის თავისი დოკუმენტების სხვა აქციონერებისთვის ცალკე მიწოდება. დელავერის არსებული წესებით proxy წვდომა დაშვებული არ არის და ამ საკითხის მარეგულირებელი ფედერალური წესებიც proxy წვდომას სავალდებულოდ არ ხდიან. 2010 წლის დოდ-ფრანკის აქტის მიხედვით, SEC-ს მიენიჭა პირდაპირი უფლება, გამოეცა წესები, რომლებითაც ხელს შეუწყობდა აქციონერთა ნომინირებული კანდიდატების განთავსებას აქციონერთა კრებასთან დაკავშირებულ დოკუმენტებში,[30] და SEC-მა მიიღო კიდეც მსგავსი წესი, თუმცა ვირჯინიის ოლქის სასამართლომ გააუქმა იგი, რადგან მიიჩნია, რომ არ იყო გათვალისწინებული ასეთი წესის შემოღების სავარაუდო ეკონომიკური შედეგები.[31] ამჟამად ფედერალური წესებით აქციონერებს უფლება აქვთ, კომპანიას შესთა-

[26] იხ., მაგ., § 216(3) Delaware General Corporation Law.

[27] Stephen J. Choi, Jill E. Fisch, Marcel Kahan, and Edward B. Rock, *Does Majority Voting ImproveBoard Accountability?* University of Chicago Law Review 1119 (2016).

[28] იხ. § 216(4) Delaware General Corporation Law (უკრძალავს ბორდს, გააუქმოს წესდების ჩანაწერი, რომლითაც დირექტორთა ხმების უმრავლესობა არის საჭირო).

[29] Marcel Kahan and Edward Rock, *Symbolic Corporate Governance Politics*, 94 Boston UniversityLaw Review 1997, 2011 (2014).

[30] § 971, Dodd-Frank Act (2010).

[31] *Business Roundtable v. Securities and Exchange Commission*, 647 Federal Reporter 3d 1144. ერთ-ერთი კვლევის თანახმად, სასამართლოს გადაწყვეტილებამ ნეგატიური გავლენა მოახდინა საწარმოების შეფასებებზე: იხ. Bo Becker, Daniel Bergstresser, and Guhan Subramanian, *DoesShareholder Proxy Access Improve Firm Value? Evidence from the Business Roundtable's Challenge*, 56Journal of Law & Economics 127 (2013).

ვაზონ proxy წვდომის გათვალისწინება სადამფუძნებლო დოკუმენტებსა და ინდივიდუალურ კომპანიებში. აქციონერთა ასეთი წვდომის შესაძლებლობები გააადვილა დელავერის სამართალმაც.[32] ამის შედეგად აშშ-ის საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებულ კომპანიებში გაიზარდა აქციონერთა ასეთი მოთხოვნები და ბევრი კომპანიის სადამფუძნებლო დოკუმენტი დღეს ამ უფლებას ითვალისწინებს კიდეც.[33]

აქციონერებმა, რომელთაც სურთ ბორდზე კონტროლის მოპოვება, რაც ხშირად ხდება მტრული დაუფლების დროს,[34] შეიძლება, წამოიწყონ სრული დატვირთვის proxy დავა. ასეთ დროს ინიციატორი აქციონერები იღებენ *თავისი* proxy მასალების და განაწილების ხარჯებს, რაც გულისხმობს ხმის მიცემის ფურცლებს, სარეგისტრაციო განაცხადებს (SEC-ის შესამოწმებლად) და თანმდევ მასალებს.[35]

და ბოლოს, აქტივისტებს შორის პოპულარულია proxy მასალების მომზადების „მცირე დაფა" (short slate proxy solicitation).[36] 1992 წლიდან, მას შემდეგ, რაც SEC-მა შეცვალა თავისი proxy წესები, რათა შეემცირებინა დაბრკოლებები აქტივისტი აქციონერებისთვის, proxy დავის წამომწყებს, როგორც წესი, აქტივისტ ჰეჯირების ფონდებს, შეუძლია თავისი ხმების ნაწილი მისცეს თავისსავე დასახელებულ კანდიდატს, ხოლო ნაწილი კომპანიის მასალებში დასახელებულ კანდიდატებს.[37] „მცირე დაფის" სტრატეგია საშუალებას აძლევს აქტივისტ ჰეჯირების ფონდს, დაარწმუნოს ინსტიტუციური ინვესტორები, რომ მათ მხარი დაუჭირონ მის კანდიდატს, რის შედეგადაც აქტივისტი ფონდი შეძლებს, ცვლილებების ბორდის შიგნიდან ინიცირებას.

3.2.2 დირექტორების გათავისუფლება

დირექტორების გათავისუფლების უფლებამოსილება, თუ აქციონერებს მისი ეფექტურად გამოყენება შეუძლიათ, დანიშვნის უფლებაზე უფრო მეტად არის წარმომადგენლობის ხარჯების მაკონტროლებელი ქმედითი საშუალება. ბევრ იურისდიქციაში – მათ შორის: დიდ ბრიტანეთში, საფრანგეთში, იტალიაში, იაპონიასა და ბრაზილიაში – აქციონერთა უმრავლესობით შესაძლებელია დირექტორთა გათავისუფლება ნებისმიერ დროს, მიზეზის ან დირექტო-

[32] § 112 Delaware General Corporation Law.

[33] იხ., მაგ., Howard B. Dicker, *2016 Proxy Season: Engagement, Transparency, Proxy Access*, HarvardLaw School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, 4 February 2016, availableat corpgov.law.harvard.edu.

[34] იხ. თავი 8.2.3.

[35] იხ., მაგ., Sofie Cools, The Real Difference in Corporate Law Between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers, 30 Delaware Journal of Corporate Law 697, 746 (2005).

[36] იხ. Coffee and Palia, note 20, at 24–25.

[37] იხ. 17 C.F.R. §240.14a-4(d)(4).

რის დადგენილი ვადის მიუხედავად.[38] აქციონერთა კრების მოწვევის მოთხოვნის უფლებასთან ერთად – რომლისთვისაც დღის წესრიგი აქციონერებს გაეგზავნებათ კომპანიის ხარჯზე – ეს უფლება წარმომადგენლობის ხარჯების კონტროლის ძლიერ მექანიზმს ქმნის. ბორდებისთვის ცნობილია ამ საფრთხის თაობაზე, რის გამოც ისინი ხშირად ემორჩილებიან ბორდში ცვლილებების თაობაზე აქციონერთა მოთხოვნას და ამიტომ აქციონერთა კრების მოწვევის საჭიროებაც აღარ დგება.[39]

ჩვენს სხვა იურისდიქციებში გათავისუფლების შედარებით სუსტი უფლებებია გათვალისწინებული. გერმანული სამართალი აქციონერების მიერ არჩეული სამეთვალყურეო საბჭოს წევრების პასუხისმგებლობას ადგენს აქციონერების წინაშე მათი უმიზეზოდ გათავისუფლების გზით, თუმცა ეს მხოლოდ აქციონერთა 75%-ის თანხმობით არის შესაძლებელი.[40] ამისგან განსხვავებით, აქციონერებს არ შეუძლიათ დასაქმებულთა წარმომადგენლების გათავისუფლება, ხოლო სამეთვალყურეო საბჭო უმიზეზოდ ვერ გაათავისუფლებს მენეჯმენტის წევრს.[41] ეს წესი ასახავს იმ იდეას, რომ სტეიკჰოლდერთა სხვადასხვა ჯგუფის წარმომადგენლების ფონზე დირექტორთა მკაცრი პასუხისმგებლობის დადგენა შესაბამისი ინტერესთა ჯგუფის წინაშე (სამეთვალყურეო საბჭოსგან განსხვავებით) შეიძლება უკუეფექტის მქონე იყოს და ხელი შეუშალოს ყოველდღიური გადაწყვეტილებების ეფექტურად მიღებას. თუმცა, საბოლოო ჯამში, აქციონერთა პირდაპირი გავლენა აბალანსებს მენეჯმენტის ბორდის წევრების პირდაპირ გათავისუფლების შეუძლებლობას. თუ აქციონერთა უბრალო უმრავლესობა მხარს დაუჭერს მენეჯმენტის „უნდობლობის“ გადაწყვეტილებას, ეს დირექტორების გათავისუფლების საკმარისი „საფუძველია“; სხვაგვარად რომ ვთქვათ, ასეთ სიტუაციაში სამეთვალყურეო საბჭო უფლებამოსილია (და ალბათ ვალდებულიც), რომ გაათავისუფლოს მენეჯმენტი. [42]

აშშ-ის ბევრ იურისდიქციაში დირექტორების უმიზეზოდ გათავისუფლების უფლება საკანონმდებლო ნორმაა, რომლის შეცვლაც წესდების შესაბამისი

[38] Sections 168 and 303 Companies Act 2006 (UK), Arts. L. 225-18, 225-75, and 225-261 Codede commerce (France); Arts. 2367 and 2383 Civil Code (Italy) (ყველა ითვალისწინებს ვადის განმავლობაში გათავისუფლებას და საჯარო კომპანიებში სპეციალური კრების მოსაწვევად მინიმალურ ზღვარს). Art.339(1) Companies Act (Japan) (უმიზეზოდ გათავისუფლებისთვის საჭიროა უბრალო უმრავლესობა). Art. 140 Lei dasSociedades por Ações (Brazil) (იგივე).

[39] იხ., მაგ., Marco Becht, Julian Franks, Colin Mayer, and Stefano Rossi, *Returns to ShareholderActivism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes UK Focus Fund*, 23 Review of FinancialStudies 3093 (2010).

[40] § 103 AktG (Germany). კომპანიის წესდება შეიძლება ითვალისწინებდეს უფრო მეტ ან ნაკლებ უმრავლესობას (იქვე), თუმცა ეს თითქმის არასდროს არ ხდება.

[41] § 103 and 84(3) AktG (Germany).

[42] § 84(3) AktG (Germany). პრაქტიკაში მენეჯმენტბორდის წევრი არ დაელოდება სამეთვალყურეო საბჭოს კენჭისყრას და „ნებაყოფლობით“ დატოვებს თანამდებობას.

ჩანაწერით არის შესაძლებელი.[43] სამაგიეროდ, დელავერში კომპანიებს ამ უფლების გაუქმება მხოლოდ მაშინ შეუძლიათ, თუ აირჩევენ როტაციის პრინციპით არჩეულ ბორდს, ანუ ბორდს, სადაც ყოველწლიურად დირექტორების მხოლოდ ნაწილის არჩევა ხდება.[44] 2000-იანი წლების დასაწყისში საფეხურებად დაყოფილი ბორდები პოპულარული იყო. აშშ-ში, აქციონერების გაძლიერების მიმდინარე პროცესთან ერთად, მათი გამოყენების შემთხვევები ბოლო წლებში შემცირდა,[45] პარალელურად კი მიმდინარეობს ცხარე დებატი დოქტრინაში მის სიკეთეებზე კორპორაციული მართვის თვალსაზრისით.[46] და მაინც, დელავერში აქციონერების მიერ დირექტორების გათავისუფლების უფლება აღარ აძლევს აქციონერებს საერთო კრების მოწვევის უფლებას, თუ კომპანიის წესდებით პირდაპირ საწინააღმდეგო არ არის გათვალისწინებული.[47]

ისეთ დროს, როცა დირექტორთა უმიზეზოდ გათავისუფლება ნებადართული არ არის, დირექტორთა „გათავისუფლება“, ჩვეულებრივ, ხდება ასარჩევი სიიდან მათი ამოღებით ან მათი ხელახლა აურჩევლობით. აქედან გამომდინარე, დირექტორთა მმართველობის ვადა გადამწყვეტი მნიშვნელობის შეიძლება იყოს. რაც მეტია მათი ვადა, უფრო მეტად იზღუდება proxy დავები, აქციონერთა დროებითი უმრავლესობები, და ასევე ძლიერი CEO-ები. ჩვენს მთავარ იურისდიქციებში დირექტორთა ყველაზე მცირე ვადას ერთი წლის ოდენობით აშშ ადგენს (გარდა იმ შემთხვევისა, როცა კომპანიას საფეხურებად დაყოფილი ბორდი ჰყავს, რა დროსაც ვადა, ჩვეულებრივ, სამი წელია) და პრაქტიკისა და კორპორაციული მართვის რეკომენდაციებიდან გამომდინარე, იგივე ვადა არის დადგენილი დიდი საჯარო კომპანიებისთვის დიდ ბრიტანეთში; [48] მოკლე ვადები (ორი წელი) არის დადგენილი, ასევე, იაპონიაში, ხოლო ბრაზილიასა და იტალიაში ის სამ წელს შეადგენს.[49] სპექტრის მეორე ბოლოში ხვდება გერმანია და საფრანგეთი, სადაც კორპორაციები (სამეთ-

[43] იხ. § 8.08(a) Revised Model Business Corporation Act.

[44] იხ. § 141(k) Delaware General Corporation Law. დელავერში აუცილებელია დირექტორების, სულ მცირე, ერთი მესამედის ყოველწლიურად არჩევა (§141(d)), თუ კორპორაციას მხოლოდ ერთი კლასის აქციონერები ჰყავს. დირექტორთა ვადის გაზრდა შესაძლებელია, თუმცა მაშინ, თუ წესდებით გათვალისწინებულია სხვადასხვა კლასის აქციების არსებობა.

[45] Marcel Kahan and Edward Rock, *Embattled CEOs*, 88 Texas Law Review 987, 1007–9 (2009).

[46] შეადარე, მაგ.: Lucian A. Bebchuk, John C. Coates IV, and Guhan Subramanian, *The PowerfulAntitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy*, 54 Stanford Law Review887 (2002) and Lucian A. Bebchuk, Alma Cohen, and Allen Ferrell, *What Matters in CorporateGovernance?*, 22 Review of Financial Studies 783 (2009), with Martijn Cremers, Lubomir P. Litov,and Simone M. Sepe, *Staggered Boards and Firm Value, Revisited*, Working Paper (2014), available atssrn.com.

[47] იხ. §§ 211(b) and 211(d) Delaware General Corporation Law.

[48] UK Corporate Governance Code (2014), B.7.1.

[49] Art. 332(1) Companies Act (Japan); Art. 2383, Civil Code (Italy) (კომპანიებმა შეიძლება აირჩიონ უფრო მოკლე ვადები, თუმცა ეს უაღრესად იშვიათად ხდება). Art. 140, III Lei das Sociedades por Ações (Brazil).

ვალყურეო) დირექტორებს ხუთი ან ექვსი წლის ვადით ირჩევენ, რაც კანონმდებლობით დაშვებულის მაქსიმუმია. [50]

შესაბამისად, გათავისუფლების უფლებები მისდევს დანიშვნის უფლებებს: „აქციონერებზე ცენტრალიზებული“ კანონმდებლობები – დიდ ბრიტანეთში, საფრანგეთში, იაპონიაში, იტალიასა და ბრაზილიაში – ითვალისწინებს აქციონერთა შეუცვლელ გათავისუფლების, ასევე დანიშვნის უფლებებს. აშშ-ის დომინანტი იურისდიქცია დელავერის სახით ასუსტებს გათავისუფლების უფლებებს იმით, რომ უშვებს საფეხურებად დაყოფილ ბორდების არსებობას და ხელს უშლის აქციონერთა სპეციალური კრებების მოწვევას, თუმცა, იმავდროულად, აქვს დირექტორთა ერთწლიანი ვადა, რომელსაც უმეტესად ირჩევენ კომპანიები, და ბოლო დროს დამტკიცებული დანიშვნის წესები, რომლებიც უფრო აქციონერთათვისაა სასარგებლო.[51] ამის შედეგად დელავერი უფრო მეტად დაემსგავსა სხვა იურისდიქციებს.

ასეთი მიმართება დანიშვნისა და გათავისუფლების უფლებებს შორის არ გვხვდება გერმანიაში, სადაც კომპანიის აქციონერებს შეუძლიათ, დანიშნონ „თავისი“ წევრები სამეთვალყურეო საბჭოში, მაგრამ მათი გათავისუფლება გრძელვადიანი პოსტიდან მხოლოდ სუპერუმრავლესობის მხარდაჭერით შეუძლიათ. გერმანიის სამართალი უპირატესობას ანიჭებს მენეჯმენტბორდის სტაბილურობას და მის წევრებს, გარკვეულწილად, უმიზეზოდ გათავისუფლებისგან იცავს.[52]

3.2.3 გადაწყვეტილების მიღების უფლებები

კორპორაციული ფორმა ცდილობს, ხელი შეუწყოს დელეგირებულ მართვას, ამიტომ აქციონერებისა და მენეჯერების მიერ მისაღები გადაწყვეტილებების გამიჯვნა და მათ შორის ბალანსის დადგენა საკორპორაციო სამართლის კანონმდებლების საქმიანობაში დელიკატური საკითხია. როგორც მომდევნო თავებში ვხსნით, აქციონერებს აქვთ სავალდებულოდ გადაწყვეტილების მიღების უფლება, როდესაც დირექტორებს აქვთ ინტერესთა კონფლიქტი, ან გადაწყვეტილება ეხება მმართველობის სტრუქტურის ცვლილებას, ან ისეთი ფუნდამენტური გარიგებების დამტკიცებას, რომლებიც საწარმოს რეორგანიზაციას ახდენენ (თავი 6 და თავი 7). გადაწყვეტილებების მიღების უფლებების შემდგომი დაყოფა ახლო კავშირშია დანიშვნის უფლებასთან – ის დამოკიდებულია აქციონერთა ბუნებასა და იმ კოორდინაციულ ხარჯებზე, რომლებიც მათ წარმოეშობათ.

თითქმის ყველა იურისდიქციაში არსებობს გადაწყვეტილებები, რომელთა მისაღებად საჭიროა აქციონერთა თანხმობა, იქნება ეს ბორდის შემოთავაზებუ-

[50] § 102 I AktG (Germany); Art. L. 225-18 Code de commerce (France).

[51] იხ. notes 28, 32 და თანმხლები ტექსტი.

[52] იხ. ტექსტი, რომელიც მოსდევს note 41-ს.

ლი გადაწყვეტილება თუ თავად აქციონერებისა. ტრადიციულად, ამერიკული სამართალი აქციონერთა რატიფიკაციას შედარებით ვიწრო კატეგორიის გადაწყვეტილებებისთვის ითხოვს (ფაქტობრივად, მხოლოდ წესდების ცვლილებისა და შერწყმის დროს), ხოლო ჩვენი მთავარი იურისდიქციებიდან სხვები აქციონერებს უფრო ფართო უფლებებს ანიჭებენ, მათ შორის ზოგიერთ რუტინულ, მაგრამ მნიშვნელოვან საკითხთან მიმართებით. მაგალითად, აქციონერთა კრების გადაწყვეტილება არის საჭირო დივიდენდების განაწილებისათვის.[53] დიდი ბრიტანეთის საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებულ კომპანიებში პრემიუმლისტინგის წესები მოითხოვს აქციონერთა თანხმობას ე.წ. „პირველი კლასის“ გარიგებების შემთხვევაში, რომელთა ღირებულება სცდება არსებითობის ზღვარს (25%) სხვადასხვა საკორპორაციო შეფასების მეთოდოლოგიით დაანგარიშების შედეგად.[54] ანალოგიურად მნიშვნელოვანია ევროკავშირის სამართლის მოთხოვნა, რომ საჯარო და საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებული კომპანიების აუდიტორების დანიშვნა და გათავისუფლება ხდება აქციონერების მიერ,[55] და „საკანონმდებლო აუდიტორებსა“ და „ზედამხედველებს“ აქციონერები ირჩევენ იაპონურ, ბრაზილიურ და იტალიურ კომპანიებში.[56]

სხვა მხრივ, უფრო მეტად ერთგვაროვანი ხდება მიდგომა აღმასრულებლების ხელფასების აქციონერთა ხმის მიცემით დამტკიცების თაობაზე – ამ წესით აქციონერთა კრება უფლებამოსილი იქნება, კენჭი უყაროს მენეჯერთა ანაზღაურების პაკეტებს. „მენეჯმენტის ანაზღაურების განსაზღვრის უფლებას“ მე-6 თავში განვიხილავთ.[57]

იურისდიქციები ასევე განსხვავდებიან იმის მიხედვით, თუ რა დოზით აქვთ აქციონერებს გადაწყვეტილებების ინიციირების უფლება. სპექტრის ერთ ბოლოში დიდი ბრიტანეთი და ბრაზილია აქციონერებს ფართო უფლებებს ანიჭებენ. დიდ ბრიტანეთში საკანონმდებლო წესით აქციონერთა 75%-ს შეუძლია, შეცვალოს ბორდის მიღებული გადაწყვეტილება, თუნდაც ისეთ საკითხებზე, რომლებიც ბორდის კომპეტენციას განეკუთვნება.[58] ბრა-

[53] §§ 58 and 174 AktG (Germany); Art. L. 232-12 Code de commerce (France); Art. 2434 CivilCode (Italy); Art. 454(1) Companies Act (Japan); Art. 132, II Lei das Sociedades por Ações. Forthe UK, იხ. Art. 70 Schedule 3, Model Articles for Public Companies, Companies (Model Articles)Regulations 2008 No. 3229.

[54] LR 10, UK Listing Rules.

[55] Art. 37(1) EU Audit Directive (Directive 2006/43/EC on statutory audits of annual accountsand consolidated accounts, 2006 O.J. (L 43) 1, as amended by Directive 2014/56, 2014 O.J. (L158) 196).

[56] Ibid. იხ. ასევე Art. 329(1) Companies Act (Japan); Art. 2400 Civil Code (Italy); Art. 162 Lei dasSociedades por Ações (Brazil).

[57] იხ. თავი 6.2.3.

[58] იხ. Schedule 3, Art. 4 Model Articles for Public Companies, note 53. ასეთი ძალაუფლების მნიშვნელობა უფრო სიმბოლურია, ვიდრე პრაქტიკული. სუპერუმრავლესობის მოპოვება რთულია, თუმცა ჩვეულებრივი უმრავლესობაც საკმარისია ბორდის გასათავისუფლებლად (note 38) და იმის უზრუნველსაყოფად, რომ ის შესრულდეს, რაც აქციონერებს სურთ.

ზილიაში იგივე წესი არ მოქმედებს, მაგრამ აქციონერთა უმრავლესობას შეუძლია, მრავალი ბიზნესგადაწყვეტილების მიღება, რამდენიმე მცირე საკითხის გარდა, რომლისთვისაც აუცილებელია ბორდის თანხმობა.[59] ამასთან, შესაბამისად შედგენილი პარტნიორთა შეთანხმებებით შესაძლებელია კორპორაციული დირექტორების ხმის უფლების შებოჭვა იმ კუთხით, რომ ამ შეთანხმების საწინააღმდეგოდ მიცემული ხმა არ ითვლება აქციონერთა ან ბორდის კრებებზე.[60]

სხვაგან აქციონერებს ნაკლებად ფართო უფლებები აქვთ. რუტინული ბიზნესგადაწყვეტილებები, როგორც წესი, აღმასრულებელი მენეჯერების მიერ კორპორაციის „მართვის“ ექსკლუზიური უფლებამოსილების შემადგენელი ნაწილია.[61] მიუხედავად ამისა, კონტინენტური ევროპის იურისდიქციები და იაპონია უშვებს აქციონერთა კვალიფიციური უმრავლესობის მიერ მრავალ სხვადასხვა საკითხზე გადაწყვეტილების მიღებას, მათ შორის ისეთ საკითხებზე, რომლებსაც ფუნდამენტური მნიშვნელობა აქვთ კომპანიის მენეჯმენტისა და სტრატეგიული მიმართულების კუთხით, როგორიცაა კორპორაციული წესდების ცვლილება.[62] ამისგან განსხვავებით, აშშ – სულ მცირე, დელავერი მაინც – ყველაზე ნაკლებად არის აქციონერებზე კონცენტრირებული. როგორც მე-7 თავში განვიხილავთ, დელავერის კორპორაციის აქციონერები ამტკიცებენ ფუნდამენტურ საკორპორაციო გადაწყვეტილებებს, როგორებიცაა შერწყმა და ცვლილებები წესდებაში, თუმცა ასეთი გადაწყვეტილებების ინიციირების უფლება არ აქვთ.[63]

მიუხედავად იმისა, რომ საჯარო კორპორაციებში აქციონერთა გადაწყვეტილების მიღების უფლებები იურისდიქციების მიხედვით განსხვავებულია, კომპანიებში, რომლებსაც მხოლოდ რამდენიმე აქციონერი ჰყავს, გათვალისწინებულია შედარებით ფართო და მოქნილი უფლებები. ამის კარგი მაგალითია გერმანიის შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოება (GmbH), რომლის კაპიტალიზაცია და პარტნიორთა რიცხვი შესაძლოა მნიშვნელოვნად გაიზარდოს. გერმანულ შპს-ში პარტნიორები ამტკიცებენ ფინანსურ ანგარიშგებებსა და დივიდენდებს, იმავდროულად, მათ შეუძლიათ, ინსტრუქციები მის-

[59] Arts. 121 and 142 Lei das Sociedades por Ações.

[60] Art. 118 Lei das Sociedades por Ações.

[61] E.g. § 141(a) Delaware General Corporation Law; § 76 Aktiengesetz (Germany).

[62] იხ. Dirk Zetzsche, *Shareholder Interaction Preceding Shareholder Meetings of Public Corporations–A Six Country Comparison*, 2 European Company and Financial Law Review 107, 120–8 (2005)(France and Germany). For Italy იხ. Art. 2367 Civil Code and Art. 126-II Consolidated Act onFinancial Intermediation. For Japan, იხ. Goto, note 23, at 129–31, 135–136.

[63] იხ. თავები 7.2 და 7.4. თუმცა აქციონერებს აშშ-ის კორპორაციებში აქვთ კორპორაციის სადამფუძნებლო დოკუმენტის (bylaws) შეცვლის ინიციირების უფლება. ამ კუთხით გარკვეული ნაბიჯები გადადგმულა, თუმცა მათი რიცხვი მოსალოდნელზე ნაკლებია, გამომდინარე იქიდან, რომ აქ რისკი გაცილებით მაღალია, ვიდრე კორპორაციული მართვის სხვა სფეროებში. იხ. Kahan and Rock, note 29, at 2019.

ცენ კომპანიის ბორდს (ან გენერალურ დირექტორს) კომპანიის პოლიტიკის ყველა ასპექტთან დაკავშირებით.[64] გერმანული შპს პარტნიორებს ანიჭებს სრულ უფლებამოსილებას, პირდაპირი ხმის მიცემის წესით მართონ კომპანიის ბიზნესი – გარდა იმ შემთხვევისა, როდესაც კომპანიის დასაქმებულთა რაოდენობის გამო კომპანიაზე ვრცელდება დასაქმებულთა მართვაში თანამონაწილეობის ვალდებულება.[65] ჩვენი სხვა ძირითადი იურისდიქციებიც ასეთი მოქნილობით გამოირჩევიან.

და ბოლოს, ინდივიდუალურ აქციონერს ბევრ იურისდიქციაში შეუძლია დერივაციული სარჩელის წარდგენა, რომელიც არა მარტო აღსრულების მექანიზმია, არამედ ინდივიდუალური აქციონერის უფლებაა, მართოს კორპორაციული სარჩელის მიმდინარეობა. დერივაციულ სარჩელებს განვიხილავთ მე-6 თავში, ხოლო 3.4.1 თავში აღვწერთ დირექტორთა ვალდებულებებს, რომლებსაც ემყარება დერივაციული სარჩელები.

3.2.4 აქციონერთა კოორდინაცია

აქციონერების გადაწყვეტილებების მიღებისა და დანიშვნის უფლებებთან მჭიდრო კავშირშია, რა ზომით ცდილობს სამართალი, ხელი შეუწყოს მრავალრიცხოვან აქციონერთა ჯგუფის მიერ კოლექტიური ქმედებების განხორციელებას. ჩვენი სამიზნე იურისდიქციებიდან ყველა ითვალისწინებს ასეთ მექანიზმებს გარკვეული მასშტაბით.

ხმის მიცემის მექანიზმი კარგი მაგალითია. მცირე აქციონერებს თავიანთი ხმის მიცემის უფლების გამოყენება შეუძლიათ აქციონერთა კრებაზე პირადად დასწრებით ან შემდეგი ოთხი მექანიზმიდან ერთ-ერთის საშუალებით, რამაც, წესით, ხმის მიცემის პროცედურა ნაკლებხარჯიანი უნდა გახადოს: ხმის მიცემა ფოსტით (ანუ „დისტანციური ხმის მიცემა“), კორპორაციული პარტიზანების მიერ proxy-ს შეგროვება, proxy ხმის მიცემა სამეურვეო ინსტიტუტების ან სხვა კორპორაციის ინტერესების გამტარებლების საშუალებით და ელექტრონულ შეხვედრაზე დასწრება. მაგალითად, იაპონური სამართალი საშუალებას აძლევს მრავალრიცხოვან აქციონერთა კომპანიას, უზრუნველყოს ხმის მიცემა proxy-თ ან ფოსტით.[66] საფრანგეთში, გერმანიაში, იტალიასა და დიდ ბრიტა-

[64] §§ 37, 38, 46 GmbHG.

[65] გერმანულ შპს-ს, რომელზეც ვრცელდება დასაქმებულთა სავალდებულო წარმომადგენლობა, უნდა ჰყავდეს ორსაფეხურიანი ბორდი და მასზე ვრცელდება ბორდებისა და ბორდისა და აქციონერების ფუნქციათა გაყოფის იგივე წესები, რაც სააქციო საზოგადოებებში. Karsten Schmidt,Gesellschaftsrecht 482–3 (4th edn., 2002).

[66] იაპონურმა საწარმოებმა, სადაც 1000 ან მეტი აქციონერია, ეს არჩევანი უნდა გააკეთონ: Arts. 298(1)(iii) and298(2) Companies Act. ფოსტით ხმის მიცემის საშუალება ასევე მცირე კომპანიებსაც აქვთ და ელექტრონული საშუალებით ხმის მიცემის არჩევა ყველა იაპონურ კომპანიას შეუძლია: Art. 298(1)(iv) Companies Act. პრაქტიკაში ყველაზე მსხვილი კომპანიები proxy ხმის მიცემის ნაცვლად ფოსტით ხმის მიცემას ირჩევენ.

ნეთში აქციონერებს შეუძლიათ, დისტანციური ხმის მიცემა აირჩიონ.[67] ევროკავშირის აქციონერთა უფლებების შესახებ დირექტივის საფუძველზე ყველა ამ იურისდიქციაში დღეს დაშვებულია ელექტრონულად კრების გამართვა და ხმის მიცემა.[68] აშშ ტრადიციულად proxy ხმის მიცემას იყენებდა,[69] მაგრამ ასევე შესაძლებლობას აძლევს კომპანიებს, მოაწყონ „ელექტრონული ფორუმი“, რომლითაც დამყარდება კომუნიკაცია აქციონერებთან და proxy-ს შეგროვება და დანიშვნა შესაძლებელია ინტერნეტის საშუალებით (ე.წ. “e-proxy”).[70] ბოლოს, ბრაზილიის სამართლით ახლა დაშვებულია დისტანციური ხმის მიცემა და კომპანიებს შეუძლიათ ელექტრონულად კრების ჩატარება და ხმის მიცემა. [71]

ინვესტორები აქციებს ინდივიდუალურ კომპანიებში, ძირითადად, ფლობენ ისეთი ინსტიტუტების საშუალებით, როგორებიცაა ბანკები (უმეტეს იურისდიქციაში) ან საბროკერო აგენტები (აშშ-ში), რომლებიც ინვესტორების მეურვეების ფუნქციას ითავსებენ. მათთან დაცულ აქციებში ამ შუამავლებს ფინანსური ინტერესი არ გააჩნიათ. და მაინც, მათ შეიძლება, შეექმნათ ინტერესთა კონფლიქტი არსებულ ან სამომავლო ბიზნესურთიერთობებში საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებულ კომპანიებთან. ამის გამო, როდესაც მათ თავიანთი სამეურვეო აქციების შესაბამისად ხმის მიცემა შეეძლოთ, ისინი უპირატესობას ანიჭებდნენ ნომინირებულ კომპანიებს. ეს პრაქტიკა ფართოდ იყო გავრცელებული ამერიკელ ბროკერებს შორის,[72] და ევროკავშირის შუამავლები, როგორებიცაა ბანკები, უფრო ძლიერ, ოფიციალურ როლს ასრულებდნენ კორპორაციულ მართვაში. მაგალითად, გერმანიაში, სადაც, როგორც წესი, სამეთვალყურეო საბჭო არ ცდილობდა პარტიზანული proxy ფორმების შეგროვებას,[73] მეურვე ბანკები თავიანთი საცალო ინვესტორების აქციებით ხმას აძლევდნენ

[67] Art. L. 225-107 Code de commerce (France); Art. 2370(4) Civil Code and Art. 127 ConsolidatedAct on Financial Intermediation (Italy). For Germany, იხ. the 2001 law on registered shares and onfacilitating the exercise of the right to vote (NaStraG). დიდ ბრიტანეთში შეიძლება კომპანიის წესდებაში შესაბამისი მუხლის ჩაწერა: Companies Act (UK) 2006, s 284(4).

[68] Art. 8 Directive 2007/36/EU, 2007 O.J. (L 184) 17.

[69] ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟაზე სავალდებულოა proxy-ს შეგროვება „მოქმედი“ საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებული ამერიკული საწარმოებისთვის, გარდა იმ შემთხვევისა, როცა proxy-ს შეგროვება შეუძლებელია (Rule 402.04(A) Listed Company Manual). იხ., ასევე, Rules 4350(g) and 4360(g)NASDAQ Marketplace Rules (იგივე). გერმანიაში, იტალიაში, საფრანგეთში, დიდ ბრიტანეთსა და იაპონიაში ასეთი კანონი ან მოთხოვნა არ არსებობს.

[70] SEC Rules 14a-16, 14a-17.

[71] CVM Instruction No. 481 (2009), as amended by CVM Instruction No. 561 (2015).

[72] 2009 წლის შემდეგ საბროკერო სახლებს ეკრძალებათ ნომინირებული აქციების საფუძველზე ხმის მიცემა („ქუჩის სახელით“) დირექტორების არჩევის პროცესში, თუ ბენეფიციური მესაკუთრეების პირდაპირი მითითება არ აქვთ: NYSE Rule 452. The Dodd-Frank Act-მა გააფართოვა ეს შეზღუდვა და ახლა ის ეხება აღმასრულებლების კომპენსაციის საკითხსაც, მათ შორის, say-on-pay-ს (§ 957).

[73] იხ. Schmidt, note 65, at 854.

ნომინირებულ კომპანიებს. სამეურვეო აქციების ამ ფორმით გამოყენება მართლდებოდა ინვესტორთა „ნაგულისხმევი თანხმობის“ არსებობით.[74] მას შემდეგ, რაც საბაზრო პრაქტიკითა და სამართლის რეფორმით ასეთი პრაქტიკა შეიზღუდა,[75] ფართო აქციონერთა ბაზის მქონე გერმანულ კომპანიებში ხმის მიცემა უფრო ხშირად მენეჯმენტის სასარგებლოდ ხდება.[76]

ასეთი შედეგები ასევე გამოიწვია გერმანული კომპანიების აქციების მესაკუთრეთა ინტერნაციონალიზაციამ და ინსტიტუციონირებამ.[77] მესაკუთრეობის მსგავსი მოდელი გვხვდება სხვა ძირითად იურისდიქციებშიც: თითოეულ მათგანში აქციები (ან მინორიტარი აქციები მაკონტროლებელი აქციონერის მქონე კომპანიებში) სულ უფრო მეტად ხვდება ინსტიტუტების ხელში, ძირითადად, საპენსიო ფონდებისა და სადაზღვევო კომპანიების აქტივების მენეჯერი კომპანიების ხელში, რომელთაგან ყველაზე დიდი ინსტიტუტები ბევრ ბაზარზე ყველაზე ლიკვიდური აქციების დაახლოებით 5%-ს ფლობენ.[78] ინსტიტუტებს, რომლებიც ბაზარზე ინვესტიციებს სხვადასხვა ბენეფიციარის სასარგებლოდ ახორციელებენ, შეუძლიათ, კონტროლის უფლებები მოიპოვონ, რითაც მრავალრიცხოვანი აქციონერის მიერ კოლექტიური ქმედებების განხორციელების პრობლემას ამცირებენ. ბევრი ინსტიტუტი, რომელთაც ფინანსური ვალდებულებები აქვთ თავიანთი ბენეფიციარების ან მომხმარებელთა წინაშე, – მათ შორის: საპენსიო ფონდები, ერთობლივი ფონდები და სადაზღვევო კომპანიები, – დიდი ხანია, აქციონერთა ინტერესებს იცავენ დიდ ბრიტანეთში,[79] და მათი როლი სულ უფრო იზრდება აშშ-ში, განსაკუთრებით მას შემდეგ, რაც პოლიტიკური მიდგომა შეიცვალა, და სადაც სამართლებრივი გარემო, რომელიც ებრძოდა აქციონერთა აქტივიზმსა და კოორდინაციას, ახლა მას მხარს უჭერს.

[74] აქციონერებს ყოველთვის შეეძლოთ, ბანკებისთვის მიეთითებინათ, როგორ უნდა მიეცათ ხმა მათი აქციებიდან გამომდინარე, თუმცა ასეთი პირდაპირი მითითებები იშვიათია.

[75] იხ. Wolf-Georg Ringe, *Changing Law and Ownership Patterns in Germany: Corporate Governanceand the Erosion of Deutschland AG*, 63 American Journal of Comparative Law 493, 506–507 (2015).

[76] მაგალითად, Deutsche Börse-ს სამეთვალყურეო და მენეჯმენტბორდების თავმჯდომარეები შეთანხმდნენ, თანამდებობა დაეტოვებინათ აქტივისტი ინვესტორების ზეწოლის შედეგად, რამაც აჩვენა, რომ საერთო კრებაზე მათი გათავისუფლების საკითხი დადგებოდა. იხ. Norma Cohen and Patrick Jenkins, *D Börse Chiefs Agree to Step Down*, FinancialTimes (Europe), 10 May 2005, at 1. გერმანიაში საბანკო გავლენის შემცირების თაობაზე იხ. Ringe, note 75, 522–524. გერმანიაში ბოლოდროინდელი ჰეჯირების ფონდების აქტივიზმის თაობაზე იხ. *Stada and Deliver*, The Economist, 3 September 2016, at 58.

[77] Ringe, note 75 at 524–6.

[78] იხ.: e.g. Paul Davies, *Shareholders in the United Kingdom*, Research Handbook onShareholder Power 355, 357–359 (Jennifer G. Hill and Randall S. Thomas eds., 2015) (UK); EdwardB. Rock, *Institutional Investors in Corporate Governance*, in Oxford Handbook of Corporate Lawand Governance (Jeffrey N. Gordon and Wolf-Georg Ringe eds., 2017) (U.S.).

[79] იხ. Geof P. Stapledon, Institutional Shareholders and Corporate Governance (1996).

აშშ-ის ფედერალური წესები proxy-ს თაობაზე ისტორიულად მენეჯერული წარმომადგენლობის ხარჯებზე მეტად დარდობდა იმ რისკზე, რომ აქციონერთა მცირე ნაწილი დანარჩენი აქციონერების საზიანოდ შეძლებდა კონტროლის მოპოვებას.[80] ამის შედეგად იქმნებოდა წესები, რომლებიც ხელს უშლიდა პარტიზან აქციონერებს, დაეწყოთ proxy დავა და მოეპოვებინათ კონტროლი. ეს წესები ასევე აქრობდა აქციონერთა შორის კოორდინაციის სურვილს. მას შემდეგ, რაც ინსტიტუციური ინვესტორების საკუთრების უფლებები ფართოდ გავრცელებული მოვლენა გახდა, proxy წესებით დადგენილი შეზღუდვები აქციონერთა შორის კომუნიკაციის თაობაზე მნიშვნელოვნად შერბილდა 1992 წელს.[81] აქციონერთა კოლექტიური მოქმედებისათვის კვლავ საჭიროა გარკვეული ბარიერების გადალახვა, როგორიცაა აქციონერთა 5%-ის მქონე „ჯგუფის“ რეგისტრაცია და ინფორმაციის ღიაობა, თუ ეს ჯგუფი ხმის უფლების ერთობლივად გამოყენებას გეგმავს,[82] თუმცა ჰეჯირების ფონდების აქტივიზმის შედეგად კარგად ჩანს, რამდენად შეიცვალა ზოგადი ჩარჩო, რომელიც ახლა მეტად კეთილგანწყობილია აქციონერთა ჩართულობის მიმართ. მართლაც, სხვა იურისდიქციებთან შედარებით, აშშ-ის წესები უფრო რბილია, როცა საქმე ეხება „შეთანხმებით“ მოქმედ აქციონერებს, რომლებიც სამიზნე კომპანიის მენეჯმენტთან მოლაპარაკებას ცდილობენ. ეს წესები ასევე უფრო ეფექტურად ახერხებს, უზრუნველყოს, რომ ინსტიტუციური ინვესტორები თავიანთ პორტფოლიოში არსებულ აქციებს იყენებენ ხმის მისაცემად.

აშშ-ში აქტივისტ ჰეჯირების ფონდებს შეუძლიათ, შეატყობინონ სხვა ჰეჯირების ფონდებს კამპანიის დაწყების განზრახვის თაობაზე ისე, რომ ინსაიდერული ვაჭრობის სამართლის მოქმედება მათზე არ გავრცელდეს.[83] და თუ ამის შედეგად თავდაპირველი აქტივისტი ფონდები და სხვა ჰეჯირების ფონდები სამიზნე კომპანიაში აქციებს იყიდიან, მათ არ სჭირდებათ თავიანთი აქციების გაერთიანება ღიაობის მიზნებისთვის.[84] ამისგან განსხვავებით, ევროპული ინსაიდერული ვაჭრობის წესების თანახმად, კამპანიის დაწყების განზრახვა აქციის ფასთან დაკავშირებულ ინფორმაციად განიხილება და ამ ინფორმაციის მქონე პირებს ეკრძალებათ დამატებითი აქციების შეძენა.[85] ამასთან, საკმაოდ ბუნდოვანია „შეთანხმებით“ მოქმედების განმარტება, რომელსაც თან სდევს სავალდებულო შეთავაზება, განსაკუთრებით ისეთ ქვეყნებში, როგორებიც საფრანგეთი და გერმანიაა, რომლებსაც არ დაუდგენიათ რაიმე რეგულა-

[80] იხ., მაგ., John Pound, *Proxy Voting and the SEC: Investor Protection Versus Market Efficiency*, 29Journal of Financial Economics 241 (1991).

[81] იხ. Regulation of Communication among Shareholders, Exchange Act Release No. 34-31326(1992). იხ. SEC Rule 13d-5 (17 C.F.R. § 240.13d-5 (2008)).

[82] იხ. SEC Rule 13d-5 (17 C.F.R. § 240.13d-5 (2008)).

[83] იხ. Coffee and Palia, note 20, at 35.

[84] იხ. იქვე, at 28–42.

[85] იხ. Arts. 7–9 Market Abuse Regulation, 2014 O.J. (L 173) 1).

ციური გამონაკლისები ან რეკომენდაციები, რათა განმარტებასთან დაკავშირებული ეჭვები გაეფანტათ. ამიტომ ერთობლივად მოქმედი აქტივისტები ფრთხილად უნდა იყვნენ, რათა მოულოდნელად არ გადალახონ შესაბამისი ზღვრული ლიმიტები.[86]

გარდა ამისა, 1980 წლიდან მოყოლებული, აშშ-ის წესები, რომელთა მიხედვით, ინსტიტუციური ინვესტორები თავიანთი პორტფოლიოს აქციების შესაბამისად ხმას აძლევენ, უფრო მეტად კეთილგანწყობილია აქციონერთა აქტივობის მიმართ. წესებით, რომლებიც თავდაპირველად საპენსიო ფონდებზე ვრცელდებოდა, შემდეგ კი სხვა აქტივების მენეჯერებსაც შეეხო, დადგენილია, რომ ხმის მიცემის უფლებებს თან ახლავს მიღებული გადაწყვეტილებების მიმართ ფიდუციური მოვალეობა.[87] ამასთან, 2003 წლიდან ერთობლივ ფონდებს ევალებათ, გაამჟღავნონ ინფორმაცია თავიანთი ხმის მიცემის პრაქტიკის შესახებ.[88] ამ რეგულაციებმა ხელი შეუწყო აქციონერთა ჩართულობის მაჩვენებლების ზრდას როგორც აშშ-ში, ისე უცხოურ საპორტფელე კომპანიებში. ამასთან, უფრო მეტად სტანდარტული გახდა აქტივების მენეჯერების ხედვა კორპორაციული მართვის კონკრეტულ საკითხებზე, რაც, როგორც წესი, უფრო მეტად პროაქციონერთა პოლიტიკას უჭერს მხარს საპორტფელე კომპანიების დონეზე. ასევე მნიშვნელოვანია, რომ, ასეთი წესების წყალობით, გაიზარდა მოთხოვნა proxy საკონსულტაციო მომსახურებაზე, რამაც, თავის მხრივ, გაზარდა ISS-ისა და Glass Lewis-ის, ორი დომინანტი გლობალური საკონსულტაციო სერვისის, გავლენა კორპორაციულ მართვაზე.

ევროპაში ინსტიტუციურ ინვესტორებს ნაკლებად ევალებათ, კორპორაციულ მართვაში ჩაერთონ, თუმცა კანონმდებლები ცდილობენ, უზრუნველყონ, რომ ინვესტორები პასუხისმგებლობით ეკიდებოდნენ თავიანთ აქციებს და ჩართული იყვნენ შესაბამისი საპორტფელე კომპანიის ხელმძღვანელობაში. დიდმა ბრიტანეთმა, რომელსაც მიბაძა იაპონიამ, პირველმა მიიღო „საზედამხედველო კოდექსი“, რომლის მიზანია, გაზარდოს აქტივების მენეჯერე-

[86] იხ. თავი 8.3.4. დიდი ბრიტანეთის დაუფლების პანელმა (UK Takeover Panel) გამოსცა სახელმძღვანელო აქტიური აქციონერების შეთანხმებულ ქმედებებზე. იხ. Takeover Panel, Practice Statement No. 26. Shareholder Activism (2009) (available at www.thetakeoverpanel.org). ფასიანი ქაღალდების რეგულატორმა იტალიაში (Consob) ასევე დააზუსტა, რომელი ქმედებები – მაგალითად, შეთანხმება ბორდის წინადადების საწინააღმდეგო ხმის მიცემის თაობაზე – არ არის მნიშვნელოვანი შეთანხმებული ქმედებების კვალიფიკაციისას. Art. 44-IV Consob Regulation on Issuers.

[87] იხ., მაგ., Robert B. Thompson, *The Power of Shareholders in the United States*, in ResearchHandbook on Shareholder Power, note 78, 441, 451.

[88] SEC, Proxy Voting by Investment Advisers, Release No. IA-2106, 68 FR 6585 (7 Feb. 2003). ევროპული კომისია მისდევს ამ მაგალითს და არჩეული აქვს SEC-ის მსგავსი მითითებითი მიდგომა. იხ. Art. 3f Shareholders Rights Directive, as envisaged by the ProposedDirective amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholderengagement, Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statementand Directive 2004/109/EC, as approved by the European Parliament on 8 July 2015.

ბის პასუხისმგებლობა იმ გადაწყვეტილებებზე, რომლებითაც ისინი თავიანთ საკუთრების უფლებას (უმეტესად ხმის მიცემის უფლებას) იყენებენ.[89] მაგრამ „საზედამხედველო კოდექსი“ სავალდებულო ხასიათის არ არის: კორპორაციული მართვის კოდექსის მსგავსად,[90] აქტივების მენეჯერების ერთადერთი ვალდებულებაა, განაცხადონ, ემორჩილებიან თუ არა კოდექსს, ან ახსნან, თუ რატომ იქცევიან კოდექსის მოთხოვნებისგან განსხვავებულად. დიდი ბრიტანეთის აქტივების მენეჯერების სავალდებულო განცხადებებითა და უცხოური ინვესტორების ნებაყოფლობითი განცხადებებით თუ ვიმსჯელებთ, საზედამხედველო კოდექსის პრინციპები, ალბათ მათი ზოგადი ხასიათიდან გამომდინარე, ფართოდ არის აღიარებული ინდუსტრიაში.[91]

უფრო რთულია შევაფასოთ, იწვევს თუ არა საზედამხედველო კოდექსის პრინციპების დაცვა ან აშშ-ში ხმის მიცემის პოლიტიკის სავალდებულო ღიაობის მოთხოვნები საპორტფელე კომპანიის გაუმჯობესებულ მართვას და ფინანსურ შედეგებს.[92] სკეპტიციზმის მთავარი მიზეზი ის არის, რომ, კორპორაციული მართვის კოდექსისგან განსხვავებით, ცოტაა ისეთი მექანიზმების რიცხვი, რომლებითაც შეგროვდება გამჟღავნებული ინფორმაცია და ის პირები, რომლებსაც აქტივების მენეჯერები წარმოადგენენ, ანუ საცალო ინვესტორები შეძლებენ ამ ინფორმაციაზე დაყრდნობით გადაწყვეტილებების მიღებას.

3.3 წარმომადგენელთა მოტივირება

სამართალზე გავლენას ახდენს ის საბაზრო ძალები, რომლებიც მნიშვნელოვნად აყალიბებს კორპორაციული წარმომადგენლების ქცევას. ისინი ბერკეტად იყენებენ დამოუკიდებელი დირექტორების დაბალი ღირებულების სტიმულებს, რომლებსაც ბორდში ზედამხედველის როლი აკისრიათ (რწმუნებულებითი სტრატეგია) და, იმავდროულად, იმ მაღალი ღირებულების სტიმულებს, რომლებიც იქმნება, რათა მენეჯერების სტიმულები გაუთანაბრდეს აქციონერთა ინტერესებს მენეჯერთა ანაზღაურების აქციათა ფასზე მიბმით

[89] Financial Reporting Council (UK), The UK Stewardship Code (2012); Council of ExpertsConcerning the Japanese Version of Stewardship Code, Principles for Responsible InstitutionalInvestors–Japan’s Stewardship Code (2014).

[90] იხ. თავი 3.3.1.

[91] წიგნის წერის დროისათვის (ივნისი, 2016), Financial Reporting Council-ის ვებგვერდზე ჩამოთვლილია აქტივის მენეჯერი, მესაკუთრე და მომსახურების გამწევი (proxy მრჩევლები) 306 კომპანია, მათ შორის: Blackrock, Fidelity, Vanguard,ISS, და Glass Lewis, რომლებმაც განაცხადეს, რომ დაემორჩილებიან კოდექსს. იხ. www.frc.org.uk. იაპონიის სახელმძღვანელო კოდექსი, ძირითადად, რბილი სამართლის მაგალითად, რადგან იაპონელ ინსტიტუციურ ინვესტორებს არ ევალებათ კოდექსის შესრულება ან შეუსრულებლობის ახსნა. Financial Services Agency-ს ვებგვერდზე ჩამოთვლილია 207 ინსტიტუციური ინვესტორი, რომლებმაც ივალდებულეს კოდექსის შესრულება ან ახსნა 2016 წლის ბოლოდან.

[92] ემპირიული მტკიცებულებების შესწავლის საფუძველზე წიგნის ავტორებს ოპტიმიზმის საფუძველი არ აქვთ. იხ. Rock, note 78.

(ჯილდოს სტრატეგია). სამართლი ამ ორ სფეროში ერევა, რათა ხანდახან მხარი დაუჭიროს და გააძლიეროს ბაზარზე დადგენილი პრაქტიკა და ხანდახან აღკვეთოს მათი გამოყენებით შექმნილი უსწორობები, რომლებიც შეიძლება, წარმოიშვას ზუსტად წარმომადგენლობის იმ პრობლემების წყალობით, რომელთა მოგვარებასაც ისინი ცდილობენ. მინდობილი პირისა და ჯილდოს სტრატეგიები ასევე ერთმანეთის შემავსებლადაც შეიძლება გამოვიყენოთ. შეიძლება, დამოუკიდებელ მენეჯერებს დაევალოთ, უზრუნველყონ, რომ აღმასრულებელი თანამდებობის პირების ანაზღაურებამ გაათანაბროს მათი ინტერესები აქციონერთა ინტერესებთან და არ შეასრულოს მხოლოდ მათ ხელში სიმდიდრის თავმოყრის ფუნქცია. ამ ორ სტრატეგიას ქვემოთ ცალ-ცალკე განვიხილავთ, ამიტომ მნიშვნელოვანია, გვახსოვდეს, რომ ბორდის ეფექტურობა ამ ორი სტრატეგიის ურთიერთქმედების შედეგია: მათი შესაბამისი როლის გამიჯვნა ემპირიული კვლევების ერთ-ერთი მთავარი გამოწვევაა, რომელსაც ამ სფეროში უნდა შევეხოთ.[93]

3.3.1 რწმუნებულებითი სტრატეგია: დამოუკიდებელი დირექტორები

ჩვენს ძირითად იურისდიქციებში მინდობილი პირის მთავარი სტრატეგია, რომელიც მრავალრიცხოვანი აქციონერის ინტერესთა დაცვას ემსახურება, არის ბორდის შემადგენლობაში „დამოუკიდებელი“ დირექტორების დანიშვნა. ვინაიდან მათი კომპენსაცია ნაკლებად მგრძნობიარეა აქციათა ღირებულების მიმართ, მათ შედარებით მცირე ღირებულების სტიმული აქვთ. და რადგან ისინი არ იღებენ ყოველდღიურ მმართველობით გადაწყვეტილებებს, ისინი საკუთარ თავს მენეჯმენტთან ნაკლებად აიდენტიფიცირებენ და მეტად კრიტიკული არიან.[94] ბორდი, შესაბამისად, ერთსაფეხურიანი იქნება თუ ორსაფეხურიანი, შედგება მენეჯერებისგან, რომელთა სტიმულებს აყალიბებს ჯილდოს სტრატეგია,[95] და არა აღმასრულებლებისგან, რომელთა სტიმულები უმეტესად რწმუნებულებითი სტრატეგიის გავლენით არის ჩამოყალიბებული. [96]

სულ უფრო ხშირია მოთხოვნა, რომ კორპორაციის დირექტორთა ბორდში რამდენიმე ან წევრთა უმეტესობა არ ასრულებდეს აღმასრულებელ ფუნქციას. ეს ასახავს რწმუნებულებით სტრატეგიას, რადგან ქრება დირექტორთა მაღალი ღირებულების სტიმული, იზრუნონ მენეჯმენტის ინტერესებზე სხვა

[93] იხ., ასევე, 3.3.1 თავის დასასრული.

[94] Melvin A. Eisenberg, *Legal Models of Management Structure in the Modern Corporation: Officers,Directors, and Accountants*, 63 California Law Review 375 (1975).

[95] იხ. თავი 3.5.

[96] იხ. Ronald W. Masulis and Shawn Mobbs, Independent Director Incentives: Where Do TalentedDirectors Spend Their Limited Time and Energy? 111 Journal of Financial Economics 406 (2014).

დაინტერესებული ჯგუფების ინტერესთა საზიანოდ. სრულად დამოუკიდებელ დირექტორებს არცერთი ჯგუფის მიმართ არ გააჩნიათ მაღალი ღირებულების ფინანსური დაინტერესება, ამიტომ მათი ქმედებები, ძირითადად, ზნეობისა და რეპუტაციის დაცვით არის განპირობებული. ეს, რა თქმა უნდა, ემთხვევა მინდობილი პირის (trustee) ჩვენეულ განმარტებას.[97]

ყველა ჩვენი ძირითადი იურისდიქცია დღეს აღიარებს „დამოუკიდებელი“ დირექტორების კლასის არსებობას ამ გაგებით, და იურისდიქციების უმეტესობა მხარს უჭერს ასეთი დამოუკიდებელი დირექტორების რაღაც ფორმით მონაწილეობას მაინც ბორდის ძირითადი კომიტეტების შემადგენლობებში (აუდიტი, ნომინირება და კომპენსაცია). აშშ, ტრადიციულად, შეზღუდულად აფასებს აქციონერთა კონტროლის უფლებების ეფექტს და ამის შესავსებად ასეთი მოდელის აქტიური მხარდამჭერია. აშშ-ის სამოსამართლეო სამართლით, ზოგადად, წახალისებულია დამოუკიდებელი დირექტორები,[98] ხოლო აშშ-ის ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის წესები სავალდებულოდ ითხოვს, რომ კომპანიის ბორდის უმრავლესობა დამოუკიდებელი დირექტორებისგან შედგებოდეს და მთავარი კომიტეტები უმრავლესად ან სრულად დამოუკიდებელი დირექტორებით უნდა დაკომპლექტდეს.[99] ამასთან, სორბან-ოქსლის 2002 წლის აქტით („SOX-აქტი“) სავალდებულოა სრულად დამოუკიდებელი აუდიტორული კომიტეტები; რვა წლის შემდეგ დოდ-ფრანკის აქტმა სავალდებულო გახადა სრულად დამოუკიდებელი საკომპენსაციო კომიტეტები.[100] ამის მსგავსად, SOX-აქტმა შთაგონება მისცა ევროკავშირის აუდიტის დირექტივის შექმნას, რომელიც საჯაროდ მოვაჭრე კომპანიებს ავალდებულებს აუდიტის კომიტეტის ყოლას, რომლის უმრავლესობასაც დამოუკიდებელი დირექტორები შეადგენენ და, ამასთან, თავმჯდომარეც დამოუკიდებელი დირექტორი იქნება.[101]

[97] იხ. თავი 2.2.2.3.

[98] კერძოდ, დელავერის სასამართლოებს არაერთხელ აღუნიშნავთ, ინტერესთა კონფლიქტის დროს დადებული გარიგებების ან სასამართლო დავების შემთხვევაში რამდენად მნიშვნელოვანია დამოუკიდებლობის კრიტერიუმი. იხ. თავი 6.2.2.1.

[99] იხ. ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟის კომპანიების სახელმძღვანელო წესები 303A.01 (საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებულ კომპანიებში ბორდის უმრავლესობა დამოუკიდებელი დირექტორებისგან უნდა შედგებოდეს) და წესები 303A.04–05 (დანიშვნის/კორპორაციული მართვისა და კომპენსაციის კომიტეტები უნდა დაკომპლექტდეს დამოუკიდებელი დირექტორებით); NASDAQ-ის სავაჭრო წესების წესი 4350(c)(1) (ბორდის უმრავლესობა დამოუკიდებელი დირექტორებისგან უნდა შედგებოდეს) და წესი 4350(c)(3)–(4) (კომპენსაციისა და ნომინაციების კომიტეტი მხოლოდ დამოუკიდებელი დირექტორებისგან უნდა შედგებოდეს; სამიდან ერთი წევრი შეიძლება ნაკლებად დამოუკიდებელი იყოს, ოღონდ ის ვერ იქნება კომპანიის თანამდებობის პირი ან თანამდებობის პირის ოჯახის წევრი).

[100] SOX, § 301; Dodd-Frank Act of 2010, § 952.

[101] Art. 39(1) Directive 2006/43/EC (note 55). თუმცა Art. 39(5) Audit Directive ნებას აძლევს წევრ სახელმწიფოებს, გააუქმონ დამოუკიდებლობის მოთხოვნა, თუ აუდიტის კომიტეტის ყველა წევრი ასევე სამეთვალყურეო საბჭოს წევრია. გერმანია სარგებლობს ამ გამონაკლისით. იხ. Abschlussprüfungsreformgesetz of 10 May 2016, Art. 5 Nr. 1, 2.

ამის მიღმა ჩვენი ევროპული იურისდიქციები დამოუკიდებელი დირექტორების როლს არეკლამებენ, ძირითადად, რბილი სამართლის წესების საშუალებით „კორპორაციული მართვის კოდექსების“ ფორმით. ისინი საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებული კომპანიების სახელმძღვანელოა, რომელიც ეხება ბორდის შემადგენლობას, სტრუქტურასა და საქმიანობას და მას ადგენენ ბაზრის მონაწილეები ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ან საჯარო ორგანოს ეგიდით. საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებულ კომპანიებს სამართლებრივად არ ევალებათ ამ სახელმძღვანელო პრინციპების *დაცვა*. ამის ნაცვლად ისინი ვალდებული არიან, ყოველწლიური მოხსენებით გაასაჯაროონ, ემორჩილებიან თუ არა კოდექსის ნორმებს, ან, თუ არ ემორჩილებიან, ახსნან დაუმორჩილებლობის მიზეზები – ე.წ. „შესაბამისობაში მოიყვანე ან ახსენი“ (“comply or explain”) ვალდებულება.[102] ეს საშუალება აერთიანებს კომპანიის რეპუტაციულ საზრუნავს, აქციონერთა ნებას და საბაზრო გავლენას, რომ კომპანიებმა დანერგონ საუკეთესო პრაქტიკა, თუმცა, იმავდროულად, თავიდან გვარიდებს მკაცრ წესებს, რადგან ამ სფეროში ყველაფერს ერთი საზომით ვერ შეაფასებ.[103]

დიდი ბრიტანეთის ასეთი კოდექსი განსაკუთრებულ მნიშვნელობას ანიჭებს დამოუკიდებლობას. კოდექსის რეკომენდაციაა, რომ საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებული კომპანიების (მცირე კომპანიების გარდა) ბორდის წევრთა ნახევარი მაინც დამოუკიდებელი დირექტორი იყოს,[104] რომლებიც ასევე იქნებიან აუდიტისა და საკომპენსაციო კომიტეტის წევრები და წარმოადგენდნენ სანომინაციო კომიტეტის შემადგენლობის უმრავლესობას.[105] საფრანგეთი, გერმანია და იტალიაც მსგავს მიმართულებას მიჰყვებიან, თუმცა დამოუკიდებლობის კრიტერიუმზე ისინი ასეთსავე დიდ გათვლას არ აკეთებენ. ფრანგული კოდექსი განასხვავებს მსხვილ კომპანიებს მრავალი აქციონერით (და რეკომენდაციას უწევს ნახევარი ბორდის დამოუკიდებლობას), ასევე კომპანიებს მაკონტროლებელი აქციონერით (სადაც რეკომენდაციას უწევს ერთი მესამედის დამოუკიდებლობას),[106] ხოლო გერმანული და იტალიური კოდექსები მხოლოდ დამოუკიდებელი დირექტორების/წევრების „ადეკვატური ოდენობით“ ყოლას უწევენ რეკომენდაციას სამეთვალყურეო საბჭოში, რითაც

[102] იხ., მაგ., LR 9.8.6 UK Listing Rules; for Germany, § 161 AktG.

[103] მაგალითად, როგორც ჩანს, კოდექსის მოთხოვნების შესრულებით იზრდება დიდ ბრიტანეთში გაფანტული მესაკუთრეების კომპანიების შედეგიანობა, თუმცა რეალური გავლენა ამას არ აქვს მაკონტროლებელი აქციონერის კომპანიებში. იხ. Aridhar Arcot and Valentina Bruno, *Corporate Governance andOwnership: Evidence from a Non-Mandatory Regulation*, Working Paper (2014), available at ssrn.com; იხ., ასევე, Alain Pietrancosta, *Enforcement of Corporate Governance Codes: A Legal Perspective*, inFestschrift für Klaus J. Hopt 1, 1109, 1130 (Stefan Grundmann et al. eds., 2010).

[104] UK Corporate Governance Code (2014), Provisions B.1.2.

[105] Ibid., Provisions B.2.1, C.3.1, and D.2.1.

[106] French Corporate Governance Code, Principle 9.2.

ფართო დისკრეციას ანიჭებენ ინდივიდუალურ კომპანიებს.[107] გერმანიაში დამოუკიდებელი დირექტორების საკითხი განსაკუთრებით საფრთხილოა, რადგან აქციონერები შიშობენ, რომ მათგან „დამოუკიდებელი“ დირექტორები მხარს დაუჭერენ ბორდის იმ ნაწილს, რომელიც დასაქმებულთა წარმომადგენლებისგან შედგება. სამივე ქვეყანაში კოდექსი რეკომენდაციას უწევს დამოუკიდებელ აუდიტორულ კომიტეტებს,[108] საფრანგეთი და იტალია ამატებენ ანაზღაურების კომიტეტებს, და გერმანია, საფრანგეთის მსგავსად, ნომინირების კომიტეტსაც.[109] ბრაზილიის საკორპორაციო სამართალი არ ადგენს რამე მოთხოვნას ბორდის დამოუკიდებლობასთან დაკავშირებით, თუმცა სან-პაულუს საფონდო ბირჟის წესებით (როგორებიცაა: „Novo Mercado“ და „Level 2“) სავალდებულოა, სულ მცირე, დირექტორთა 20%-ის დამოუკიდებლობა.[110]

იმისთვის, რათა ეპასუხა ტრადიციული სისტემის კრიტიკისათვის, სადაც ბორდი, ძირითადად, შიდა დირექტორების გავლენის ქვეშ არის, ხოლო ნომინალურად დამოუკიდებელი საკანონმდებლო აუდიტორებისგან შემდგარი კომიტეტი საკმაოდ სუსტია,[111] იაპონიის კანონმა 2002 წელს ნება დართო იაპონურ კომპანიებს, შეექმნათ აშშ-ის მსგავსი სამკომიტეტიანი სტრუქტურა. რამდენიმე საწარმომ, რომლებიც საერთაშორისო დონეზე უფრო მეტად მოღვაწეობდნენ, ასეთი სტრუქტურა აირჩია,[112] თუმცა ის არც ისე პოპულარული აღმოჩნდა.[113] 2014 წლის საკანონმდებლო რეფორმა საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებულ კომპანიებს ავალდებულებს ახსნის ან დამორჩილების მექანიზმის საშუალებით, რომ, სულ მცირე, ერთი გარე დირექტორი დანიშ-

[107] იხ. Recommendation 5.4.2 German Corporate Governance Code; Principle 3.P.1, ItalianCorporate Governance Code (ყველაზე ფართოდ მოვაჭრე 40 კომპანიის აქციების შემთხვევაში რეკომენდებულია, დირექტორთა ერთი მესამედი იყოს დამოუკიდებელი: ibid.,criterion 3.C.3).

[108] აუდიტის კომიტეტის თაობაზე ევროკავშირის მოთხოვნები იხ. note 158.

[109] იხ. French Corporate Governance Code, Principle 15 and 17; Recommendation 5.3 GermanCorporate Governance Code; Arts. 5–7 Italian Corporate Governance Code. გერმანიაში, საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებულ შედარებით დიდ კომპანიებში, არსებობს ანაზღაურების კომიტეტებიც. იხ. Klaus J. Hopt andPatrick C. Leyens, *Board Models in Europe–Recent Developments of Internal Corporate GovernanceStructures in Germany, the United Kingdom, France, and Italy*, 1 European Company and FinancialLaw Review 135, 141 (2004).

[110] Novo Mercado Regulations Art. 4.3; Level 2 Regulations Art. 5.3.

[111] იხ. note 5.

[112] იხ.: Ronald J. Gilson and Curtis J. Milhaupt, *Choice As Regulatory Reform: The Case of JapaneseCorporate Governance*, 53 American Journal of Comparative Law 343, 349 (2005); AmonChizema and Yoshikatsu Shinozawa, *The “Company with Committees”: Change or Continuity inJapanese Corporate Governance?*, 49 Journal of Management Studies 77 (2012).

[113] 2014 წლის ივლისის მდგომარეობით, 3414 საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებული კომპანიიდან ტოკიოს საფონდო ბირჟაზე მხოლოდ 58 (ან 1,7%) კომპანიას აქვს სამი კომიტეტი. იხ. Tokyo Stock Exchange, TSE-Listed Companies White Paper on Corporate Governance 2015, at 15 (available at http://www.jpx.co.jp/english/equities/listing/cg/02.html).

ნოს. ამ მოთხოვნისა და კორპორაციული მართვის კოდექსის 2015 წლის რეფორმის შედეგად,[114] რომლითაც დაწესდა ორი დამოუკიდებელი დირექტორის დანიშვნის აუცილებლობა, მნიშვნელოვნად სწრაფად გაიზარდა საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებული კომპანიების რაოდენობა, რომლებმაც ერთი ან ორი დამოუკიდებელი დირექტორი დანიშნეს.[115] მიუხედავად ამისა, იაპონური კომპანიები იშვიათად ნიშნავენ ორზე მეტ დამოუკიდებელ დირექტორს. [116]

მინდობილი პირის მსგავსი დირექტორების არსებობა, შესაბამისად, ჩვენს ძირითად იურისდიქციებში კარგი საკორპორაციო მართვის ძირითად ელემენტად განიხილება. აშშ-სა და დიდ ბრიტანეთში მათ უფრო მეტად მენეჯერების ზედამხედველად აღიქვამენ (თუმცა ეს დავალება შეიძლება აქციონერებზე *დამოკიდებულმა* დირექტორებმა უკეთ შეასრულონ).[117] ევროკავშირის იურისდიქციებში, სადაც უფრო მეტად კონცენტრირებულია მესაკუთრეთა ბაზა, და ასევე ბრაზილიაში, დამოუკიდებელი დირექტორები მინორიტარი აქციონერებისა და სხვა სტეიკჰოლდერების ინტერესთა დამცველად გვევლინებიან. ისინი პოტენციურად ბევრი სხვადასხვა წარმომადგენლობის პრობლემის მოსაგვარებლად შეიძლება გამოვიყენოთ (ისევე, როგორც გარე ფაქტორებისა), თუმცა ექსკლუზიურად არცერთი პრობლემის მოგვარებას არ ემსახურება.[118] მიუხედავად ამისა, სადავოა, მაკონტროლებელი აქციონერის მიერ დანიშნული, ნომინალურად დამოუკიდებელი დირექტორი რამდენად შეასრულებს „მინდობილი პირის“ ფუნქციას და ძირითადი მაკონტროლებლის ნაცვლად

[114] კორპორაციული მართვის კოდექსზე მომუშავე ექსპერტების საბჭო, იაპონიის კორპორაციული მართვის კოდექსი (ბოლო პროექტი), (2015).

[115] იაპონიაში ბოლო დროს გატარებული რეფორმების დეტალების შესახებ იხ. Gen Goto, Manabu Matsunaka, andSouichirou Kozuka, *Japan's Gradual Reception of Independent Directors: An Empirical and Political-Economic Analysis*, in Independent Directors in Asia (Harald Baum et al. eds.) (forthcoming). ტოკიოს საფონდო ბირჟის პირველ სექციაში (იაპონიის ბაზრის უმაღლესი დონე) საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებული კომპანიების შეფარდება, რომლებმაც, სულ მცირე, ერთი გარე დირექტორი დანიშნეს, 30,2%-იდან 2004 წელს გაიზარდა 94,3%-ამდე 2015 წელს, და იმავე კომპანიების შეფარდება, რომლებმაც დანიშნეს, სულ მცირე, ორი დამოუკიდებელი დირექტორი, 12,9%-იდან 2010 წელს გაიზარდა 48,4%-ამდე 2015 წელს. იხ. Tokyo Stock Exchange, Inc.,Appointment of Outside Directors by TSE-Listed Companies [Final Report] (29 July 2015), availableat http://www.jpx.co.jp/english/listing/stocks/ind-executive/index.html.

[116] Ibid. 2015 წლის ივლისის მდგომარეობით, ტოკიოს საფონდო ბირჟის პირველ სექციაში საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებული კომპანიების შეფარდება, სადაც ბორდის ერთი მესამედი ან მეტი დამოუკიდებელი დირექტორებისგან შედგება, 12,2%-ი იყო და იმ კომპანიების შეფარდება, სადაც დირექტორების უმრავლესობა დამოუკიდებელი იყო, 2,7%-ი.

[117] იხ., მაგ.: Ronald J. Gilson and Reinier Kraakman, *Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors*, 43 Stanford Law Review 863 (1991); Jonathan R. Macey, Corporate Governance: Promises Kept, Promises Broken 90–2 (2008).

[118] სხვადასხვა წარმომადგენლობითი და არაწარმომადგენლობითი პრობლემის მოსაგვარებლად დამოუკიდებელი დირექტორების გამოყენების მაგალითისთვის იხ. Mariana Pargendler, *The Corporate Governance Obsession*, 42 Journal of Corporation Law 101 (2016).

მინორიტარი აქციონერის ინტერესებს დაიცავს.[119] ამასთან, დამოუკიდებელი დირექტორების დანიშვნას თავისი საფასური აქვს – მათი დამოუკიდებლობა ნიშნავს, რომ მათ შედარებით ნაკლები ინფორმაცია აქვთ კომპანიაზე.[120] ბევრი ფიქრობს, რომ დამოუკიდებელი ბორდების შეზღუდულმა ცოდნამ რისკის მენეჯმენტისა და საბანკო მმართველობით ტექნიკური საკითხების თაობაზე ხელი შეუწყო ბანკების კოლაფსს 2008-2009 წლებში.[121] ამიტომ კანონმდებლები დღეს საფინანსო ინსტიტუტების შემთხვევაში იმავე ყურადღებას უთმობენ დირექტორთა კომპეტენტურობას.[122]

ძირეული ემპირიული საკითხია, რამდენად დადებითი გავლენა აქვთ დამოუკიდებელ დირექტორებს საწარმოს შედეგიანობაზე და, სამწუხაროდ, ამ შეკითხვაზე პასუხის გაცემა განსაკუთრებულად რთულია.[123] რადგანაც ბორდის შემადგენლობა, ძირითადად, ინდივიდუალური საწარმოების გადასაწყვეტი საკითხია, დამოუკიდებელი დირექტორების პროპორცია საწარმოს შედეგიანობაში ცვლილებების გამომწვევი მიზეზიც შეიძლება იყოს და ამ ცვლილებებზე პასუხიც. გარდა ამისა, ბორდის შემადგენლობის ასპექტები, რომლებიც საწარმოს შედეგიანობაზე ახდენს გავლენას, განსხვავებულია როგორც ქვეყნების, ისე საწარმოების მიხედვით;[124] და ბოლოს, კანონებით ან კორპო-

[119] იხ. Wolf-Georg Ringe, *Independent Directors: After the Crisis*, 14 European Business Organization Law Review 401 (2013); Arcot and Bruno, note 103. იხ. ასევე თავი 4.1.3.1 და თავი 6.2.2.1.

[120] ბორდზე დამოუკიდებლობასა და ინფორმირებულობას შორის მიმართება განხილული აქვთ: Arnoud W.A. Boot and Jonathan R. Macey, *Monitoring Corporate Performance: The Role of Objectivity, Proximity, and Adaptability in Corporate Governance*, 89 Cornell Law Review 356 (2003). Cf. Jeffrey N. Gordon, *The Rise of Independent Directors in the United States, 1950–2005: Of Shareholders Value and Stock Market Prices*, 59 Stanford Law Review 1465, at 1541–1563 (2007). (აქციათა ფასები, რომლებიც ინფორმაციაზე არის დაყრდნობილი აშშ-ში, აუმჯობესებს დამოუკიდებელი დირექტორებს მიერ საქმიანობის ზედამხედველობას); Enrichetta Ravina and Paola Sapienza, *What do Independent Directors Know? Evidence From Their Trading*, 23 Review of Financial Studies 962 (2008) (დამოუკიდებელი დირექტორები აქციებით ისევე კარგად ვაჭრობენ, როგორც შიდა მოვაჭრეები, შესაბამისად, მათ საკმარისი ინფორმაცია აქვთ).

[121] იხ., მაგ., Jacob de Haan and Razvan Vlahu, *Corporate Governance of Banks: A Survey*, 30 Journal of Economic Surveys 228 (2016).

[122] იხ., მაგ., მუხლი 91(1), ევროპული პარლამენტის საბჭოს დირექტივა 2013/36 და 2013 წლის 26 ივნისის მოხსენება საკრედიტო ინსტიტუციების და საკრედიტო ინსტიტუტებისა და საინვესტიციო ფირმების ზედამხედველობის თაობაზე, 2013 O.J. (L 176) 338: „მმართველი ორგანოს წევრებს მუდმივად კარგი რეპუტაცია, საკმარისი ცოდნა, უნარები და გამოცდილება უნდა ჰქონდეთ, რათა თავიანთი მოვალეობები შეასრულონ. მმართველი ორგანოს შემადგენლობა ადეკვატურად უნდა ასახავდეს ყველა ტიპის გამოცდილებას.“ არასაფინანსო ფირმების თაობაზე იხ., მაგ., Principle B.1 CorporateGovernance Code (2014) (UK).

[123] სრული განხილვა იხ. Renée B. Adams, Benjamin E. Hermalin, and Michael S.Weisbach, *The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey*,48 Journal of Economic Literature 58 (2010).

[124] Bernard S. Black, Antonio Gledson de Carvalho, and Érica Gorga, What Matters and for Which Firms for Corporate Governance in Emerging Markets? Evidence from Brazil (and other BRIKC Countries), 18 Journal of Corporate Finance 934 (2012).

რაციული მართვის კოდექსებით როგორი განმარტებაც არ უნდა მიენიჭოს დამოუკიდებლობას, „დამოუკიდებლად“ აღრიცხული დირექტორები რამდენად დამოუკიდებლად იმოქმედებენ, მრავალ ფაქტორზეა დამოკიდებული, მაგალითად, როგორებიცაა პირადი ხასიათი და მათი დანიშვნის გამიჯნულობა შიდა მოქმედი პირებისგან, რაც საოცრად რთული გასაზომია.

3.3.2 ჯილდოს სტრატეგია: აღმასრულებლების ანაზღაურება

წარმომადგენლების სტიმულების შესაცვლელად ასევე გამოიყენება ჯილდოს სტრატეგია. ხანდახან მიიჩნევა, რომ დამოუკიდებელი დირექტორების ნდობის მსგავსად, ეს სტრატეგიაც ანაცვლებს აქციონერთა უშუალო ზედამხედველობას და მათ მიერ საკონტროლო უფლებების გამოყენებას, როდესაც აქციონერები მიმოფანტული არიან და მათი კოორდინაციის ხარჯი მაღალია.[125] თეორიაში მიიჩნევა, რომ ოპტიმალურად დაწესებული ანაზღაურების პაკეტებით შესაძლებელია მენეჯერებისა და აქციონერების, როგორც კლასის, ინტერესების გათანასწორება. რეალობაში მენეჯერების ანაზღაურება, მათი პიროვნებიდან გამომდინარე, წარმომადგენლობის ხარჯების მაკონტროლებელი ან მათივე სიმპტომი შეიძლება იყოს. ამასთან, თუ მენეჯერებისა და აქციონერების ინტერესების გათანასწორება ხდება იმის გათვალისწინებით, რომ აქციონერთა ინტერესები ჩანაცვლებულია აქციის ფასით, გარკვეულ შემთხვევებში აქციის ფასი შეიძლება განსხვავდებოდეს აქციონერთათვის ოპტიმალური ფასისგან მაშინ, როდესაც ბაზარი არასრულყოფილად აფასებს აქციის ფასს და ამ შეფასებაში არ აისახება აქციაში განხორციელებული საინვესტიციო პოლიტიკისა და ბიზნესსტრატეგიების „ნამდვილი“ ღირებულება, განსაკუთრებით ისეთ სექტორებში, სადაც ინოვაცია უფრო მნიშვნელოვანია, მაგრამ მისი გაგებაც შედარებით რთულია.[126]

საკორპორაციო სამართალი, როგორც წესი, ჯილდოს პირდაპირ არ განსაზღვრავს, თუმცა აწესრიგებს, როგორ შეუძლიათ კომპანიებს მენეჯერების ანაზღაურების გადახდა ისე, რომ დაცული იყოს საწარმოს ინტერესები. საჯაროდ მოვაჭრე კომპანიებში მენეჯერებისთვის ყველაზე მნიშვნელოვანი ჯილდოა კაპიტალური კომპენსაცია, რომელიც სხვადასხვა ფორმით არსებობს – სააქციო ოფციონები, შეზღუდული აქციები და აქციის გამოსყიდვის უფლებები – და დღესდღეობით ჩვენს ძირითად იურისდიქციებში სწორედ ამათგან (თუმცა იცვლება) შედგება მთავარი მენეჯერების ანაზღაურების უმეტესი ნაწილი.

იმ იდეის შესაბამისად, რომ ჯილდოს სტრატეგია ანაცვლებს აქციონერთა გადაწყვეტილების მიღების უფლებებს, აშშ-მა ყველაზე ფართო მასშტაბით მიიღო მაღალი ღირებულების კაპიტალური სტიმულები, რადგან აშშ, ჩვენს

[125] Marcel Kahan and Edward Rock, How I Learned to Stop Worrying and Love the Pill: AdaptiveResponses to Takeover Law, 69 University of Chicago Law Review 871 (2002).

[126] იხ. 21-ე note-ს ტექსტი.

ძირითად იურისდიქციებთან შედარებით, აქციონერებისათვის, ტრადიციულად, უფრო სუსტ გადაწყვეტილების მიღების უფლებებს ითვალისწინებს. მართალია, დელავერის სასამართლო დასაწყისში ეჭვის თვალით უყურებდა სააქციო ოფციონებს,[127] თუმცა ისინი მალევე მშვიდად შეხვდნენ ჯილდოს ასეთ ფორმას იმ ფართო დისკრეციის წყალობით, რომელიც მინიჭებული აქვთ ამერიკულ საწარმოებს უფლებების მინიჭებისა და აქციების შესყიდვის თვალსაზრისით.[128] გარდა ამისა, აშშ-ის საგადასახადო სამართლის 1994 წლის რეფორმის შედეგად[129] უსაზღვროდ (თუ ეს განზრახული არ იყო) მნიშვნელოვანი გახდა ოფციები, რადგან კორპორაციებს აეკრძალათ 1 მილიონ აშშ-ის დოლარზე მეტი ოდენობით გაცემული ანაზღაურების ხარჯად აღრიცხვა, თუ ეს ანაზღაურება არ იყო საწარმოს შედეგიანობასთან დაკავშირებული. [130]

ჯილდოს სტრატეგიის ეფექტური მოქმედებისათვის აუცილებელია, რომ ანაზღაურების ოდენობა შესაბამისად განისაზღვროს. აშშ დიდი ხანია, იყენებს ინფორმაციის ღიაობის მექანიზმებს, რომ თავიდან აირიდოს დიდი ოდენობით ან სტიმულების არასწორად გამანაწილებელი ანაზღაურებები. მიუხედავად ამისა, არასწორი დაანგარიშების შემთხვევებზე მაინც ბევრჯერ გვსმენია საჩივრები, რომელთაც რაღაც საფუძველი ჰქონია.[131] როგორც უკვე მივანიშნეთ, 2010 წლის დოდ-ფრანკის აქტის მიზანი იყო, გაეძლიერებინა რწმუნებულებითი სტრატეგიის ეფექტური კონტროლი ანაზღაურების დაანგარიშებაზე. შესაბამისად, აქტით სავალდებულო იყო ანაზღაურების კომიტეტების მხოლოდ დამოუკიდებელი დირექტორებით დაკომპლექტება.[132] იმავდროულად, აქტი ითხოვდა აქციონერების მიერ აღმასრულებელთა ანაზღაურების თაობაზე გადაწყვეტილების მიღების უფლების შემოღებას და აქციონერებს „ანაზღაურების შეფასების“ სარეკომენდაციო ხმის უფლებას ანიჭებდა.[133]

ჩვენი სხვა ძირითადი იურისდიქციები უფრო ნაკლებად იყენებენ ჯილდოს სტრატეგიას. ამიტომ აშშ-ის გარეშე ნაკლები კავშირი მყარდება აღმასრულებელთა ანაზღაურებასა და კორპორაციის შედეგიანობას შორის, თუნდაც ისეთ მრავალაქციონერიან კომპანიებში, როგორსაც დიდ ბრიტანეთსა და იაპო-

[127] იხ., მაგ., *Krebs v. California Eastern Airways*, 90 Atlantic Reporter 2d 562 (Del. Ch. 1952).

[128] მაგ., § 157 Delaware General Corporation Law.

[129] Internal Revenue Code § 162(m).

[130] იხ. John C. Coffee, *A Theory of Corporate Scandals: Why the USA and Europe Differ*, 21 OxfordReview of Economic Policy 198, 202 (2005).

[131] იხ. თავი 6 და, განსაკუთრებით, 6.2.2.1.

[132] Dodd-Frank Act of 2010, § 952. The SOX შედარებით რბილ შეზღუდვებს აწესებდა აღმასრულებელი თანამდებობის პირების ანაზღაურებაზე: იხ. §§ 304 (შესაძლებელი იყო CEO/CFO-ს დაებრუნებინა ანაზღაურება, რომელიც მიღებული ჰქონდათ არასწორი ფინანსური აღრიცხვის შედეგად); 402 (აიკრძალა ოფციის გამოსაყენებლად უფროსი აღმასრულებელი თანამდებობის პირებისთვის სესხის მიცემა).

[133] Dodd-Frank Act of 2010, § 951.

ნიაში ვხვდებით. დიდ ბრიტანეთში აქციონერებს გადაწყვეტილების მიღების უფრო ფართო უფლებები აქვთ, რის გამოც ჯილდოს სტრატეგია ნაკლებად მნიშვნელოვანია.[134] იაპონიაში ბოლო დროს გაიზარდა ჯილდოს სტრატეგიის პოპულარობა, თუმცა მანამდე უფრო მეტი ყურადღება ეთმობოდა ერთიანობის განცდის შექმნას მენეჯმენტსა და დასაქმებულებს შორის, რის გამოც ჯილდოს სტრატეგია არცთუ ისე შესაბამისი მექანიზმი იყო მათი რეალობისთვის.[135] და სხვა იურისდიქციებში მაკონტროლებელი აქციონერის არსებობის შემთხვევაში CEO-ების ანაზღაურება მნიშვნელოვნად მცირდება,[136] ალბათ იმიტომ, რომ მაკონტროლებელ აქციონერს შეუძლია თავისი გადაწყვეტილების მიღების უფლებების გამოყენება, რათა უზრუნველყოს მენეჯერების მიერ ვალდებულებების კარგად შესრულება და თავიდან აირიდოს მათი მაღალი ანაზღაურება.

ჯილდოს სტრატეგიის გამოყენების შემთხვევების ასეთი განსხვავებულობა აისახება ასევე იმ სამართლებრივ საკითხებზეც, რომლებითაც წესრიგდება ბორდის დისკრეცია (და არა აქციონერების), რათა დაადგინოს მენეჯერების ანაზღაურება. ეს კარგად წარმოჩნდება, თუ შევადარებთ ორ ერთმანეთის თანადროულად მიმდინარე საქმეს: დელავერის სამოქალაქო დავას მაიკლ აიზნერისა (Disney Inc.-ის ყოფილი CEO) და დისნეის სხვა დირექტორების წინააღმდეგ ხელშეკრულების შეწყვეტის გამო, დისნეის პრეზიდენტისთვის 140 მილიონი აშშ-ის დოლარის გადახდასთან დაკავშირებით[137], მასთან, სისხლის სამართლის გამოძიებას იოზეფ აკერმანისა, რომელიც იმ დროს Deutsche Bank-ის CEO და Mannesmann AG-ს დირექტორი იყო, და Mannesmann-ის სამეთვალყურეო საბჭოს ორი წევრის წინააღმდეგ Mannesmann-ის CEO-სა და მისი აღმასრულებელი გუნდის წევრებისთვის „სამადლობელი თანხების“ (CEO-ს შემთხვევაში დაახლოებით 20 მილიონი აშშ-ის დოლარი) გადახდასთან დაკავშირებით იმ როლისთვის, რომელიც მათ შეასრულეს მტრული დაუფლების ხანგრძლივ პროცესში და გაცილებით მაღალი პრემიის მიღება მოახერხეს Vodafone-სგან.[138]

[134] იხ. Martin J. Conyon and Kevin J. Murphy, *The Prince and the Pauper? CEO Pay in the UnitedStates and United Kingdom*, 110 Economic Journal 467 (2002). უფრო დიდი სენსიტიურობით გამოირჩევა აშშ-ში აღმასრულებელი პირების შედეგიანობა, რადგან მათ უფრო საწარმოსთვის სპეციფიკური რისკები აქვთ, რის გამოც მათი ანაზღაურებაც უფრო მაღალია: Martin J. Conyon, John E. Core, and Wayne R. Guay, *Are U.S. CEOs Paid More than U.K.CEOs? Inferences from Risk-Adjusted Pay*, 24 Review of Financial Studies 402 (2011).

[135] იხ. Robert J. Jackson, Jr. and Curtis J. Milhaupt, *Corporate Governanceand ExecutiveCompensation: Evidence from Japan*, 2014 Columbia Business Law Journal 111.

[136] იხ.: Martin J. Conyon et al., The Executive Compensation Controversy: A Transatlantic Analysis 55, Working Paper (2011); Marcos Barbosa Pinto and Ricardo Pereira Câmara Leal, OwnershipConcentration, Top Management and Board Compensation, 17 Revista de AdministraçãoContemporânea 304 (2013) (finding a negative correlation between the levels of ownership concentration and executive compensation in Brazil).

[137] *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 906 Atlantic Reporter 2d 27 (Del. 2006).

[138] იხ., მაგ., Curtis J. Milhaupt and Katharina Pistor, Law and Capitalism 69–86 (2008).

ამ ორი საქმის ფაქტები საკმაოდ განსხვავებული იყო. *Disney-ს* საქმეში განსახილველი თანხის ოდენობა განსაზღვრული იყო *ex ante*, და დავა მიმდინარეობდა იმის შესაფასებლად, იმოქმედეს თუ არა დისნეის დირექტორებმა ისეთი უხეში გაუფრთხილებლობით, რომელიც არაკეთილსინდისიერებას უტოლდება, როდესაც თავდაპირველ ხელშეკრულებაზე აწარმოებდნენ მოლაპარაკებებს, ან როდესაც არ შეედავნენ „უმიზეზოდ შეწყვეტის მუხლს“, რომელიც იწვევდა ყოფილი პრეზიდენტისათვის 140 მილიონი აშშ-ის დოლარის გადახდას; *Mannesmann*-ის საქმეში განსახილველი თანხები კი საჩუქარი იყო (*ex post* ბონუსები, რომლებიც აკერმანმა და ანაზღაურების კომიტეტის კიდევ ერთმა წევრმა დააწესეს), თუმცა დადგენილი იყო Vodafone-ს თანხმობით, რომელსაც გადახდის მომენტისთვის Mannesmann-ის აქციების 98,66% ეკუთვნოდა.

მიუხედავად ფაქტობრივი გარემოებების განსხვავებებისა, ამ ორი საქმის განსხვავებული შედეგი ბევრ რამეს ამბობს. დელავერის სასამართლომ გამოიყენა სამეწარმეო განსჯის წესი და არ დააკისრა სამოქალაქო პასუხისმგებლობა აიზნერსა და დისნეის ბორდს, მიუხედავად იმისა, რომ იკვეთებოდა გაუფრთხილებლობა და არსებობდა ინტერესთა კონფლიქტის ნიშნები (ყოფილი პრეზიდენტი CEO-ს ახლო პირადი მეგობარი იყო). ამისგან განსხვავებით, გერმანიის უმაღლესმა სასამართლომ გადაწყვიტა, რომ აკერმანი შესაძლოა, სისხლისსამართლებრივად პასუხისმგებელი იყო ნდობის დარღვევისათვის კორპორაციის აქტივების გაფლანგვის გამო.[139] დელავერის სამართლის გადმოსახედიდან სრულიად წარმოუდგენელია, რომ დირექტორი, რომელსაც არანაირი დაინტერესება არ ამოძრავებდა, სამოქალაქო სამართლის წესით პასუხს აგებდა ისეთი ბონუსის გაცემაზე, რასაც დაეთანხმა 98%-ის მფლობელი აქციონერი, რომელსაც ასევე არანაირი დაინტერესება არ ჰქონდა ასეთი ბონუსის გაცემის მიმართ; აღარაფერს ვამბობთ სისხლისსამართლებრივ სასჯელზე.[140] დელავერში დიდი ხანია, დაშვებულია, რომ არადაინტერესებულმა ბორდმა ხელშეკრულებით შეთანხმებულზე მეტი კომპენსაცია გადაუხადოს აღმასრულებელ თანამდებობის პირებს, რომლებიც თანამდებობას ტოვებენ.[141] გერმანიის უმაღლესი სასამართლოსთვის სისხლისსამართლებ-

[139] BGH, Decision of 21 December 2005, 3 StR 470/04. ქვედა ინსტანციის სასამართლოებისგან განსხვავებით, უზენაესი სასამართლო დაეყრდნო მხოლოდ სისხლისსამართლებრივ ნორმებს (§ 266 Strafgesetzbuch (Criminal Code)), არ დააფუძნა თავისი დასკვნები § 87AktG-ს, რომელიც ითხოვს, რომ მენეჯერის ანაზღაურება იყოს გონივრული.

[140] იხ. Franklin A. Gevurtz, *Disney in a Comparative Light*, 55 American Journal of ComparativeLaw 453, 484 (2007). დელავერის სამართლის თანახმად, აქციონერების მიერ რატიფიკაცია ასევე დაიცავდა მანესმანის აღმასრულებელი კომიტეტის მეორე წევრს, რომელიც, აკერმანისგან განსხვავებით, ფინანსურ სარგებელს მიიღებს *ex post* ბონუსებიდან, როგორც მანესმანის ყოფილი თანამდებობის პირი.

[141] იხ. *Zupnick v. Goizueta*, 698 Atlantic Reporter 2d 384 (Del. Ch. 1997) (დაამტკიცა ოფციის ვალიდურობა, რომელიც მიცემულია სამუშაო პერიოდის ბოლოს შესრულებული სამუშაოსთვის) და *Blish v. Thompson Automatic Arms Corporation*, Del.Supr., 64 Atlantic

რივი პასუხისმგებლობა ბუნებრივი იყო, სისხლის სამართლის კოდექსიდან გამომდინარე, რადგან Mannesmann-ის დამოუკიდებელი არსებობა დასასრულს უახლოვდებოდა და არ არსებობდა წინასწარ მოლაპარაკებული ოქროს პარაშუტის მუხლი.[142]

აშშ-ში გაცილებით ნაკლები შეზღუდვა არსებობს მენეჯერებისთვის გადასახდელ თანხებზე, თუმცა იურისდიქციების ერთიანი პოლიტიკა იკვეთება. როგორც აღვნიშნეთ, აშშ-ში შემოიღეს აღმასრულებლების ანაზღაურების აქციონერთა მიერ დამტკიცების შეზღუდული უფლება „მენეჯმენტის ანაზღაურების განსაზღვრის უფლების“ ფორმით. იმავდროულად, ინდივიდუალური დირექტორების ანაზღაურების თაობაზე ინფორმაციის ღიაობის ვალდებულებისა და აღმასრულებელი თანამდებობისთვის გლობალური კონკურენციის შედეგად ანაზღაურების ოდენობამ მოიმატა გერმანიაშიც, სადაც ჯილდოს სტრატეგიის გამოყენების მოდელები უფრო ხშირია ფინანსურ ინდუსტრიასა და სხვა ისეთ სექტორებში, რომლებიც უფრო მეტად საერთაშორისო კონკურენციის გავლენის ქვეშ არიან.[143]

3.4 სამართლებრივი შეზღუდვები და აფილირების უფლებები

სამართლებრივი შეზღუდვები და აფილირების უფლებები კორპორაციულ მართვაში მნიშვნელოვან როლს ასრულებენ, რადგან იცავენ აქციონერების, როგორც კლასის, ინტერესებს. მენეჯერებისა და ბორდის ყველა გადაწყვეტილება შეზღუდულია ზოგადი ფიდუციური ნორმებით, როგორებიცაა ერთგულებისა და გულმოდგინების მოვალეობა. გარდა ამისა, ინფორმაციის სავალდებულო ღიაობის ფორმით აფილირების უფლებები სააქციო ფასების საშუალებით ინფორმაციას აწვდის აქციონერებსა და დირექტორთა ბორდს მენეჯმენტის შედეგიანობის თაობაზე.[144] რა თქმა უნდა, აქციების თავისუფლად გაყიდვის საშუალებით საწარმოდან თავისუფლად გასვლის უფლება საკორპორაციო კონტროლის ბაზარზე მთავარ საფუძველს ქმნის და მმართ-

Reporter 2d 581 (1948) (რეტროაქტიური კომპენსაცია არ ნიშნავს, რომ ის გაიცა შესაბამისი სარგებლის გარეშე, თუ არსებობს ნაგულისხმევი ხელშეკრულება, ან გაცემული ოდენობა შესრულებულ სამუშაოსთან მიმართებით არაგონივრული არ არის).

[142] გერმანელი კომენტატორების უმრავლესობა მიიჩნევს, რომ მანესმანის გადაწყვეტილება არასწორია. სასამართლომ საქმე ქვედა ინსტანციაში დააბრუნა, რომელმაც გაბედულად შეწყვიტა სისხლის სამართლის საქმე. მანესმანის გადაწყვეტილების ძირითადი შედეგი ის იყო, რომ ბევრი კორპორაციის წესდებაში გაჩნდა ჩანაწერი ასეთი ანაზღაურების ნებართვის შესახებ. იხ. ასევე თავი 8.2.3.5.

[143] Francesca Fabbri and Dalia Marin, *What Explains the Rise in CEO Pay in Germany?* A PanelData Analysis for 1977–2009, IZA Discussion Paper No 6420 (2012). იხ. ასევე Alex Barker, GermanyOvertakes UK in Corporate Executive Pay Stakes, Financial Times, 5 January 2015. მენეჯერის ანაზღაურების შესახებ ბოლო სამართლებრივი რეფორმის თაობაზე გერმანიაში იხ. თავი 6.2.2.1.

[144] იხ. Gordon, note 120. იხ. ასევე თავი 9.1.1.

ველობის აუცილებელი კომპონენტია არაცენტრალიზებული მესაკუთრეების მქონე საწარმოებში, როგორც ამას მე-8 თავში განვიხილავთ. ამისგან განსხვავებით, საწარმოდან ინვესტიციის გამოტანის ფორმით საწარმოს დატოვება შედარებით უფრო ნაკლებად გვხვდება კორპორაციულ მართვაში. საკორპორაციო სამართალი მათ მხოლოდ განსაკუთრებულ გარემოებებში იყენებს, რომლებსაც დეტალურად აღვწერთ შემდგომ თავებში: მაგალითად, ის შეიძლება იყოს მინორიტარი (უმცირესობაში მყოფი) აქციონერის უფლებების შელახვისას უფლების აღდგენის საშუალება (თავი 6) ან კონტროლის მექანიზმი შერწყმისას ზოგიერთი ფუნდამენტური გარიგების გასაკონტროლებლად (თავი 7).

3.4.1 შეზღუდვების სტრატეგია

მკაცრი წესები და ფიდუციური სტანდარტები აქციონერების ინტერესების დასაცავად გამოუსადეგარ ან, სულაც, საწინააღმდეგო ეფექტის საშუალებად შეიძლება მივიჩნიოთ. ბოლოსდაბოლოს, აქციონერებს, რომლებიც ნიშნავენ და ათავისუფლებენ მენეჯერებს, არ სჭირდებათ მენეჯერთა დისკრეციის შეზღუდვა სამართლებრივი წესებით, დაკავშირებულ პირებთან დადებული გარიგებების გარდა, როგორც მე-6 თავში განვიხილავთ. და მაინც, ჩვენი ყველა ძირითადი იურისდიქცია კორპორაციის დირექტორებს აკისრებს საკმაოდ ფართო ვალდებულებას, თავიანთი მოვალეობების შესრულებისას გამოიჩინონ სათანადო წინდახედულობა (due diligence) გულმოდგინების მოვალეობის ფარგლებში. ეს მოვალეობა კორპორაციული მართვის უფრო ფართო სქემის არატრივიალური კომპონენტია: ზოგიერთ იურისდიქციაში ამ მოვალეობის დარღვევას პასუხისმგებლობის რეალური საფრთხე ახლავს; იმ იურისდიქციებში, სადაც ეს საფრთხე არ არსებობს, სხვაგვარი სამართლებრივი ვალდებულებები, როგორიცაა, მაგალითად, ინფორმაციის ღიაობის ვალდებულება, საბოლოო ჯამში, აიძულებს დირექტორებს, წინდახედულება გამოიჩინონ სხვადასხვა სიტუაციაში.[145]

მაცდურია იმის ფიქრი, რომ დირექტორების ან თანამდებობის პირების მიერ გულმოდგინების მოვალეობის დარღვევა რაღაც კუთხით კორპორაციული „სამსახურებრივი გადაცდომის“ ანალოგიურია, ისე როგორც ამას სხვა პროფესიებში, მაგალითად, ექიმებთან ვხვდებით. თუმცა ასეთი ანალოგია სუსტია, რადგან „გონივრული ზრუნვის“ (“reasonable care”) განმარტება გაცილებით რთულია დირექტორების შემთხვევაში, ექიმებისგან განსხვავებით: ბიზნესგადაწყვეტილება სამედიცინო გადაწყვეტილებებზე მეტად იდიოსინკრაზიულია.[146] ამიტომაც ყველა იურისდიქციაში სასამართლოები დირექტო-

[145] იხ. Robert B. Thompson and Hillary A. Sale, *Securities Fraud as Corporate Governance: Reflections upon Federalism*, 56 Vanderbilt Law Review 859 (2003).

[146] იხ., მაგ.: Holger Spamann, *Monetary Liability for Breach of the Duty of Care?*

რებს უტოვებენ გარკვეულ სფეროს კორპორაციული გადაწყვეტილებების თავისი განსჯის შესაბამისად მისაღებად.

სულ მცირე, სასამართლოების უმეტესობა თავს შეიკავებს ბიზნესგადაწყვეტილების შინაარსის საეჭვოდ გახდომისგან.[147] სამაგიეროდ, სასამართლოები აფასებენ ამ გადაწყვეტილების მიღების პროცესს – რამდენად საკმარისი ინფორმაცია ჰქონდათ დირექტორებს და გადადგეს თუ არა გონივრული ნაბიჯები, მაგალითად, შესაბამისი რჩევის მისაღებად, როდესაც გადაწყვეტილებას იღებდნენ. ასეთი შემთხვევები გვაქვს კონტინენტური ევროპის ქვეყნებში, სადაც ზოგიერთ იურისდიქციაში პირდაპირ არის გადმოცემული საკმარისად ინფორმირებული გადაწყვეტილებების მიღების ვალდებულება.[148] მაგალითად, საჯარო კორპორაციების შესახებ გერმანული კანონი ადგენს, რომ მენეჯმენტბორდის წევრები არ არღვევენ გულმოდგინების მოვალეობას (duty of care), თუ დაამტკიცებენ, რომ ბიზნესგადაწყვეტილების მიღების დროს მათ „კარგი საფუძველი ჰქონდათ, ევარაუდათ, რომ მოქმედებდნენ ადეკვატური ინფორმაციის საფუძველზე კორპორაციის სასარგებლოდ“. ამ მუხლს „სამეწარმეო განსჯის წესის“ სახელით იცნობენ, თუმცა სასამართლო პრაქტიკით მისი ფუნქცია, რომ პასუხისმგებლობისგან გაათავისუფლოს დირექტორი, შეზღუდულია.[149] კრიზისის შემდგომ გაიზარდა დირექტორების წინააღმდეგ წამოწყებული სარჩელების (და სისხლისსამართლებრივი გამოძიებების) რაოდენობა, რამაც ეჭვქვეშ დააყენა, რამდენად გონივრულია, რომ სასამართლოებს ბიზნესგადაწყვეტილებების გადახედვის ამხელა დისკრეცია მივანიჭოთ.[150]

გასაკვირი არ არის, რომ აშშ, რომელიც, ტრადიციულად, ყველაზე ღიაა აქციონერების სარჩელების საშუალებით საკორპორაციო სამართლის კერ-

18–19, Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper No. 835 (2015) (available at ssrn.com); იხ. ასევე *Re Barings plc (No 5)* [2000]1 Butterworths Company Law Reports 523 at 536 (უარყო სამედიცინო დაუდევრობასთან ანალოგია და მტკიცებულებად არ დაუშვა ექსპერტის დასკვნა).

[147] იაპონიაშიც კი, სადაც განსხვავებული მდგომარეობაა, სასამართლოები აფასებენ გადაწყვეტილების მხოლოდ „განსაკუთრებულ არაგონივრულობას“: იაპონიის უზენაესი სასამართლო, 15 ივლისი 2010, 2091 HANREI JIHO 90. ამ საქმის დეტალებისთვის იხ. Dan W. Puchniak and Masafumi Nakahigashi, *Comment*, in *Business Law in Japan–Cases and Comments* (Moritz Bälz et al. eds., 2012).

[148] Art. 2381 Civil Code (Italy); § 93 AktG (Germany). სამეწარმეო განსჯის წესის ფარგლებისა და მოცულობის შედარებითი დახასიათება ბრაზილიაში მოცემულია შემდეგ ნაშრომში: Mariana Pargendler, *Responsabilidade Civil dos Administradores e Business Judgment Rule no Direito Brasileiro*, 953 Revista dos Tribunais 51 (2015).

[149] § 93 AktG (Germany). იხ. Klaus J. Hopt and Markus Roth, *Sorgfaltspflicht und-Verantwortlichkeit der Vorstandsmitglieder*, in Aktiengesetz, Grosskommentar (Heribert Hirte et al. eds., 5th edn.,2015), § 93 comments 61–131; Klaus J. Hopt, *Die Verantwortlichkeit von Vorstand und Aufsichtsrat*, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2013, 1793.

[150] Klaus J. Hopt, *Responsibility of Banks and Their Directors, Including Liability and Enforcement*, in Functional or Dysfunctional–The Law as a Cure? 159 (Lars Gorton, Jan Kleineman, and Hans Wibom eds., 2014).

ძო აღსრულების მიმართ, ამავე დროს, ყველაზე მეტად იცავს დირექტორებს კეთილსინდისიერად მიღებული გადაწყვეტილებების (ანუ, როდესაც დირექტორს კეთილსინდისიერად სჯეროდა, რომ კომპანიის სასარგებლო გადაწყვეტილებას იღებდა) წინააღმდეგ დაწყებულ დავებში. თუ გავითვალისწინებთ არსებულ დამატებით მექანიზმებს (რომლებიც ფართოდ გამოიყენება), როგორებიცაა საწესდებო ჩანაწერი დირექტორის მიერ კეთილსინდისიერად ვალდებულების დარღვევის შემთხვევაში მისი პასუხისმგებლობისგან გათავისუფლების შესახებ[151] და დირექტორების დაზღვევა, ამერიკის სამეწარმეო განსჯის წესი მნიშვნელოვნად ამცირებს იმის ალბათობას, რომ დირექტორს გულმოდგინების მოვალეობის დარღვევის თაობაზე სარჩელიდან გამომდინარე რაიმე თანხის გადახდა პირადად მოუწევს. [152]

ამისგან განსხვავებით, სხვა იურისდიქციები, დიდი ბრიტანეთის ჩათვლით, დირექტორის გულმოდგინების მოვალეობის დარღვევის ობიექტური გაუფრთხილებლობის სტანდარტს მიჰყვება ისე, რომ არ არსებობს სამეწარმეო განსჯის წესი ან უფლება, დირექტორის ეს მოვალეობა შეიცვალოს საწესდებო ჩანაწერით. [153] თუმცა ამას ემატება უფლების აღსრულების პროცედურული წინაღობები, რის გამოც, გაკოტრების საქმისწარმოების გარდა, დირექტორებს იშვიათად უჩივიან.[154]

კორპორაციული გადაწყვეტილებების მიმართ სამართლის ასეთი მიდგომა ორი მიზეზით მართლდება: პირველი მიზეზი, რომელზეც მივანიშნეთ კიდეც, ის არის, რომ მოსამართლეებს იშვიათად აქვთ ცოდნა, შეაფასონ საკმაოდ კონტექსტუალური ბიზნესგადაწყვეტილებები. განსაკუთრებით, ნათელი სტანდარტების გარეშე, ფაქტის შემდგომი შეფასებისას ყველაზე გონივრული მენეჯერული გადაწყვეტილებაც კი *ex post* შეიძლება წინდაუხედავი მოგვეჩვენოს; მეორე მიზეზი ის არის, რომ ბუნდოვანი სტანდარტებისა და ფაქტის შემდგომი შეფასების ნაკლები სანდოობის გამო სამართლებრივი შეცდომის

[151] DGCL § 102(b)(7).

[152] იხ. Bernard Black, Brian Cheffins, and Michael Klausner, *Outside Director Liability*, 58Stanford Law Review 1055 (2006).

[153] UK Companies Act 2006 sections 174, 232; Art. 2381 and 2392, Civil Code (Italy). საფრანგეთთან დაკავშირებით იხ. Bruno Dondero, *Chronique de jurisprudence de droit des sociétés*, Gazette du Palais, 12May 2015, No. 132, 19.

[154] დიდ ბრიტანეთში საჯაროდ მოვაჭრე კომპანიების დირექტორების წინააღმდეგ აქციონერებს თითქმის არასდროს არ შეაქვთ სარჩელები (John Armour, Bernard Black, Brian Cheffins, and Richard Nolan, *Private Enforcement ofCorporate Law: An Empirical Comparison of the United Kingdom and the United States*, 6 Journal ofEmpirical Legal Studies 687 (2009)). ეს, სავარაუდოდ, ასახავს დავის პროცედურულ სირთულეებსა და აქციონერთა მმართველობის უფლებების ეფექტიანობას. ნებისმიერ შემთხვევაში, დიდ ბრიტანეთში სასამართლოებს შეუძლიათ, გაათავისუფლონ დირექტორი პასუხისმგებლობისგან, თუ ის მოიქცა „კეთილსინდისიერად და გონივრულად“ (UK Companies Act 2006section 1157). დიდმა ბრიტანეთმა დერივაციული სარჩელების შესახებ კანონმდებლობა შეცვალა 2008 წელს და აქციონერების გულმოდიგნების მოვალეობის დარღვევის შემთხვევაში დავები უფრო ადვილი გახადა. თუ ეს დავების დიდ რაოდენობას გამოიწვევს, მოსალოდნელია, რომ იქნება ზეწოლა გულმოდგინების მოვალეობის სტანდარტის შესამცირებლად.

რისკი გულმოდგინების მოვალეობის მკაცრად აღსრულებისას იზრდება, რამაც შეიძლება, დირექტორებს უბიძგოს, წამოიწყონ უფრო უსაფრთხო, მაგრამ დაბალშემოსავლიანი პროექტები, ვიდრე სარისკო, მაგრამ მაღალი პოტენციური მოგების მომტანი პროექტები.[155] საბოლოო ჯამში, აქციონერებმა ასეთი „თავდაცვითი მენეჯმენტის“ გამო, შეიძლება უფრო მეტი დაკარგონ, ვიდრე ის სარგებელია, რასაც გაუფრთხილებელი ქმედებების თავიდან არიდებით მიიღებენ. [156]

გულმოდგინების ძირითადი მოვალეობა, თავისი სრული მასშტაბით, ბორდის ყველა ფუნქციაზე ვრცელდება. ბორდის საზედამხედველო როლის ზრდასთან ერთად ბუნებრივად განვითარდა გულმოდგინების მოვალეობის საზედამხედველო ასპექტი, რომელიც კორპორაციული მართვის მიზნებს ემსახურება და აქციონერთა ინტერესებს იცავს. მაგალითად, დელავერისა და დიდი ბრიტანეთის სასამართლო პრაქტიკა ადგენს, რომ გულმოდგინების მოვალეობა ასევე მოიცავს ბორდის ვალდებულებას, შექმნას „ინფორმაციისა და პასუხისმგებლობის სისტემა“, რომლის საშუალებითაც ბორდი ამოწმებს კორპორაციის შესაბამისობას კანონმდებლობასთან. [157] ამის მსგავსად, ევროკავშირსა და იაპონიაში სამეთვალყურეო საბჭოს, აუდიტის კომიტეტებისა და საკანონმდებლო აუდიტორების მოვალეობაა, უზრუნველყონ, რომ საჯაროდ მოვაჭრე კომპანიებში შესაბამისი აუდიტორული შემოწმებები და რისკის სამართავი საკონტროლო სისტემები არის მოწყობილი. [158] „SOX-აქტის“ 404-ე

[155] იხ., მაგ., *Gagliardi v. Trifoods International, Inc.* 683 Atlantic Reporter 2d 1049 at 1052–3(Del. Ch. 1996).

[156] აშშ-ში ის იშვიათი შემთხვევები, როდესაც დირექტორებს სასამართლოები პირად პასუხისმგებლობას აკისრებენ გადაწყვეტილების მიღების დროს უხეში გაუფრთხილებლობისათვის, შეიცავს განსაკუთრებულ გარემოებებს, როგორებიცაა: შერწყმა ან კომპანიის მთლიანი ქონების გაყიდვა, ან გადახდისუუნარობის დასაწყისი. იხ. თავი 5.3.1.1. გარდა ამისა, ასეთ შემთხვევაშიც კი სასამართლოები პასუხისმგებლობის საფუძვლად უთითებენ გაუფრთხილებლობაზე მეტ სტანდარტზე – არაკეთილსინდისიერება ან ინტერესთა კონფლიქტი, რომელიც რთული სამტკიცებელია. დელავერში ცნობილია მაგალითი: *Smith v. Van Gorkom*, 488 Atlantic Reporter2d 858 (Del. 1985), სადაც დელავერის უზენაეს სასამართლოს სწამდა, რომ პენსიაზე გამავალ CEO დაინტერესებული იყო კომპანიის გაყიდვით, რამაც არაერთგულების ელემენტი შესძინა სადავოდ გაუფრთხილებელ პროცესს, რომლის შედეგადაც ბორდმა დაამტკიცა კომპანიის გაყიდვა.

[157] იხ.*In re Caremark Int'l Inc. Derivative Litigation*, 698 Atlantic Reporter 2d. 959 (Del. Ch.1996), რომელიც კიდევ ერთხელ დაადასტურა დელავერის უზენაესმა სასამართლომ საქმეში: *In re Citigroup Inc. S'holder Derivative Litig.*, 964Atlantic Reporter 2d 106 (Del. Ch. 2009). ამ მოვალეობის დარღვევა გულისხმობს, რომ კორპორაციას არანაირი ინფორმაცია არ ჰქონდა და არ არსებობდა მოხსენების სისტემა ან დირექტორებისთვის *ცნობილი იყო* ამ სისტემის არაადეკვატურობის თაობაზე. გერმანული სამართალი ნაკლებად დამთმობია. იხ. LG München, decision of 10 December 2013 (5 HKO 1387/10–*Neubürger*), ZIP 2014, 570 (მენეჯმენტბორდის წევრს დაეკისრა პასუხისმგებლობა, რადგან არ შექმნა ყოვლისმომცველი დამორჩილების სისტემა, რომელიც აღმოაჩენდა უკანონო ქმედებებს). დიდ ბრიტანეთში მიღებულია პირდაპირი გაუფრთხილებლობის სტანდარტი: იხ. *Re Barings plc (No.5)*, note 146, especially at 486–9, and Companies Act2006 s. 174.

[158] იხ. FSA Disclosure Rules and Transparency Rules DTR 7.1 (UK); § 91(2) AktG (Germany);Art. L. 225–235 Code de Commerce (France); Art. 149 Consolidated Act on

მუხლი, რომლის უფრო მსუბუქი ვარიანტი გამოიყენება ევროკავშირში, ავალდებულებს ამერიკული ფირმების CEO-სა და CFO-ს, გამოსცენ მოხსენებები თავიანთი საწარმოების შიდა ფინანსური კონტროლის მექანიზმთან შესაბამისობის შესახებ.[159] ამ მუხლების აღსრულება, ძირითადად, გარე აუდიტორების მიერ გამოცემული დადასტურებების გზით ხდება.[160]

3.4.2 კორპორაციულ მართვასთან დაკავშირებული ინფორმაციის ღიაობა

ინფორმაციის სავალდებულო ღიაობა მე-2 თავში განხილულ დამოუკიდებელ სამართლებრივ სტრატეგიას არ წარმოადგენს, თუმცა იგი ყველა სამართლებრივი სტრატეგიისა და საკორპორაციო სამართლის ყველა სფეროს ფუნქციონირებაში კრიტიკულად მხარდამჭერ ფუნქციას ასრულებს, სულ მცირე, საჯაროდ მოვაჭრე კომპანიების შემთხვევაში. კორპორაციული მართვის სისტემის სტრუქტურაც არ არის გამონაკლისი.

ყველა ძირითადი იურისდიქცია სავალდებულოდ ითხოვს საჯაროდ ინფორმაციის გამჟღავნებას, სხვაგვარად კომპანიები საჯარო ბაზარზე არ დაიშვებიან. სწორედ ამას ეხება მე-9 თავი. ღიაობის წესები სულ უფრო მეტად ემსგავსება ერთმანეთს, განსაკუთრებით, როცა საქმე ეხება მმართველობასთან დაკავშირებული ინფორმაციის განგრძობით ღიაობას. მაგალითად, ყველა ძირითადი იურისდიქცია ავალებს საწარმოებს, გაამჟღავნონ თავიანთი აქციონერების სტრუქტურა (ვის აქვს მნიშვნელოვანი აქციათა პაკეტი და ხმის მიცემის რა შეთანხმებები არსებობს), აღმასრულებელთა კომპენსაცია და ბორდის შემადგენლობისა და ფუნქციონირების დეტალები.[161]

Financial intermediation (Italy). იაპონიაში იხ. Arts. 362(4)(iv), 390(2), 399-2(3), 399-13(1), 404(2), and 416(1) of theCompanies Act, and Arts. 24-4-4(1) and 193-2(2) of the Financial Instruments and Exchange Act. ევროკავშირის დირექტივა საკანონმდებლო აუდიტის თაობაზე (Directive 2006/43/EC, note 55) აწესებს აუდიტის კომიტეტს კომპანიებში (რომელიც შედგება დირექტორებისგან ან ადგილობრივი სამართლით ცალკე ორგანოდ ყალიბდება), რომელმაც, სხვა დავალებებთან ერთად, „უნდა შეამოწმოს კომპანიის შიდა ხარისხის კონტროლისა და რისკის მართვის სისტემების ეფექტურობა და, სადაც საჭიროა, კომპანიის შიდა აუდიტი აუდიტირებული კომპანიის ფინანსური აღრიცხვის შესაბამისად“. Art. 39(6)(c).

[159] SOX § 404. იხ. Art. 24-4-4 Financial Instruments and Exchange Act (Japan). ევროკავშირში კომპანიის მოხსენებების დირექტივა (Art. 20(1)(c) Directive 2013/34/EU, 2013 O.J. (L 182) 19) ავალებს საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებულ კომპანიებს, თავიანთ წლიურ კორპორაციული მართვის მოხსენებაში „აღწერონ შიდა ხარისხის კონტროლისა და რისკის მართვის სისტემების მახასიათებლები ფინანსური აღრიცხვის პროცესთან მიმართებით“.

[160] SOX § 404(b). Art. 193-2(2) Financial Instruments and Exchange Act (Japan). ევროკავშირში გარე აუდიტორმა აუდიტის კომიტეტს უნდა მოახსენოს „აუდიტირებული კომპანიის ... შიდა ფინანსური კონტროლის სისტემის ან/და აღრიცხვის სისტემის ნებისმიერი მნიშვნელოვანი ნაკლის შესახებ“. Art. 11(2)(j) Regulation(EU) 537/2014, 2014 O.J. (L 158) 77.

[161] მესაკუთრეებისა და ანაზღაურების თაობაზე ინფორმაციის ღიაობის მოთხოვნებთან

დიდად მოსალოდნელია, რომ ინფორმაციის ღიაობის ასეთი ფართო ვალდებულებები პირდაპირ აუმჯობესებს კორპორაციული მართვის ხარისხს, რადგან ინფორმაციას აწვდის აქციონერებს და, იმავდროულად, არაპირდაპირი წვლილიც შეაქვს, რადგან აქციის საბაზრო ფასით შესაძლებელია კორპორაციის შიდა მოქმედი პირების შედეგიანობის შეფასება.[162] კერძოდ, რაც უფრო მეტი ინფორმაციის საფუძველზე განისაზღვრება აქციის ფასები, მით ნაკლებია მტრული დაუფლების თანმდევი რისკები. შეიძლება ითქვას, რომ აშშ-ის proxy წესების ყოვლისმომცველი ხასიათი და არასწორი განცხადებების თანმდევი პასუხისმგებლობა სწორედ ამ დაშვებაზე არის აგებული.

კონტინენტური ევროპის იურისდიქციებშიც, სადაც ინფორმაციის სავალდებულო ღიაობის არცთუ დიდი პრაქტიკა არსებობს, სერიოზული შედეგები მოჰყვება კომპანიის მიერ აქციონერის ხმის მიცემისთვის მნიშვნელოვანი ინფორმაციის გაუმჟღავნებლობას. განსაკუთრებით ხშირია გერმანიაში სარჩელები აქციონერების მიერ მიღებული გადაწყვეტილების ბათილობის მოთხოვნით, როცა აქციონერებს მიეწოდათ არასრული ან არასწორი ინფორმაცია. სასამართლოები გერმანიაში ამ საკითხებს განსაკუთრებული სერიოზულობით ეკიდებიან როგორც საჯარო, ისე კერძო კომპანიებში.[163]

3.5 იურისდიქციებში განსხვავებათა მიზეზები

იურისდიქციების მიმოხილვა ნათელს ხდის, რომ ისინი ხშირად კორპორაციული მართვის მსგავსად ჩამოსაყალიბებლად ერთსა და იმავე სამართლებრივ სტრატეგიებს იყენებენ. მაგალითად, ჩვენი იურისდიქციები ადგენენ, რომ დირექტორებს (ან მათ უმრავლესობას) აქციონერები ირჩევენ და ასევე აქციონერთა თანხმობა არის აუცილებელი ფუნდამენტური ცვლილებების დასამტკიცებლად, როგორებიცაა შერწყმა და წესდების ცვლილებები. როგორც 3.3.1 თავში ხაზგასმით აღვნიშნეთ, თითოეულმა ჩვენმა იურისდიქციამ დანერგა რწმუნებულებითი სტრატეგია, როგორც კარგი კორპორაციული მართვის გლობალური მაგალითი. დამოუკიდებელი დირექტორების უნივერსალურად

დაკავშირებით იხ. თავი 6.2.1.1. U.S. Regulation S-K, 17 C.F.R. Part 229 Item 601(b)(3)(i)–(ii), რომელიც ითხოვს, რომ ფინანსურ მოხსენებებში გაერთიანდეს ასევე კორპორაციის წესდება და შიდა რეგულაციები. ამასთან, ხმის მიცემის trust შეთანხმება და ეთიკის კორპორაციული კოდექსი უნდა შედგეს Form 10Q-ს შესაბამისად. იხ. 601(b) Exhibit Table. ხმის მიცემის შეთანხმებების თაობაზე ინფორმაციის გამჟღავნება ასევე სავალდებულოა EC Takeover Bids Directive-ის შესაბამისად (Art. 10 Directive 2004/25/EC, 2004 O.J. (L 142) 12). ბორდის სტრუქტურასთან დაკავშირებით იხ. European Commission, Recommendation 2014/208/EU on the Quality of Corporate Governance Reporting, 2014 O.J. (L 109) 43.

[162] იხ., ზოგადად, John Armour, *Enforcement Strategies in UK Corporate Governance: A Roadmap and Empirical Assessment*, in Rationality in Company Law 71, at 102–4 (John Armour and Jennifer Payne eds., 2009); Gordon, note 120.

[163] იხ., მაგ., Ulrick Noack and Dirk Zetzsche, *Corporate Governance Reform in Germany: The SecondDecade*, 15 European Business Law Review 1033, 1044 (2005).

შემოყვანასთან ერთად ყველა დიდი იურისდიქცია იყენებს ინფორმაციის ღიაობის ვალდებულებას, რომ ბაზარმა აკონტროლოს საჯარო კომპანიების შედეგიანობა და დაეხმაროს მრავალრიცხოვან აქციონერებს თავიანთი დანიშვნის, გადაწყვეტილების მიღებისა და კომპანიიდან გასვლის უფლებების გამოყენებაში.

მიუხედავად გლობალური მსგავსებებისა, ინდივიდუალური იურისდიქციები სხვადასხვა ფორმით და სხვადასხვა ზომით იცავენ აქციონერთა ინტერესებს მენეჯერთა ოპორტუნიზმისგან კორპორაციული კანონების საშუალებით. გარდა ამისა, დაწერილი კანონები, მკაცრი თუ რბილი, არასრულყოფილად ასახავს იურისდიქციაში დამკვიდრებულ ბალანსს აქციონერებს, მენეჯერებს, დასაქმებულებსა და სახელმწიფოს შორის.

თუ ჩვენს შვიდ ძირითად იურისდიქციას სპექტრულად დავალაგებთ იმის მიხედვით, ვინ უფრო მეტ ძალაუფლებას ანიჭებს აქციონერებს მენეჯერებთან მიმართებით საჯარო კომპანიებში, სავარაუდოდ, ბრაზილიასა და დიდ ბრიტანეთს სპექტრის ერთ ბოლოში მოვათავსებდით. თუმცა, მიუხედავად იმისა, რომ ორივე ქვეყანა აქციონერთა ძალაუფლების მომხრეა, მათ შორის მსგავსებები აქ სრულდება.

დიდ ბრიტანეთში კორპორაციული მართვის სისტემა მთლიანად შეესაბამება აქციონერთა სასარგებლო სამართლებრივ გარემოს: მიუხედავად აქციონერების სიმრავლისა, დიდ ბრიტანეთში მმართველობას მნიშვნელოვნად აკონტროლებენ ინსტიტუციური აქციონერები, რომლებიც კარგად არიან აღჭურვილი, რომ წარმოადგინონ აქციონერების, როგორც კლასის, ინტერესები. [164]

ბრაზილიას დიდ ბრიტანეთზე უფრო მეტი საერთო აქვს კონტინენტური ევროპის ქვეყნებთან, მაგალითად, საფრანგეთსა და იტალიასთან. როგორც ამ ქვეყნებში, ასევე ბრაზილიაში ხშირია დომინანტი აქციონერი ან აქციონერთა სტაბილური კოალიცია.[165] აქციონერთა ასეთი სტრუქტურა მნიშვნელოვნად ანეიტრალებს აქციონერებისა და მენეჯერთა წარმომადგენლობის კონფლიქტს. აქციათა დიდი პაკეტის მფლობელები, ბიზნესში ტრადიციულად წარმოდგენილი პირების მსგავსად, ათავისუფლებენ და ნიშნავენ წარმომადგენლებს თავიანთი შეხედულებების მიხედვით; თავიანთი ინტერესების დასაცავად მათ დანიშვნის, გათავისუფლებისა და გადაწყვეტილების მიღების უფლებების გარდა, არ სჭირდებათ და, სავარაუდოდ, არც უნდათ სხვა რამე. აქედან თითქოს ბუნებრივია, რომ იურისდიქციებში, სადაც აქციათა უმეტესობა სწორედ დიდ პაკეტებად ეკუთვნით ინდივიდუალურ აქციონერებს, კორპორაციული კანონები აძლიერებენ აქციონერებს, როგორც კლასს. სწორედ

[164] იხ. note 79-ის თანმხლები ტექსტი.

[165] იხ., მაგ., Julian Franks, Colin Mayer, Paolo Volpin, and Hannes F. Wagner, *The Life Cycle ofFamily Ownership: International Evidence*, 25 Review of Financial Studies 1675 (2012) (ჩვენს ძირითად იურისდიქციებში კომპანიები მაკონტროლებელი აქციონერებით და მათი სტრუქტურა დროთა განმავლობაში სტაბილურად გამოიყურება).

ამის მაგალითია საფრანგეთის, იტალიისა და, განსაკუთრებით, ბრაზილიის კანონები. აქციონერებს თითოეული არსებით უფლებებს ანიჭებს, მათ შორის: მინორიტარი აქციონერის მიერ კრების მოწვევის უფლება, კორპორაციის წესდების ცვლილების ინიციატივით გამოსვლის უფლება, აქციონერთა კრებაზე ბორდის შემადგენლობაში დასანიშნი პირის ნომინაციის უფლება და, უმრავლესობის მხარდაჭერის შემთხვევაში, დირექტორის უმიზეზოდ გათავისუფლების უფლება. თითოეული ამ უფლების განსახორციელებლად, რომლებიც თავისთავად ზღუდავენ მენეჯერების დისკრეციას, საჭიროა აქციონერთა კრების გადაწყვეტილება, რომლის შედეგსაც დომინანტი აქციონერები აკონტროლებენ. ამის შედეგად რამდენიმე საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებულ კომპანიაში, სადაც დომინანტი აქციონერი არ არის, იმ ქვეყნებში მმართველობა ასევე აქციონერთა ძალაუფლების გაძლიერებაზე არის ორიენტირებული. სამაგიეროდ, ამის გამო ასეთი კომპანიების რიცხვი მცირეა, რადგან აქციონერთა ასეთი ძალაუფლების ფონზე კომპანიები, სადაც აქციონერების ძალაუფლება შედარებით დაქსაქსულია, უფრო ხშირად არიან მტრული დაუფლების სამიზნეები.

მმართველობითი რელიეფი კონტინენტურ ევროპასა და ბრაზილიაში, აშშ-ისა და დიდი ბრიტანეთისგან განსხვავებით, ასევე იცვლება იმის გავლენით, რომ კორპორაციული მართვა მხედველობაში იღებს სამი მხარის ინტერესებს, და არა მხოლოდ აქციონერებისა და მენეჯერების ინტერესებს. იტალიაში, საფრანგეთსა და ბრაზილიაში ასეთ მესამე მხარეს წარმოადგენს სახელმწიფო, რომელიც ერთდროულად რეგულატორი, დომინანტი აქციონერი[166] და „ეროვნული ჩემპიონების“ დამცველია, რომელშიც მას ასევე შეიძლება ეკუთვნოდეს კაპიტალური ინტერესი.[167] საფრანგეთში მნიშვნელოვანი კარიერული გზა გადის სახელმწიფოს ელიტარული ბიუროკრატობიდან საფრანგეთის უმს-

[166] იხ. Mariana Pargendler, *State Ownership and Corporate Governance*, 80 Fordham Law Review2917 (2012). მაგალითად, 2016 წლის მაისის მდგომარეობით, იტალიის მთავრობა აკონტროლებდა blue chips index-ის (S&P Mib) საერთო კაპიტალიზაციის 30%-ის შემადგენელ კომპანიებს (წყარო: ავტორების კვლევა Consob-ის მონაცემებზე დაყრდნობით).

[167] ამის კარგი მაგალითია, როგორ ვერ მოახერხა საფრანგეთმა, აღეკვეთა „General Electric“-ის მიერ „Alstom“-ის ელექტროენერგიის მაწარმოებელი ბიზნესის დაუფლება. 2014 წელს საფრანგეთის მთავრობა შემოთავაზებულ შესყიდვას შეეწინააღმდეგა, უპირატესად იმიტომ, რომ ისინი დარდობდნენ „Alstom“-ის სარკინიგზო ტრანსპორტსა და დასაქმებულებზე ასეთი გარიგების გავლენებზე. ამ მიზნით მათ გამოსცეს განკარგულება, რომელიც ენერგიის, წყლის, ტრანსპორტის, ტელეკომუნიკაციისა და საჯარო ჯანდაცვის სფეროში ვეტოს უფლებას ანიჭებდა დაუფლების გარიგებებთან დაკავშირებით (განკარგულება No. 2014-479 14 მაისი 2014). საფრანგეთის მთავრობა ასევე ცდილობდა, „სიმენსს“ გაეკეთებინა საპირისპირო შეთავაზება. თუმცა, საბოლოოდ, „General Electric“-მა შეძლო გარიგების განხორციელება მას შემდეგ, რაც რამდენიმე ვალდებულება აიღო მთავრობის წინაშე ხმის უფლების გამოყენებასა და დირექტორების პოზიციებთან დაკავშირებით. იხ. David Jolly and Jack Ewing, *G.E.'sBid for Alstom Is Blessed by France*, New York Times, 21 June 2014, at B1). ბრაზილიაში განვითარების ბანკმა გასცა გულუხვი სესხები და მინორიტარი პარტნიორების ინვესტიცია დააფინანსა, რათა ისინი ეროვნული ჩემპიონები გაეხადა.

ხვილესი კომპანიების სათავო ოფისებამდე.[168] ბრაზილიაში სახელმწიფო არა მხოლოდ მრავალი საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებული კომპანიის მაკონტროლებელი აქციონერია, არამედ ის ასევე აკონტროლებს ქვეყნის მთავარ ინსტიტუციურ ინვესტორებს – სახელმწიფოს ეკუთვნის საპენსიო ფონდები და განვითარების ბანკი.[169]

სახელმწიფოს როლი კორპორაციულ მართვაში უზრუნველყოფს, რომ კანონები უფრო მეტად აქციონერების მხარდამჭერია და ამ იურისდიქციებში კონტროლი ერთეული აქციონერების ხელშია თავმოყრილი, თუმცა სახელმწიფოს პოზიციის გაძლიერება ნაკლებად ემსახურება მინორიტარი აქციონერების ინტერესებს.[170] ერთი მხრივ, პოლიტიკოსებსა და სახელმწიფო მოხელეებს, რომლებიც აკონტროლებენ სახელმწიფოს კუთვნილ აქციებს, ამ იურისდიქციებში ბუნებრივი სტიმული აქვთ, რომ მხარი დაუჭირონ აქციონერთა ძლიერ უფლებებს, რადგან ისინი სახელმწიფოს, როგორც აქციონერს წარმოადგენენ და თავისუფლად შეუძლიათ სხვა მაკონტროლებელი აქციონერების პოლიტიკის წარმართვა ისე, რომ ის ასახავდეს სახელმწიფოს პრიორიტეტებს; მეორე მხრივ, კარგი კავშირების მქონე მაკონტროლებელი აქციონერები უფრო ღირებულ აქტივს წარმოადგენენ კომპანიისთვის ასეთ პოლარიზებულ გარემოში იმ თვალსაზრისით, რომ ასეთ „მესაკუთრეებს“ უფრო მეტი ლეგიტიმაცია და რესურსი აქვთ, რომ კომპანია პოლიტიკური გავლენებისგან დაიცვან, ვიდრე ამას მრავალრიცხოვანი აქციონერების კომპანიაში მოღვაწე მენეჯერები მოახერხებენ.[171] ამიტომ ინტერვენციული სახელმწიფო, კონცენტრირებული მესაკუთრეები და აქციონერების სასარგებლო კანონები შესაძლოა, ერთმანეთის მხარდამჭერი იყოს, განსაკუთრებით, როდესაც სახელმწიფოს ეკუთვნის აქციათა დიდი ნაწილი.[172]

გერმანიის საკორპორაციო სამართალი აქციონერთა უფლებების კუთხით კონტინენტური ევროპის სხვა ქვეყნებს ჰგავს, თუმცა ორი მნიშვნელოვანი დათქმა უნდა გავაკეთოთ: პირველ რიგში, ბორდის წევრები გაცილებით მეტად არიან აქციონერების გავლენისგან დაცული, რადგან მათი დანიშვ-

[168] იხ., მაგ., William Lazonick, Corporate Governance, Innovative Enterprise and Economic Development, 49–56 (2006) (აღწერს ტიპური ფრანგი CEO-ების ელიტარულ განათლებასა და საჯარო მოხელეობის გამოცდილებას).

[169] იხ., მაგ., Mariana Pargendler, *Governing State Capitalism: The Case of Brazil*, in Regulating the Visible Hand? The Institutional Implications of Chinese State Capitalism 377, 385–8 (Benjamin Liebman and Curtis J. Milhaupt eds., 2015).

[170] იხ. Pargendler, note 166.

[171] ეს დაკვირვება ემთხვევა მარკ როს მსგავს მოსაზრებას, რომ ძლიერი დასაქმებულები უპირატესობას ანიჭებენ ძლიერ კაპიტალს მაკონტროლებელი აქციონერის სახით. იხ. Mark J. Roe, *Legal Origin, Politics, and the Modern Stock Market*,120 Harvard Law Review 460 (2006).

[172] იხ ზოგადად Pargendler, note 169; Ben Ross Schneider, Hierarchical Capitalism in LatinAmerica (2013); Aldo Musacchio and Sergio G. Lazzarini, Leviathan in Business: Varieties ofState Capitalism and Their Implications for Economic Performance (2014).

ნის ხანგრძლივობა უფრო დიდია და გათავისუფლების წესები შედარებით მკაცრი; მეორე, დასაქმებულების მართვაში მონაწილეობის შედეგად ბორდში ინიშნებიან დირექტორები, რომელთა ინტერესები აქციონერების კლასის ინტერესებისგან განსხვავებულია. ამის შედეგად, გერმანიის სამეწარმეო სამართალი დომინანტური აქციონერის გარეშე უფრო მეტად ორიენტირებულია მენეჯერებზე, ვიდრე სხვა ქვეყნებში, სადაც უფრო ხშირია კონცენტრირებულიაქციონერებიანი კომპანიები.[173]

იტალიის, საფრანგეთისა და ბრაზილიისგან განსხვავებით, გერმანულ სამართალში მესამე მოქმედი პირი სახელმწიფოს ნაცვლად დასაქმებულებია. როგორც მე-4 თავში განვიხილავთ, გერმანული სამართალი აწესებს დასაქმებულთა მართვაში მონაწილეობას და დიდ საწარმოებში სამეთვალყურეო საბჭოს წევრების ნახევარი დასაქმებულთა და პროფკავშირული გაერთიანებების წარმომადგენლებისგან კომპლექტდება.[174] რა თქმა უნდა, დასაქმებულების დანიშნული დირექტორები, აქციონერების დანიშნული დირექტორების მსგავსად, ვალდებული არიან, იზრუნონ „კომპანიის“ ინტერესებზე და არა იმ ჯგუფზე, რომელსაც წარმოადგენენ. მიუხედავად ამისა, დასაქმებულთა მიერ დანიშნულ დირექტორებს გაცილებით ნაკლები აქვთ საერთო აქციონერთა ინტერესებთან, ვიდრე ეს სახელმწიფო ინტერესების შემთხვევაშია საფრანგეთსა და იტალიაში, განსაკუთრებით, როდესაც სახელმწიფო ადგენს საჯარო ბიუჯეტის შეზღუდვებს, რაც კიდევ უფრო მეტად შესამჩნევს ხდის მისი, როგორც აქციონერის ფინანსურ ინტერესებს. ამასთან, სახელმწიფოს ჩარევა კორპორაციულ მართვაში უფრო ქაოსურად ხდება, ხოლო დასაქმებულთა მიერ დანიშნული დირექტორები გერმანულ საწარმოებს ყოველდღიურად აკონტროლებენ. ჩვენ ვვარაუდობთ (და ამ მოსაზრებას პირველები არ გამოვთქვამთ[175]), რომ გერმანული საწარმოების სამეთვალყურეო საბჭოების ასეთი დაყოფა უფრო მეტად მიზნად ისახავს ტოპმენეჯერების, ესე იგი აღმასრულებელი მენეჯმენტის, გაძლიერებას და არა აქციონერებისას (ან, თუნდაც, დასაქმებულების). სხვაგვარად რომ ვთქვათ, საშუალო მსხვილი გერმანული კომპანია უფრო მეტად სავარაუდოა, რომ იქნება მენეჯერების მხარდამჭერი, ვიდრე ასეთი კომპანია იქნებოდა იტალიისა და საფრანგეთის მსგავს იურისდიქციებში. [176]

[173] ალბათ ამას უკავშირდება, რომ დღეს გერმანიაში დიდი კომპანიების მესაკუთრეთა სტრუქტურა უფრო ჰგავს აშშ-ისა და დიდი ბრიტანეთის კომპანიებისას, რაც დიდი ხნის განმავლობაში ასე არ ყოფილა. იხ. Ringe, note 75, 507–509.

[174] იხ. თავი 4.2.1.

[175] იხ. Katharina Pistor, *Codetermination: A Sociopolitical Model with Governance Externalities* inEmployees and Corporate Governance 171 (Margaret M. Blair and Mark J. Roe eds., 1999).

[176] სხვაგვარად ვერც იქნება, თუ გერმანიის ორსაფეხურიანი ბორდის სტრუქტურა ნაწილობრივ საშუალებას არ იძლევა, რომ კომპანიის ბიზნესგადაწყვეტილებები სხვაგვარად გადაწყდეს სამეთვალყურეო საბჭოს მიერ იმით, რომ ამ გადაწყვეტილებების ნაწილს მენეჯმენტბორდი იღებს. ფართო კომპანიებში მენეჯმენტბორდის ავტორიტეტის კარგი მაჩვენებელია ის, რომ, როგორც წესი, აქციონერების ნაცვლად სამეთვალყურეო საბჭოს წევრობის კანდი-

ამერიკული საკორპორაციო სამართალი უფრო რთული დასახასიათებელია. დელავერის სამართალი, ტრადიციულად, ცენტრში აყენებს ბორდს. მართალია, აქციონერების გამაძლიერებელი ღონისძიებები გატარდა ბოლო რამდენიმე ათწლეულის განმავლობაში,[177] თუმცა, ძირითადად, ფედერალური სამართლის რეფორმისა და არა შტატების კანონმდებლობის ცვლილებების ხარჯზე. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, აქციონერებისა და მენეჯერების ძალაუფლების მიმართება შეიცვალა და მას შემდეგ, რაც აქციების დიდმა ნაწილმა თავი მოიყარა ინსტიტუციური ინვესტორების ხელში, კორპორაციულ მართვაში შეიცვალა პრაქტიკა და ამას მოჰყვა საკორპორაციო სამართლის რეფორმაც. ამის შედეგად აშშ დღეს უფრო ნაკლებად არის მენეჯერებზე ორიენტირებული იურისდიქციების უპირველესი მაგალითი წარსულთან შედარებით.

და ბოლოს, იაპონიის საკორპორაციო სამართალიც შეიძლება უფრო აქციონერებზე ორიენტირებულ სამართლად მივიჩნიოთ, რადგან დირექტორების დანიშვნის ვადა საკმაოდ მოკლეა და მათი გათავისუფლება ადვილია. თუმცა იაპონიაში საკორპორაციო სამართლის მიდგომასა და კორპორაციული სამართლის არსებულ რეალობას შორის სხვაობა გაცილებით დიდია, ვიდრე ნებისმიერ სხვა ძირითად იურისდიქციაში. იაპონიაში, აშშ-ისა და დიდი ბრიტანეთის მსგავსად, კომპანიას მრავალრიცხოვანი აქციონერი ჰყავს,[178] მაგრამ აშშ-თან მიმართებითაც კი მათი აქციონერები უფრო სუსტი, მენეჯერები კი უფრო ძლიერი არიან. მიუხედავად იმისა, რომ ბოლო რეფორმების შედეგად ამის ცვლილება არის მოსალოდნელი, იაპონიაში ბორდში კვლავ დომინირებენ შიდა დირექტორები. შესაბამისად, როგორ ხდება, რომ იაპონიის კორპორაციული მართვის პრაქტიკით ძლიერია მენეჯერების პოზიცია, როცა სამართალი აქციონერებს უფრო წყალობს? რამდენიმე ფაქტორს შეუძლია ამის ახსნა, მათ შორის იმას, რომ მრავალრიცხოვანი აქციონერების მქონე იაპონიაში მეორე მსოფლიო ომის დროიდან კანონები გადმოღებულია გერმანული სამართლიდან, რომელიც უპირატესობას ანიჭებდა აქციონერებს, ასევე იმას, რომ ომის შემდგომ იაპონიის ფეხზე დადგომისათვის დიდი იყო სახელმწიფოს როლი, კომპანიები უფრო ხშირად იღებდნენ სესხს კაპიტალური სახსრების ნაცვლად და იაპონური კომპანიების აქციების ფასები ომის შემდგომ ოთხი ათწლეულის განმავლობაში მუდმივად იზრდებოდა.[179]

დატებს მენეჯმენტბორდი ასახელებს. იხ. note 11.

[177] იხ., მაგ., Edward B. Rock, *Adapting to the New Shareholder-Centric Reality*, 161 University ofPennsylvania Law Review 1907, 1917–1926 (2013).

[178] ერთმა ბოლო კვლევამ აჩვენა, რომ საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებულ კომპანიებს დიდ ბრიტანეთსა და იაპონიაში ყველაზე მეტი აქციონერი ჰყავთ მსოფლიოში, მათ მცირედ ჩამორჩება აშშ. იხ. Clifford G. Holderness,*The Myth of Diffuse Ownership in the United States*, 22 Review of Financial Studies 1377 (2009).

[179] იხ. Masahiko Aoki, Toward an Economic Model of the Japanese Firm, 28 Journal of EconomicLiterature 1 (1990); Ronald J. Gilson and Mark J. Roe, Understanding the Japanese Keiretsu: OverlapsBetween Corporate Governance and Industrial Organization, 102 Yale Law Journal 871 (1993);Steven Kaplan, Top Executive Rewards and Firm

არსებობს კიდევ ერთი ნაწილობრივი პასუხი, რომელიც განსაკუთრებით აქტუალურია დღეს. იაპონიაში ტრადიციულად აქციონერებს მეგობრული დამოკიდებულება აქვთ (*kabushiki mochiai* ან თანააქციონერობა*), რაც ამყარებს ბიზნესურთიერთობებს და იცავს მენეჯმენტის უმაღლესი რგოლის პოზიციებს. ასეთი ბიზნესმოდელი მრავალ შემთხვევაში გვხვდება, თუმცა არც ისე დიდ კომპანიებში და ხშირად ორმხრივიც კი არ არის. მაგრამ მნიშვნელოვანია, რომ ისინი სტაბილური და მენეჯმენტის სასარგებლოა.[180] წინა ათწლეულებში ასეთი „კონტროლირებული“ აქციონერები საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებული კომპანიების არსებული აქციების გაცილებით დიდ ნაწილს ფლობდნენ, დღეს მათ აქციების მხოლოდ ერთი მესამედი ეკუთვნით, რაც მცირედით მეტია იმ აქციებზე, რომელთაც იაპონურ კომპანიებში უცხოელი ინვესტორები ფლობენ.[181] აშშ-ის მსგავსი ჰეჯირების ფონდების აქტიურობა იაპონურ კომპანიებში 2000-იან წლებში წარუმატებელი აღმოჩნდა, განსაკუთრებით თანააქციონერობის გამო,[182] თუმცა, აქციონერთა იდენტობის აღწერილი ცვლილებისა და 1990-იანი წლებიდან მოყოლებული ეკონომიკური სტაგნაციის გამო, დიდ საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებული კომპანიები და იაპონიის მთავრობა უფრო მეტად აქცევს ყურადღებას ინვესტორების მოთხოვნებს.[183] იმავდროულად, როგორც კი თანააქციონერობა გაუქმდება, კანონმდებელმა არსებული იაპონური საკორპორაციო სამართალი შეიძლება ზედმეტად აქციონერების სასარგებლოდ მიიჩნიოს და შესაბამისი ცვლილებები განახორციელოს.

ბოლო თავსატეხი, რომელსაც ამ თავში გადავაწყდით, ეხება მიზეზებს, რომელთა გამოც საუკეთესო პრაქტიკის ერთი მოდელი (დამოუკიდებელი

Performance: A Comparison of Japan and the U.S., 102Journal of Political Economy 510 (1994).

[180] იხ. Julian Franks, Colin Mayer, and Hideaki Miyajima, *The Ownership of Japanese Corporations in the 20th Century*, 27 Review of Financial Studies 2580 (2014). ჩვენს პოზიციას არ ვაფიქსირებთ იმ მიმდინარე დებატის თაობაზე, რამდენად მნიშვნელოვანია *Keiretsu* ან კომპანიების ქსელი, რომლებსაც საერთო აქციონერები ჰყავთ და მათი ურთიერთობები „მთავარ ბანკთან“. შეადარე Curtis Milhaupt and Mark D. West, Economic Organizations and Corporate Governance in Japan: The Impact of Formal and Informal Rules (2004) with J. Mark Ramseyer and Yoshiro Miwa, The Fable of the Keiretsu, Urban Legends of the Japanese Economy, ch. 2 (2006).

[181] 1986 წელს მენეჯერების მომხრე კომპანიები, ბანკები და სადაზღვევო კომპანიები შეადგენდნენ საბაზრო კაპიტალიზაციის 60%-ზე მეტს. ეს შეფარდება 2012 წელს 30%-ს მცირედ აღემატება; მეორე მხრივ, უცხოური ინვესტორების აქციები 1986 წლის 5%-იანი მაჩვენებლიდან 28%-ამდე გაიზარდა 2012 წლის მდგომარეობით. თუმცა აღსანიშნავია, რომ გადამკვეთი აქციონერების ოდენობა მცირდება უფრო მეტად დიდ საჯარო კომპანიებში და უფრო ნაკლებად პატარა და საშუალო ზომის საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებულ კომპანიებში. იხ. Goto, note 23, at 144–146.

[182] იხ. Goto, note 23, at 140–144. მომავალში გამოჩნდება, დაბრუნდებიან თუ არა აშშ-ის სტილის ჰეჯირების ფონდები იაპონიაში, რომ სრულად ისარგებლონ იაპონიის აქციონერების სასარგებლო კანონმდებლობით.

[183] მთავრობის ასეთი დამოკიდებულების მაგალითია ჯენტლმენობის კოდექსისა და კორპორაციული მართვის კოდექსის მიღება. იხ. notes 89 and 114.

დირექტორები და სამი კომიტეტის სტრუქტურა) უმეტესად დომინირებს კორპორაციული მართვის რეფორმებში ჩვენს ყველა ძირითად იურისდიქციაში მაშინ, როცა წარმომადგენლობის პრობლემა, რომელსაც ეს მოდელი პასუხობს, – მენეჯერები აქციონერთა კლასის წინააღმდეგ, – არსებობს ისეთ იურისდიქციებში, სადაც კომპანიას მრავალრიცხოვანი აქციონერი ჰყავს. ასეთია სწორედ აშშ და დიდი ბრიტანეთი.

აშკარა შეკითხვა საუკეთესო პრაქტიკასთან დაკავშირებით შემდეგია: რატომ ერგება ერთი მოდელი ყველა იურისდიქციას, როცა მესაკუთრეთა სტრუქტურის თვალსაზრისით ისინი დრამატულად განსხვავდებიან ერთმანეთისგან? ერთი სავარაუდო ახსნა არის ფართო სპექტრის პროფილაქტიკური ჰიპოთეზა: [184] კარგი მმართველობის *იგივე* მოდელი დამოუკიდებელი დირექტორებისა და ბორდის კომიტეტების სახით როგორღაც ასევე ეფექტურად პასუხობს წარმომადგენლობის სხვა პრობლემებს: არა მარტო მენეჯერებისა და აქციონერების კონფლიქტს, არამედ კონფლიქტს დომინანტ და მინორიტარ აქციონერებს და აქციონერებს და ინტერესთა სხვა ჯგუფებს შორის. ამ საკითხს მე-4 თავში განვიხილავთ. საერთო ჯამში, ეს უნდა ნიშნავდეს, რომ ფორმულა სხვადასხვა დანიშნულებისაა სხვადასხვა კონტექსტში. მაგალითად, დამოუკიდებელი დირექტორების საშუალებით შეიძლება გაიზარდოს აქციონერების ძალაუფლება იაპონიაში და გამყარდეს აქციონერების დომინაცია დიდ ბრიტანეთში, როცა ტრადიციულად ეს მოდელი აშშ-ში გამოიყენებოდა, რათა ძალაუფლება მინიჭებოდა ბორდს და არა აქციონერებს. მაშინ იბადება შეკითხვა: მსგავსება საუკეთესო მმართველობის პრაქტიკის შინაარსთან დაკავშირებით მართლაც ფუნქციური მსგავსებაა, თუ მხოლოდ სტილისტური, რომლის ქვეშაც იმალება მუდმივი განსხვავებები კორპორაციული მართვის რეალურ სტრუქტურაში სხვადასხვა იურისდიქციის მიხედვით.[185]

თუმცა მეორე სავარაუდო განმარტება ის არის, რომ საერთაშორისო საუკეთესო პრაქტიკა უმეტესად ორნამენტულია ისეთ იურისდიქციებში, სადაც აქციათა საკონტროლო პაკეტი ეკუთვნის ერთეულ აქციონერებს, რადგან დომინანტ აქციონერებს კვლავ აქვთ მთლიანი ბორდის დანიშვნისა და გათავისუფლების უფლება, ნომინალურად დამოუკიდებელი დირექტორების ჩათვლით. ამის გათვალისწინებით, მაკონტროლებელი აქციონერები რეალური ძალაუფლების სახით ბევრს არ კარგავენ, მათ კორპორაციებს კი აქვთ ყველა ის მახასიათებელი, რასაც საერთაშორისო ინვესტორები მოელიან. ალბათ, უფრო დამაბნეველია, რატომ ანიჭებენ ინვესტორები რაიმე მნიშვნელობას ასეთ ნიშნებს. აქ, უბრალოდ, უნდა აღვნიშნოთ, რომ ინვესტორების კოორ-

[184] იხ. სექცია 3.3.1.

[185] ფორმალური მსგავსება, რომელიც ფარავს კორპორაციული სამართლის შინაარსობრივ სხვაობებს, ფორმალური განსხვავებების ნატურალური სახეა, რომელიც ფარავს ფუნქციურ მსგავსებებს. იხ. Ronald J. Gilson, *GlobalizingCorporate Governance: Convergence of Form or Function*, 49 American Journal of Comparative Law329 (2001).

დინაციის ხარჯები რამდენიმეჯერ იზრდება, როდესაც ისინი უცხოეთში ახორციელებენ ინვესტიციებს. აქტივისტი ინვესტორებიც კი, რომლებიც, როგორც ვნახეთ, მზად არიან, თავიანთი ხარჯით მოიპოვონ საწარმოს მმართველობასთან დაკავშირებული ინფორმაცია, თავიანთ ადგილობრივ ინიციატივებთან შედარებით გაცილებით ნაკლებად აქტიური არიან საზღვარგარეთ განხორციელებული საინვესტიციო პროექტების დროს.[186]

შენიშვნა:

* *ავტორის კომენტარი:* "cross-shareholding" ანუ თანააქციონერობა მიღებული პრაქტიკაა იაპონიაში, როდესაც კომპანიები ერთმანეთის კაპიტალში აქციებს ფლობენ.

[186] Becht et al., note 18.

4

მმართველობის ძირითადი სტრუქტურა: მინორიტარი აქციონერები და არააქციონერი ჯგუფები

ჯონ არმორი, ჰენრი ჰანსმანი, რაინერ კრაკმანი, მარიანა პარგენდლერი

კორპორაციული მართვის სისტემა აქციონერების, როგორც კლასის, ინტერესებს იცავს. მიუხედავად ამისა, საკორპორაციო სამართალს უხდება, და ამას აკეთებს კიდეც, რომ რაღაც დოზით მოაგვაროს წარმომადგენლობის ის კონფლიქტები, რომლებიც ეწინააღმდეგება მინორიტარი აქციონერებისა და არააქციონერი სახელშეკრულებო ჯგუფების ინტერესებს. სწორედ აქ ჩნდება პრობლემა. იმისათვის, რომ შეამციროს მინორიტარი აქციონერების ან არააქციონერი ჯგუფების წარმომადგენლობის პრობლემა, მმართველობის რეჟიმმა უნდა შეზღუდოს მაჟორიტარი აქციონერის ძალაუფლება და ამით გაამწვავოს მენეჯერების წარმომადგენლობის პრობლემა. და პირიქით, მმართველობის სქემა, რომელიც მენეჯერების წარმომადგენლობის ხარჯებს ამცირებს იმით, რომ მეტ ძალაუფლებას ანიჭებს მაჟორიტარ აქციონერებს, სავარაუდოა, რომ გაამწვავებს წარმომადგენლობის პრობლემებს, რომლებიც ექმნებათ მინორიტარ აქციონერებსა და არააქციონერ ჯგუფებს მაკონტროლებელი აქციონერების გამო.

ამ თავში, პირველ რიგში, განვიხილავთ მინორიტარი აქციონერების დაცვის მეთოდებს და შემდეგ შევეხებით მმართველობის მოდელს, რომელიც იცავს საწარმოს დასაქმებულებს – ძირითადი არააქციონერი ინტერესთა ჯგუფი, რომელსაც უფლების სახით აქვს დაცვის უფლება ზოგიერთ იურისდიქციაში. მე-5 თავში განვიხილავთ კრედიტორებისთვის მინიჭებულ დაცვის მექანიზმებს.

მართალია, საკორპორაციო სამართალი, ძირითადად, აწესრიგებს კორპორაციასა და მის სახელშეკრულებო მხარეებს შორის ურთიერთობებს, ზოგჯერ მას უწევს ისეთი გარე ინტერესთა ჯგუფების დაცვა, რომლებიც უცხოა საკორპორაციო ფორმისთვის.[1] ამ თავის ბოლო ნაწილი ეძღვნება საკორპორაციო სამართლის იმ სამართლებრივი სტრატეგიების განხილვას, რომლებიც ემსახურება არასახელშეკრულებო ჯგუფების ინტერესებს.

[1] იხ. თავი 1.5.

4.1 წარმომადგენლობის სამი პრობლემა

ემპირიული კვლევით ნათლად დოკუმენტურად დადასტურებულია, რომ დომინანტ აქციონერებს აქვთ „კონტროლის კერძო სარგებელი“ ანუ არაპროპორციული მოგება, რომელსაც ისინი ხშირად მინორიტარი აქციონერების ხარჯზე იღებენ.[2] ასეთი სარგებელი გამოიხატება იმ მოგებაში (premium), რომელსაც აქციონერები საკონტროლო პაკეტის გაყიდვისთვის იღებენ და ფასის იმ სხვაობაში, რომელიც საჯარო კომპანიაში არსებობს ერთი კომპანიის აქციებს შორის, ამ აქციის თანმდევი ხმების რაოდენობის მიხედვით. ორივე საზომი ხშირად იმის ზოგადად მაჩვენებლად მიიჩნევა, რა მასშტაბით ხდება მინორიტარი აქციონერების ექსპროპრიაცია.[3] დაცვის სხვადასხვა ზომა, რომლებსაც სხვადასხვა იურისდიქციის კორპორაციული მართვა უწესებს მინორიტარ აქციონერებს, რაღაც დოზით ხსნის ამ ინდიკატორების ცვლილებების ხარისხს.

4.1.1 აქციონერების დანიშვნის უფლებები და გადახვევა წესიდან – ერთი აქცია შეესაბამება ერთ ხმას

მინორიტარი აქციონერების დაცვის ერთ-ერთი მეთოდია მათთვის ერთი ან რამდენიმე დირექტორის დანიშვნის უფლების მინიჭება. კონკრეტულად საკორპორაციო სამართალმა შეიძლება გააუმჯობესოს მინორიტარი აქციონერების დანიშვნის უფლებები იმით, რომ გამოყოს დირექტორის პოზიცია, რომელიც აუცილებლად მინორიტარმა აქციონერებმა უნდა აირჩიონ ან გაზარდოს მინორიტარი აქციონერების ხელში არსებული ხმების ოდენობა დირექტორების დანიშვნის პროცესში. ისინი თუ მხოლოდ ერთ დირექტორს შეარჩევენ, მათთვის მაინც სასარგებლო შედეგია, რადგან წვდომა ექნებათ ინფორმაციაზე და ექნებათ საშუალება, რომ დამოუკიდებელ დირექტორებთან ერთად შექმნან კოალიცია. რა თქმა უნდა, პარტნიორთა შეთანხმებები და წესდებები ითხოვენ, რომ მინორიტარმა აქციონერებმა დანიშნონ თავისი დირექტორი. ამასთან, სამართალმა შეიძლება მსგავს შედეგს მიაღწიოს უფრო ზოგადი მოთხოვნით, მაგალითად, დაადგინოს კუმულაციური ან პროპორციული კენჭისყრა, რაც მინორიტარი აქციონერების შედარებით დიდ გაერთიანებებს საშუალებას მისცემს, რომ ერთი ან მეტი დირექტორი აირჩიონ. ამასთან, კანონმდებლებს შეუძლიათ, მინორიტარი დირექტორების ძალაუფლება გაზარდონ, თუ მათ მიანიჭებენ კომიტეტში

[2] იხ. Tatiana Nenova, *The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis*, 68Journal of Financial Economics 325, 336 (2003) (კერძო სარგებლის გამოსათვლელად იყენებს აქციის ფასების ცვლილებას დუალისტური კლასისთვის); Alexander Dyck and Luigi Zingales, *Private Benefits of Control: AnInternational Comparison*, 59 Journal of Finance 537, 551 (2004) (კერძო სარგებლის გამოსათვლელად იყენებს საკონტროლო პაკეტის გაყიდვის შედეგად მიღებულ პრემიას).

[3] იხ. note 136 და თანმხლები ტექსტი.

განსაკუთრებულ როლს ან ბორდის ზოგიერთი ტიპის გადაწყვეტილების ვეტოს უფლებას.[4]

თუმცა მნიშვნელოვანია, რომ ჩვენს ძირითად იურისდიქციებში იშვიათია საკორპორაციო სამართლის წესები, რომლებიც სავალდებულოდ ითხოვს მინორიტარი დირექტორების ყოლას ბორდში. იტალიაში სავალდებულოა მინორიტარების წარმომადგენლის ყოფნა საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებული კომპანიების ბორდში.[5] ბრაზილია 10 ან 15%-ზე მეტი აქციების (პრეფერენციული ან ჩვეულებრივი) მქონე აქციონერებს ბორდის წევრის დანიშვნის უფლებას ანიჭებს, ასევე ხმის უფლების მქონე აქციების 10%-ზე მეტის მფლობელ აქციონერებს შეუძლიათ კუმულაციური წესით ხმის მიცემის მოთხოვნა.[6] თუმცა ამ პროცენტული ზღვრების მიღწევასთან დაკავშირებული კოორდინაციული ხარჯების გამო უფრო ხშირად ამ უფლებებით რამდნიმე აქციონერი უფრო უკეთ სარგებლობს, ვიდრე მრავალრიცხოვანი აქციონერების ჯგუფი. კუმულაციური წესით ხმის მიცემა იაპონიაში ხმის მიცემის მთავარი საკანონმდებლო წესია,[7] თუმცა საწესდებო ჩანაწერებით ამ წესს მუდმივად გამორიცხავენ. საფრანგეთში, იტალიასა და აშშ-ში საწარმოებს შეუძლიათ, კუმულაციური წესით ხმის მიცემა აირჩიონ, თუმცა საჯაროდ მოვაჭრე საწარმოები ამას იშვიათად ირჩევენ;[8] გერმანიაში კი დავა მიმდინარეობს კომენტატორებს შორის, რამდენად დაშვებულია საჯარო კორპორაციაში კუმულაციური წესით ხმის მიცემა.[9] დიდ ბრიტანეთში, პრემიუმლისტინგის კომპანიებში, რომელთაც

[4] მაგალითად, რუსეთის სააქციო კომპანიების შესახებ კანონის 78-ე მუხლი ადგენს, რომ დიდ გარიგებებს, მათ შორის, ისეთებს, რომლებიც ეხება მაკონტროლებელი აქციონერების ინტერესებს, ერთხმად უნდა დაეთანხმოს ყველა დირექტორი. შედეგად, „არადაინტერესებულ“ მინორიტარ დირექტორებს შეუძლიათ, დაბლოკონ კომპანიასა და მაკონტროლებელ აქციონერს ან მენეჯერს შორის დასადები გარიგება. ბრაზილიაში მინორიტარი აქციონერების მიერ დანიშნულ დირექტორებს აქვთ ვეტოს უფლება დამოუკიდებელი აუდიტორების კანდიდატების დანიშვნასა და გათავისუფლებაზე. Art. 142,§ 2º Lei das Sociedades por Ações.

[5] Art. 147-3 Consolidated Act on Financial Intermediation (ითხოვს, რომ მინორიტარმა აქციონერებმა, სულ მცირე, ერთი დირექტორი აირჩიონ).

[6] Art. 141 Lei das Sociedades por Ações. თუ არც ერთი ჯგუფი არ აკმაყოფილებს შესაბამის ზღვარს, მათ შეუძლიათ, ხმები გააერთიანონ და ერთობლივად დანიშნონ ბორდის წევრი. იხ., ასევე, Art. 239 (უფლებას აძლევს მინორიტარ აქციონერებს, სახელმწიფოს კონტროლირებულ საწარმოებში ერთი ბორდის წევრი დანიშნონ).

[7] Art. 342 Companies Act.

[8] მეოცე საუკუნის დასაწყისში კუმულაციური ხმის მიცემა ხშირი იყო აშშ-ში. იხ., მაგ., Jeffrey N. Gordon, *Institutions as Relational Investors: A New Look at Cumulative Voting*, 94 Columbia Law Review 124 (1994); cf. §§ 708(a) და 301.5(a) კალიფორნიის კორპორაციული კოდექსი (შესაბამისად სავალდებულოს ხდიდა კუმულაციურ ხმის მიცემას და საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებულ კომპანიებს უფლებას აძლევდა, უარი ეთქვათ ასეთი ფორმით ხმის მიცემაზე).

[9] იხ. Mathias Siems, Convergence in Shareholder Law 172 (2008). უმრავლესობა თანხმდება, რომ პროპორციული ხმის მიცემა დასაშვებია, თუმცა არც ერთ მნიშვნელოვან გერმანულ კორპორაციას ასეთი მუხლი არ გაუთვალისწინებია თავის წესდებაში. იხ. ასევე Paul L. Davies and Klaus J. Hopt, *Boards in Europe – Accountability and Convergence, 61 American Journal of Comparative Law 301 (2013) (აღნიშნულია, რომ კუმულაციურმა ხმის მიცემამ ევროპაში დიდი მხარდაჭერა ვერ პოვა).*

ჰყავთ მაკონტროლებელი აქციონერი, პრემიუმლისტინგის წესები მინორიტარ ინვესტორებს „ექსპრესიულ“ ვეტოს უფლებას ანიჭებს დამოუკიდებელი დირექტორების დანიშვნის შემთხვევაში. მათი დანიშვნა თავდაპირველად უნდა დაადასტუროს ყველა, მათ შორის მინორიტარმა, აქციონერმა. თუ ასეთი თანხმობა არ არსებობს, მაშინ აქციონერთა უმრავლესობას შეუძლია მათი არჩევა „დაწყნარების“ 90-იდან 120 დღემდე პერიოდის გასვლის შემდეგ.[10]

მინორიტარების დასაცავად დანიშვნის უფლებების პირდაპირ გამოყენება იშვიათად ხდება, თუმცა ყველა იურისდიქცია აწესრიგებს ხმების განაწილებას აქციათა საკუთრების მიხედვით, რაც, საბოლოოდ, გავლენას ახდენს აქციონერთა დანიშვნისა და გადაწყვეტილების მიღების უფლებებზე. საკორპორაციო სამართალში მთავარი წესია, რომ ერთ აქციას აქვს ერთი ხმის უფლება. ხმის უფლების აქციების რაოდენობის პროპორციულად განაწილება აწესრიგებს ეკონომიკურ რისკებს და ანაწილებს კონტროლს საწარმოს შიგნით, თუმცა ოპორტუნისტმა მაკონტროლებელმა აქციონერებმა შეიძლება ეს მინორიტარი აქციონერების საზიანოდ გამოიყენონ. იმავდროულად, როცა პირის კონტროლი მაღალია, – შეიძლება იმიტომ, რომ კანონი სათანადოდ ვერ ზღუდავს მაჟორიტარი აქციონერის ოპორტუნიზმს, ან შეიძლება იმიტომ, რომ მაკონტროლებელი აქციონერის გარეშე ძალიან დიდი იქნებოდა მენეჯერების წარმომადგენლობის ხარჯი, – ფულის დინებასა და ხმის უფლებას შორის პროპორციულობის გამო შეიძლება კომპანიას გაუჭირდეს კაპიტალის მოზიდვა და სარგებლიანი საინვესტიციო შესაძლებლობების გამოყენება.[11] ამის შედეგად ჩვენს იურისდიქციებში ხშირად ხდება აქციონერთა დანიშვნისა და გადაწყვეტილების მიღების უფლებების ცვლილება ორივე მიმართულებით, ანუ იზღუდება დომინანტი აქციონერის ძალაუფლება და მათ საშუალება აქვთ, ეს ძალაუფლება სხვადასხვა გზით გაზარდონ.

ყველა იურისდიქციაში გარკვეულ ფარგლებში დაშვებულია გადახვევა წესიდან – ერთი აქცია უდრის ერთი ხმას, რაც ნებას რთავს დომინანტ აქციონერებს, რომ კორპორაცია აკონტროლონ. ასეთ მექანიზმებს შორისაა: დუალური კლასის საწესდებო სტრუქტურა განსხვავებული ხმის მიცემის უფლებებით*, ცირკულარული აქციონერები** და მესაკუთრეთა პირამიდული სტრუქტურა. ჩვენი მთავარი იურისდიქციები ერთნაირად კრძალავენ ცირკულარულ სქემებს[12] და ხმის უფლების შეძენას ისეთი მხარეების მიერ, რომლებიც აქცი-

[10] UK Listing Rules, 9.2.2E and 9.2.2F.

[11] იხ., მაგ., Kristian Rydkvist, *Dual-class Shares: A Review*, 8 Oxford Review of Economic Policy 45 (1992).

[12] იურისდიქციების უმეტესობა შვილობილ კომპანიებს უკრძალავს გამოიყენოს მშობელ კომპანიაში ხმის მიცემის უფლება: Art.L. 233–31 Code de commerce (France); Art. 2359–II Civil Code (Italy); Art. 308(1) Companies Act (Japan); § 160(c) Delaware General Corporation Law; § 135 Companies Act 2006 (UK). გერმანული, ბრაზილიური და იაპონური სამართალი შვილობილ კომპანიებს უკრძალავს მშობელი კომპანიის კაპიტალში აქციების ფლობას, გარდა იმ შემთხვევისა, როცა არსებობს განსაკუთრებული გარემოებები (§71d AktG; Art. 244 Lei das Sociedades por Ações; Art. 135 Companies Act). რამდენიმე ქვეყანა, მათ შორის,

ონერების, როგორც კლასის, ანტაგონისტები არიან.[13] თუმცა ისინი ადგენენ განსხვავებულ საშუალებებს იმავე მიზნების მისაღწევად.

გერმანიასა და ბრაზილიაში ყველაზე მკაცრად არის აკრძალული აქციონერების ძალაუფლების გაზრდის მიზნით ძირითადი წესიდან (ერთი აქცია – ერთი ხმა) გადახვევა: ორივე ქვეყანაში აკრძალულია აქციების გამოშვება, რომელიც ითვალისწინებს რამდენიმე ხმის მიცემის უფლებას და ხმის უფლების გარეშე ან პრეფერენციული აქციების რაოდენობა გამოშვებული აქციების 50%-ს არ უნდა აღემატებოდეს.[14] ბრაზილიაში, სადაც დუალური კლასის საწარმოები ისტორიულად საკმაოდ ბევრია, „*Novo Mercado*“, სან-პაულუს საფონდო ბირჟის პრემიუმსეგმენტის წესები პირდაპირ კრძალავს ხმის გარეშე აქციების გამოშვებას.[15] თუმცა არც ამ იურისდიქციებშია მოწესრიგებული მე-

იტალია, საფრანგეთი და გერმანია, ასევე კრძალავს საერთო აქციონერების მქონე კომპანიების მიერ ხმის მიცემას, თუნდაც ისინი არ წარმოადგენდნენ შვილობილ და მშობელ კომპანიებს. იხ. Shearman & Sterling, LLP, Proportionality Between Ownership and Control in EU Listed Companies: Comparative Legal Study 17 (2007) at http://www.ecgi.de/osov/final_report.php.

[13] კონტროლის უფლებებისა და ფულის მიმოცვლის უფლებების გაყოფის შედარებით ნაკლებად ტრადიციული მაგალითია ე.წ. „ცარიელი ხმის მიცემა“, როდესაც ინვესტორები იყენებენ კაპიტალის გასესხებას, კაპიტალურ სვაპებს, ან სხვა დერივატივებს, რომ შეიძინონ „შიშველი“ ხმები კორპორაციებში, სადაც მათ შეიძლება ნეგატიური ეკონომიკური ინტერესიც კი ჰქონდეთ (ესე იგი, ისინი მოგებას იღებენ, თუ აქციის ფასი შემცირდება და არა პირიქით). იხ. Henry T.C. Hu and Bernard Black, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, 79 Southern California Law Review 811 (2006). ცარიელი ხმის მიცემა, ისევე როგორც ხმების მოსყიდვა, შეიძლება აქციონერთა კეთილდღეობის საზიანოდ გამოიყენებოდეს. მიუხედავად მცდელობებისა, რომ ეკონომიკური ინტერესები მეტად ტრანსპარენტული იყოს, ფორმალური საკუთრების უფლებებისგან განსხვავებით არცერთი იურისდიქცია არ ითვალისწინებს ინფორმაციის ღიაობის წესებს, რომლებითაც გამჟღავნდება ცარიელი ხმის მიცემის პრაქტიკა. იხ. Wolf-Georg Ringe, The Deconstruction of Equity 162–99 (2016).

[14] იხ. §§ 12 II and 139 II Aktiengesetz AktG (Germany); and Arts. 15, § 2o, and 110, § 2o, Lei das Sociedades por Ações (Brazil). თუმცა, ბრაზილიაში, კომპანიებმა ბოლო დროს შეიმუშავეს სქემა, რომ გვერდი აუარონ მულტიხმის მიცემის აკრძალვას, კერძოდ, შექმნეს ფუნქციურად ეკვივალენტური დუალისტური კლასის სტრუქტურა, სადაც საჯარო შეძენილ აქციას აქვს *ეკონომიკური* უფლებები, რომლებიც შიდა პირებისთვის მინიჭებულ უფლებების რამდენჯერმე ნამრავლს წარმოადგენს. ბრაზილიის ფასიანი ქაღალდების კომისიამ (CVM) დასაშვებად ცნო ეს სტრუქტურა 2013 წლის *ამბულის* საქმეში. საფრანგეთში აქციები ხმის მიცემის გარეშე არ უნდა აღემატებოდეს გამოშვებული აქციების 25 პროცენტს. Arts. L. 228–11 to L. 228–20 Code de com- merce. 2014 წელს იტალიამ ნაწილობრივ გააუქმა რამდენიმე ხმის უფლების მქონე აქციების შეზღუდვა: ის კომპანიებს, რომლებიც საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებული არ არიან, ნებას რთავს, გამოუშვას აქციები, მაქსიმუმ, სამი ხმით. ასეთი კომპანიები შეიძლება მოგვიანებით საჯარო გახდეს, თუმცა არსებული რამდენიმეხმიანი აქციების რაოდენობას ვერ გაზრდიან. შენარჩუნებულია მოთხოვნა, რომ ხმის გარეშე და შეზღუდული ხმის უფლების მქონე აქციების რაოდენობა 50 პროცენტს არ უნდა აღემატებოდეს. იხ. Art. 2351 Civil Code, ცვლილებებით (იტალია). გერმანიის და ბრაზილიის მსგავსად, იაპონიაც ასეთივე 50 პროცენტიან ზღვარს აწესებს ხმის უფლების გარეშე და შეზღუდული ხმის უფლების მქონე აქციებზე: Arts. 108(1)(iii) and 115 Companies Act.

[15] განხილვისთვის იხ. Ronald J. Gilson, Henry Hansmann, and Mariana Pargendler, *Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the United States, and the European Union*, 63 Stanford Law Review 475, 489–90 (2011).

საკუთრეთა პირამიდული სტრუქტურა (სადაც კომპანია „ა“-ს ეკუთვნის ხმების უმრავლესობა კომპანია „ბ“-ში, კომპანია „ბ“-ს ეკუთვნის ხმების უმრავლესობა კომპანია „გ“-ში და ა.შ.),[16] რომლებიც ფულის მიმდინარეობისა და ხმის უფლებების გამიჯვნის კუთხით სწორედ დუალური კლასის აქციების ფუნქციას ასრულებს.[17] აშშ, პირიქით, განსაკუთრებულად მკაცრად კრძალავს, ან არ ახალისებს პირამიდული სტრუქტურის გამოყენებას, რადგან აშშ-ში არსებობს მფლობელი კომპანიების რეგულაციები და ქონების შიდაკორპორაციული განაწილების საგადასახადო ტვირთი.[18]

ამის მსგავსად, ევროპულ იურისდიქციებში დაშვებულია ისეთი აქციების გამოშვება, როდესაც აქციისთვის ხმის მინიჭება დამოკიდებულია მინიმუმ პერიოდზე, რომლის განმავლობაშიც პირი უნდა დარჩეს აქციონერად. მაგალითად, იტალიის სამართლით ახლახან დადგინდა იმ აქციონერებისთვის კვალიფიციური ხმის უფლების მინიჭება, რომლებიც აქციებს სულ მცირე ორი წლის განმავლობაში ფლობენ.[19] ეს მექანიზმი დიდი ხანია, ასარჩევად არსებობდა საფრანგეთში, თუმცა 2014 წელს, დაუფლებების შესახებ აშკარად დაცვისკენ მიმართული კანონმდებლობით, ეს საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებული კომპანიებისთვის ძირითად წესად დადგინდა. თუ კომპანიები ამ წესზე უარს არ იტყვიან, აქციების ხმის უფლება ორმაგდება, თუკი აქციები ორი წლის განმავლობაში ერთი აქციონერის ხელში იყო.[20] მიიჩნევა, რომ ასეთი „ვადიანი ხმის მიცემის უფლება“ გამართლებულია, რადგან ის იცავს აქციონერების შორსმიმავალ პერსპექტივაზე მოქმედ ინტერესებს მოკლევადიან პერსპექტივაზე მოქმედ აქციონერებთან შედარებით,[21] თუმცა აქვე აღსანიშნავია, რომ ეს მექანიზმი ზრდის მაკონტროლებელი აქციონერების ძალაუფლებას გარეშე ინვესტორებთან შედარებით.

აშშ-სა და დიდ ბრიტანეთში ნებადართულია, სხვადასხვა კლასის აქციაზე ფულის მიღებისა და ხმის მიცემის უფლების ნებისმიერი კომბინაცია ვრცელ-

[16] ამის შედეგად პირამიდული საწარმოები გაჩნდნენ ბრაზილიის Novo Mercado-ზე, ასევე სხვაგანაც.

[17] იხ., მაგ., Lucian A. Bebchuk, Reinier Kraakman, and George Triantis, *Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights*, in Concentrated Corporate Ownership 445 (Randall K. Morck ed., 2000).

[18] იხ. Steven A. Bank and Brian R. Cheffins, *The Corporate Pyramid Fable*, 84 Business History Review 435 (2010); Eugene Kandel, Konstantin Kosenko, Randall Morck, and Yishay Yafeh, *The Great Pyramids of America: A Revised History of US Business Groups, Corporate Ownership and Regulation, 1930–1950*, NBER Working Paper No w19691 (2015).

[19] Art. 129-V Consolidated Act on Financial Intermediation, 2014 წელს განხორციელებული ცვლილებებით. ამ მექანიზმმა შეიძლება რეალურად გააძლიეროს სახელმწიფოს, როგორც აქციონერის ძალაუფლება.

[20] Art. L. 225-123 Code de commerce, როგორც შეიცვალა Loi. No. 2014-384 2014 წლის 29 მარტს (ცნობილი როგორც “Loi Florange”). იხ. ასევე თავი 8.2.3.

[21] იხ. თავი 3.2.

დებოდეს, თუმცა, აშშ-ისა და იაპონიის საფონდო ბირჟის წესებით, აკრძალულია ისეთი რეკაპიტალიზაცია, რომელიც გამოშვებული აქციების ხმის უფლების შემცირებას იწვევს.[22] როცა ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟის წესებით მეოცე საუკუნის განმავლობაში აკრძალული იყო პროპორციული ხმის მიცემის ცვლილება, დუალური კლასის აქციები კვლავ პოპულარული გახდა მედიასა და მაღალტექნოლოგიურ კორპორაციებში.[23] აშშ-მა მაღალი პროფილის დუალისტური კომპანიები საზღვარგარეთიდანაც კი მიიზიდა: მაგალითად, ჩინური ელექტრონული ვაჭრობის გიგანტი „ალი ბაბა“ საჯაროდ ვაჭრობს აქციებით ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟაზე მას შემდეგ, რაც ვერ გავიდა სავაჭროდ ჰონგ-კონგის საფონდო ბირჟაზე, სადაც დღემდე დაშვებულია წესი „ერთი აქცია – ერთი ხმა“. დიდ ბრიტანეთში, სადაც ინსტიტუციურმა ინვესტორებმა წარმატებით შეძლეს დუალისტური კლასის აქციების პრაქტიკიდან ამოღება,[24] პრემიუმბაზრის სეგმენტი დღეს ექსკლუზიურად იმ კომპანიებისთვის არსებობს, ვისაც პროპორციული ხმების უფლებებით აღჭურვილი აქციებით ვაჭრობა სურთ.[25] შესაბამისად, მართალია, წესის – „ერთი აქცია – ერთი ხმა“– იურიდიული ბაზა საკმაოდ შეზღუდულია, ჩვენი ყველა ძირითადი იურისდიქცია გარკვეული ფორმით ზღუდავს ხმის უფლების განსაკუთრებით საზიანო ფორმით გამოყენებას.

გაცილებით იშვიათია მეთოდები, რომლებითაც აქციონერთა კონკრეტული ჯგუფის უფლებების *გაძლიერების* ნაცვლად, უბრალოდ, *მცირდება* მსხვილი აქციონერების ხმები მცირე აქციონერების სასარგებლოდ. ალბათ, ამის ყველაზე ცნობილი მეთოდი არის „ხმების შემოსაზღვრა“, რაც გულისხმობს მსხვილი აქციონერების საკონტროლო უფლებებზე ზედა ზღვრის განსაზღვრას, რაც, შესაბამისად, ზრდის მცირე აქციონერების ხმათა უფლებებს. მაგალითად, დანაწესი, რომ არცერთ აქციონერს არ შეუძლია ხმების 5%-ზე მეტის მიცემა, კონტროლის უფლების 75%, რომელსაც სხვა შემთხვევაში გამოიყენებდა 20%-ის მფლობელი აქციონერი, გადადის 5%-ის მქონე აქციონერის ხელში.

[22] იხ. Rule 313 NYSE Listed Company Manual and Rule 4351 NASDAQ Marketplace Rules (საჯაროდ მოვაჭრე კომპანიაში საჯარო ვაჭრობის შედეგად შეძენილი აქციების მფლობელი აქციონერების ხმის მიცემის უფლება ვერ შემცირდება ან შეიზღუდება რომელიმე კორპორაციული ქმედებისა თუ დამატებითი აქციების გამოშვების შედეგად). იხ. ასევე Tokyo Stock Exchange, Securities Listing Regulations, Rule 601(1)(xvii) and Enforcement Rules for Securities Listing Regulations, Rule 601(4)(xiv) (კრძალავს არაგონივრულ *ex post* შეზღუდვებს აქციონერის ხმის უფლებებზე).

[23] ცნობილ მაგალითებს წარმოადგენს News Corporation, Google (now Alphabet), Facebook, და LinkedIn, სადაც „სუპერხმის მიცემის“ საშუალებით დამფუძნებელმა აქციონერებმა, რომლებსაც ღირებული როლი აქვთ კომპანიაში, შეძლეს კორპორაციაში კონტროლის შენარჩუნება, მიუხედავად იმისა, რომ აქციების უმრავლესობა არ ეკუთვნით.

[24] იხ. Julian Franks, Colin Mayer, and Stefano Rossi, *Spending Less Time with the Family: The Decline of Family Ownership in the United Kingdom*, in A History of Corporate Governance Around the World 581, 604 (Randall K. Morck ed., 2005).

[25] UK Listing Rule 7.2.1A, Premium Listing Principle 4.

გერმანიისა და იაპონიის გამოკლებით,[26] ყველა დანარჩენი ძირითადი იურისდიქცია უშვებს საჯაროდ მოვაჭრე კორპორაციების მიერ წესდების ჩანაწერით ხმების შეზღუდვას. თუმცა დღეს ამ მეთოდის გამოყენების მთავარი მოტივი, მინორიტარი აქციონერების დაცვაზე მეტად, დაუფლების მცდელობების შეჩერებაა. ასეთი შეზღუდვები, ძირითადად, გვხვდება საწარმოებში, სადაც არ არსებობს მაკონტროლებელი ბლოკი, რითაც თავიდან ირიდებენ ასეთი ბლოკის შექმნას და ისინი არ წესდება იმისთვის, რომ არსებული ბლოკის მიერ ხმის უფლების გამოყენება შეიზღუდოს. შემოსაზღვრული ხმები დღეს უფრო გვხვდება საფრანგეთში და, შედარებით ნაკლებად, იტალიასა და ბრაზილიაში.[27]

4.1.2 მინორიტარი (უმცირესობაში მყოფი) აქციონერების გადაწყვეტილების მიღების უფლებები

დანიშვნის უფლებების მსგავსად, კანონი ზოგჯერ მინორიტარ აქციონერებს იცავს მათი გადაწყვეტილების მიღების უფლებების გაუმჯობესების გზით. მინორიტარების გადაწყვეტილების მიღების უფლება ყველაზე ძლიერია, როდესაც კანონი ინდივიდუალურ აქციონერებს (ან მათ მცირე ნაწილს) ანიჭებს კორპორაციული გადაწყვეტილების მიღების უფლებას. ასეთი შემთხვევა გვაქვს, როდესაც კანონი უფლებას აძლევს ინდივიდუალურ აქციონერებს ან მათ მცირე ნაწილს, სარჩელი აღძრან კორპორაციის სახელით დირექტორის ან სხვა მხარის წინააღმდეგ, რომლის მიმართ კორპორაციას

[26] ხმის მიცემაზე ზედა ზღვრის დაწესება გერმანულ საჯაროდ მოვაჭრე (დალისტულ) კომპანიებში აიკრძალა 1998 წელს. იხ. § 134 I Aktiengesetz (AktG) (როგორც შეიცვალა KonTraG-ით). მაინც არსებობდა ერთი მნიშვნელოვანი გამონაკლისი: Volkswagen AG, რომელსაც აწესრიგებს სპეციალური კანონი და ითვალისწინებდა 20-პროცენტიან ზღვარს ხმის მიცემისას. ევროპის მართლმსაჯულების სასამართლომ მიიჩნია, რომ ხმის მიცემის ზრდა ზღვარი (ფოლკსვაგენის აქტის სხვა მუხლებთან ერთად) არღვევდა კაპიტალის მოძრაობის თავისუფლების პრინციპს, რომელიც გარანტირებულია ხელშეკრულების 56(1) მუხლით (ახლა TFEU-ს 63-ე მუხლი). იხ. Case C-112/05, *Commission v. Germany*, Judgment of 23 October 2007, European Court Reports [2007] I-8995. იაპონიაში დადგენილია „ერთი აქცია – ერთი ხმა“ წესი და ხმის უფლებაზე ზედა ზღვარი დაშვებული არ არის. იხ. Art. 308(1) Companies Act. იტალიაში ხმის უფლების ზედა ზღვარი 2003-იდან 2014 წლამდე აკრძალული იყო (პრივატიზებული კომპანიების გარდა). იხ. Art. 2351 Civil Code, ცვლილებებით (იტალია).

[27] საფრანგეთში იხ. Art. L. 225-125 Code de commerce; Art. 231-54 Règlement Général de l'AMF (თუმცა ხმის მიცემის ზედა ზღვარი არაეფექტური გახდება აქციონერთა პირველი კრების შემდეგ, თუ შემძენმა ხმის უფლების მქონე აქციების ორი მესამედი ან მეტი შეიძინა). ბრაზილიაში, იხ. Art. 110, § 1º Lei das Sociedades por Ações, (დაშვებულია ხმის მიცემის ზედა ზღვარი); Novo Mercado-ს რეგულაციები, Art. 3.1.1 (აკრძალულია 5 პროცენტზე დაბალი ზღვარი, განსხვავებულ მოთხოვნას თუ არ ადგენს პრივატიზაციის კანონი ან ინდუსტრიის რეგულაციები). განსაკუთრებულად იშვიათია დიდ ბრიტანეთსა და აშშ-ში, თუმცა ხმის მიცემის ზედა ზღვარი ხშირი იყო მეცხრამეტე საუკუნის აშშ-ში, ევროპასა და ბრაზილიაში. იხ. Mariana Pargendler and Henry Hansmann, *A New View of Shareholder Voting in the Nineteenth Century*, 55 Business History 585 (2013).

შეიძლება მოთხოვნა ჰქონდეს.[28] მინორიტარი აქციონერების უმრავლესობისათვის გადაწყვეტილების მიღების უფლების მინიჭება ასევე ეფექტური მმართველობის სტრატეგიაა. ამის გამო საკორპორაციო სამართალი ზოგჯერ მაკონტროლებელ აქციონერთან კორპორაციის მიერ დადებული გარიგების დასადასტურებლად მინორიტარი აქციონერების უმრავლესობის თანხმობას ითხოვს.[29]

გარდა ამისა, ყველა ჩვენი ძირითადი იურისდიქცია მინორიტარების გადაწყვეტილების უფლებებს ამყარებს იმით, რომ ფუნდამენტური კორპორაციული გადაწყვეტილებების მისაღებად აწესებენ განსაკუთრებული უმრავლესობის ან დიდი უმრავლესობით დადასტურების მოთხოვნას. როგორც მე-7 თავში განვიხილავთ, ცვალებადია მნიშვნელოვანი გადაწყვეტილებების კატეგორიები, რომლებისთვისაც აქციონერთა თანხმობა არის საჭირო, ასევე იცვლება კონკრეტული ხმის მიცემისას საჭირო ხმების რაოდენობა. [30] პრაქტიკული საჭიროებებიდან გამომდინარე, ზღვარი ყოველთვის ჩვეულებრივ კრებაზე საჭირო ხმების უბრალო უმრავლესობაზე მაღალია. შესაძლოა, იურისდიქციების უმეტესობა გადაწყვეტილების მიღების უფლებებს მინორიტარების დიდი გაერთიანებების ექსპროპრიაციისგან დასაცავად იყენებს, რისი საფრთხეც მათ ისეთი დიდი გარიგებების დროს ემუქრებათ, როგორიც შერწყმაა.

ევროპის რამდენიმე იურისდიქციაში კონკრეტული ოდენობის აქციების მფლობელ აქციონერთა ჯგუფს (25% ან მეტი) აქვს საკანონმდებლო უფლება, დაბლოკოს გადაწყვეტილება – ამით „საკმარისი“ უმრავლესობა ვერ შეძლებს, დაჯაბნოს „თითქმის“ უმრავლესობის ნება.[31] აშშ-ის უმეტეს შტატსა და ბრაზილიაში შერწყმისა და სხვა ფუნდამენტური გარიგებების დასამტკიცებლად საჭიროა გამოშვებული აქციების მფლობელთა უმრავლესობის თანხმობა, რაც გულისხმობს რეალურად მიცემული ხმების დიდ უმრავლესობას. [32] დიდი უმრავლესობის ზომა ასეთ შემთხვევაში დამოკიდებულია კრებაზე წარმოდგენილი ხმების ოდენობაზე, რაც, თავის მხრივ, გარიგების მინორიტარი აქციონერებისთვის განსაკუთრებულ მნიშვნელობას ასახავს. მიუხედავად ამისა, გარიგების გამოშვებული აქციების უმრავლესობის მიერ დამტკიცების მოთხოვნა მინორიტარ აქციონერებს ვერ დაიცავს, თუ ასეთ უმრავლესობას მაკონტროლებელი აქციონერი ფლობს.[33]

[28] იხ. თავი 3.2.3 და თავი 6.2.5.4.

[29] იხ. თავი 6.2.3 და თავი 7.4.2.3.

[30] იხ. თავი 7.7.

[31] იხ. თავი 7.2 და 7.4.

[32] იხ., მაგ., § 251 Delaware General Corporation Law (merger); § 242 (charter amendment);Art. 136 Lei das Sociedades por Ações.

[33] კონტროლის ასეთი ზომები ხშირია, მაგალითად, ბრაზილიაში.

4.1.3 წახალისების სტრატეგია: მინდობილი პირი და თანასწორობა

მინორიტარი აქციონერების დაცვისას წახალისების სტრატეგიის ორი ფორმა გამოიყენება: ერთი არის ბორდსა და ბორდის მთავარ კომიტეტებზე დამოუკიდებელი დირექტორების დანიშვნის ნაცნობი მეთოდი. როგორც მე-3 თავში აღვნიშნეთ, კანონმდებლები დამოუკიდებელ დირექტორებს აღიქვამენ ფართო სპექტრის პროფილაქტიკურ საშუალებად, რომელსაც შეუძლია როგორც მინორიტარი აქციონერების, ისე აქციონერების, როგორც კლასის წარმომადგენლობის, პრობლემის მოგვარება. მინორიტარი აქციონერების დაცვის მეორე ფორმაა თანასწორობის მკაცრად აღსრულება, განსაკუთრებით მოგების განაწილებისა და ხმის უფლებების თვალსაზრისით. ეს ნორმა ვრცელდება როგორც მცირე დახურულ, ისე საჯაროდ მოვაჭრე საწარმოებზე და შეიცავს ასევე შეზღუდვების სტრატეგიის ასპექტებს: კორპორაციის მიმართ ფიდუციურ მოვალეობას, რომელიც ნაგულისხმევად ვრცელდება მინორიტარ აქციონერებზეც და, სავარაუდოდ, ასევე სხვა დაინტერესებულ ჯგუფებზეც.

4.1.3.1 რწმუნებულებითი სტრატეგია და დამოუკიდებელი დირექტორები

ბორდში დამოუკიდებელი დირექტორების დანიშვნა პოპულარული მეთოდია არა მხოლოდ მენეჯერ-აქციონერთა წარმომადგენლობის პრობლემის გადასაჭრელად, [34] არამედ მინორიტარი აქციონერებისა და სხვა არააქციონერი ჯგუფების დასაცავადაც. კანონმდებლები ნაგულისხმევად მიიჩნევენ, რომ დამოუკიდებელი დირექტორები – რომლებიც მოტივირებული არიან „დაბალი სიძლიერის სტიმულებით“, როგორებიცაა: მორალურობა, პროფესიონალიზმი და პირადი რეპუტაცია, წინ აღუდგებიან მაკონტროლებელ აქციონერებს საწარმოს, როგორც ერთი მთლიანობის, ინტერესების სასარგებლოდ,[35] რაც თავის თავში მოიცავს მინორიტარ აქციონერებსა და რაღაც დოზით არააქციონერ დაინტერესებულ ჯგუფებსაც. მინდობილი პირის ძლიერი სტრატეგია ამცირებს აქციონერების (ან ნებისმიერი პირის) მიერ ბორდის კონტროლის შესაძლებლობას. ექსტრემალურ შემთხვევებში არც ერთ დაინტერესებულ ჯგუფს, მათ შორის, არც აქციონერებს არ შეუძლიათ, პირდაპირ დანიშნონ წარმომადგენელი კომპანიის ბორდში. ჰოლანდიის ძველი „სტრუქტურული რეჟიმის“ მთავარი პრინციპი სწორედ ეს იყო,[36] რომლის თანახმად, ზოგიერთი მსხვილი კომპანიის ბორდები გახდა თვითმმართველი ორგანო, ბევრი

[34] იხ. თავი 3.3.1.

[35] კრიტიკული შეფასებისთვის იხ. Wolf-Georg Ringe, *Independent Directors: After the Crisis*, 14European Business Organization Law Review 401 (2013).

[36] იხ., მაგ., Edo Groenewald, Corporate Governance in the Netherlands: From the Verdam Report of1964 to the Tabaksblat Code of 2003, 6 European Business Organization Law Review 291 (2005).

არაკომერციული კორპორაციის ან ფონდის ბორდის მსგავსად. ალტერნატივის სახით, ინვესტორებს შეუძლიათ, ხელშეკრულების საფუძველზე ერთ ან რამდენიმე ერთობლივად დანიშნულ დამოუკიდებელ დირექტორს მიანიჭონ ბორდში გადამწყვეტი ხმის უფლება, როგორც შიდა აქციონერთა ოპორტუნიზმის გადაჭრის მმართველობითი მექანიზმის საშუალება. ეს მეთოდი ხშირად გვხვდება ვენჩურულ კაპიტალურ საწარმოებში. [37]

სამაგიეროდ, ჩვენს ძირითად იურისდიქციებში „დამოუკიდებელ“ დირექტორებს საკუთარი თავის არჩევა არ შეუძლიათ და, იმავდროულად, მათი დამოუკიდებლობის მკაცრად შეფასება არ ხდება. ამის ნაცვლად დირექტორთა „დამოუკიდებლობა“, როგორც წესი, ნიშნავს მაკონტროლებელი აქციონერებისგან ფინანსურ და ნათესაურ დამოუკიდებლობას (ისევე როგორც კომპანიისა და მისი ტოპკორპორაციული თანამდებობის პირებისგან). [38] ასეთი განმარტების მიხედვით, დირექტორი დამოუკიდებელია მაშინაც, როდესაც მას აფასებს და ამტკიცებს კომპანიის მაკონტროლებელი აქციონერი და თუნდაც მას ჰქონდეს სოციალური კავშირები ასეთ აქციონერთან, მთავარია, ის თავისუფალი იყოს რამე ოჯახური ან ფინანსური კავშირებისგან, როგორიცაა დასაქმებულის პოზიცია ან საკონსულტაციო ურთიერთობა მაკონტროლებელთან. მარტივი მაგალითია, რომ არადაკავშირებული მესამე მხარე კომპანიის თანამდებობის პირი დამოუკიდებელ დირექტორად კვალიფიცირდება, თუმცა მფლობელი კომპანიის თანამდებობის პირი, რომელსაც კორპორაციის აქციათა საკონტროლო პაკეტი ეკუთვნის, დამოუკიდებელ პირს არ წარმოადგენს. ამასთან, ის ფაქტი, რომ ბევრ იურისდიქციაში აქციონერებს დირექტორების გათავისუფლების უფლება აქვთ (დამოუკიდებელი დირექტორების ჩათვლით), ამძაფრებს რეალური დამოუკიდებლობის ნაკლებობის პრობლემას საწარმოებში მაკონტროლებელი აქციონერით.

და ბოლოს, ყველაზე მოკრძალებული და მარტივი ფორმა რწმუნებულებითი სტრატეგიისა უარს ამბობს დამოუკიდებლად თავის მოჩვენებაზე და მარტივად ითხოვს, რომ კომპანიის მნიშვნელოვანი გადაწყვეტილებები ბორდმა დაამტკიცოს. მაგალითად, კომპანიის შერწყმის ინიციატივით გამოსვლის ექსკლუზიური უფლება შეიძლება, აშშ-ისა და იტალიის სამართლის მიხედვით, ბორდს მიენიჭოს. [39] ალტერნატიულად, აქციონერებს შეიძლება აეკრძალოთ

[37] იხ. Jesse M. Fried and Mira Ganor, *Agency Costs of Venture Capitalist Control in Startups*, 81New York University Law Review 967, 988 (2006).

[38] აშშ-ის საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვების წესების თანახმად ესეც არ მოითხოვება: საჭიროა დამოუკიდებლობა მხოლოდ კომპანიისა და მთავარი მმართველი გუნდისგან. იურისდიქციებში, სადაც მრავალფეროვანი აქციონერები ჰყავთ კომპანიებს, როგორც წესი, გარკვეული ფორმით მაკონტროლებელი აქციონერებისგან დამოუკიდებლობა აუცილებელია. სრული კვლევა შეგიძლიათ იხილოთ ნაშრომში: Dan W. Puchniak and Luh Luh Lan, *Independent Directors inSingapore: Puzzling Compliance Requiring Explanation*, American Journal of Comparative Law (forthcoming).

[39] იხ. § 251 (b) Delaware General Corporation Law; Chapter 3.4; Art. 2367 Civil Code (Italy).

ბორდის მოწვევის გარეშე კომპანიის ბიზნესთან დაკავშირებული გადაწყვეტილებების უშუალოდ მიღება, როგორც ეს გერმანიის სამართალშია.[40] ეს ზომები ზღუდავს მმართველ აქციონერს და საშუალებას არ აძლევს, განავითაროს თავისი პოლიტიკა დირექტორების საშუალებით, რომლებიც, მართალია, მისი დანიშნულია, მაგრამ მაინც სხვადასხვა მოვალეობა ეკისრებათ, სხვადასხვა სტიმულის გავლენის ქვეშ არიან და მაკონტროლებელი აქციონერების წინაშე პოტენციურად პასუხისმგებელი არიან.

რა თქმა უნდა, ღია საკითხია, რამდენად კარგად მუშაობს მინდობილი პირის ეს სტრატეგიები, თუნდაც მაშინ, როდესაც დირექტორების უმეტესობა ან ნაწილი მაინც მაკონტროლებელი აქციონერისგან ფინანსურად დამოუკიდებელია. ჩვენ უკვე გამოვხატეთ ჩვენი სკეპტიკური ხედვა ასეთი დირექტორების, როგორც მინორიტარი აქციონერების მინდობილი პირების ეფექტურობასთან დაკავშირებით.[41] მიუხედავად ამისა, აშშ-ის სასამართლო პრაქტიკა გვთავაზობს ანეკდოტურ საბუთს, რომ დამოუკიდებელი დირექტორები ან კომიტეტები შესაძლოა, გადამწყვეტი იყოს ფულის სანაცვლო შერწყმისას,[42] ან, როდესაც მაკონტროლებელი აქციონერები უაღრესად იჭრებიან საწარმოს გადაწყვეტილებებში.[43]

4.1.3.2 თანაბარი მოპყრობის პრინციპი

ერთი კლასის აქციებთან (და აქციონერებთან) თანაბარი მოპყრობა საკორპორაციო სამართლის ფუნდამენტური წესია. მართალია, ეს წესი შეიძლება, კორპორაციის მაკონტროლებელთა შეზღუდვად მივიჩნიოთ, თუმცა ის ასევე წახალისების სტრატეგიის ნაწილიცაა. რამდენადაც ეს წესი ბოჭავს მაკონტროლებელ აქციონერს, მას, შესაბამისად, ახალისებს, რათა აქციონერთა მთელი კლასის ინტერესებში, მათ შორის მინორიტარი აქციონერების ინტერე-

[40] § 119 II AktG (აქციონერებს მენეჯმენტის კომპეტენციაში შემავალ საკითხებზე ხმის მიცემა მხოლოდ იმ შემთხვევაში შეუძლიათ, თუ ბორდი ამას ითხოვს). მაგრამ იხ. თავი 7.6, სადაც აღწერილია სასამართლო პრაქტიკა, რომელიც ადგენს აქციონერთა კრების პრეროგატივას (ე.წ.*Holzmüller*-ის დოქტრინა).

[41] იხ. თავი 3.3.1. იხ. ასევე Ringe, note 35. დამოუკიდებელი დირექტორების მნიშვნელობაზე აშშ-ის საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებულ საოჯახო კომპანიებში იხ. Deborah A. DeMott, *Guests at the Table: Independent Directors in Family-Influenced Public Companies*, 33 Journal of Corporation Law 819 (2008).

[42] იხ. თავი 7.4.2.

[43] ამის მაგალითია Hollinger-ის საქმე, სადაც დელავერის სასამართლომ მხარი დაუჭირა დამოუკიდებელი დირექტორების უმრავლესობის გადაწყვეტილებას, რომლითაც ბორდიდან გაირიცხა დომინანტი აქციონერი და მას აეკრძალა თავისი საკონტროლო აქციების სურვილისამებრ გასხვისება. იხ. *Hollinger Int'l, Inc. v. Black*,844 Atlantic Reporter 2d 1022 (Del. Ch. 2004). Hollinger-ის საქმეში დამოუკიდებელმა დირექტორებმა მხოლოდ მას შემდეგ იმოქმედეს, რაც მაკონტროლებელი აქციონერების დარღვევებს უკვე იძიებს ამერიკის ფასიანი ქაღალდებისა და ვაჭრობის კომისია (SEC) და მაკონტროლებელმა აქციონერმა ღიად დაარღვია ბორდთან დადებული ხელშეკრულების პირობა, რომლითაც ის ვალდებული იყო, კომპანია გაეყიდა ისე, რომ ამით სარგებელი მიეღო ყველა აქციონერს და არა მხოლოდ მაკონტროლებელ აქციონერს. იხ. ასევე თავი 8.4.

სებში, იმოქმედოს. ყველა აბსტრაქტული ნორმის მსგავსად, სამაგიეროდ, მისი ფუნქციონირება ორ ფაქტორზეა დამოკიდებული: პირველი უკავშირდება კორპორაციული გადაწყვეტილებების ან აქციონერთა ქმედებების კატეგორიებს, რომლებიც იწვევს ამ წესის გამოყენებას; მეორე ფაქტორი უკავშირდება თავად წესის მნიშვნელობას. მაგალითად, ხდება თუ არა ორ აქციონერთან თანაბარი მოპყრობა, როდესაც კორპორაციულ გადაწყვეტილებას ერთი შედეგი აქვს ორივესთვის, თუმცა გადაწყვეტილება უპირატესობას ანიჭებს მაკონტროლებელი აქციონერის რისკუპირატესობებს მინორიტარი აქციონერისგან განსხვავებით? რამდენადაც აქციონერთა პრეფერენციები ჰეტეროგენულია და მაკონტროლებელ აქციონერებს ლეგიტიმური უფლებამოსილება აქვთ, კორპორაციის პოლიტიკა ჩამოაყალიბონ, შერჩევითი თანაბარი მოპყრობის რაღაც დოზა, როგორც ჩანს, კორპორაციული ფორმის ენდემური ნაწილია.[44]

ჩვენი ძირითადი იურისდიქციები თანაბარი მოპყრობის ამ ფაქტორების მიხედვით განსხვავდებიან ერთმანეთისგან. ზოგადად, კონტინენტური ევროპის იურისდიქციებში, და განსაკუთრებით იმ იურისდიქციებში, რომლებმაც გერმანული სამართლის ძლიერი გავლენა განიცადეს, თანაბარი მოპყრობა ფართო პრინციპად (ან სამართლის წყაროდ) მიიჩნევა, რომელიც გამოისახება საკორპორაციო სამართლის ყველა ასპექტში. გერმანია და იაპონია ამ პრინციპს ასევე ფართო საკანონმდებლო ჩანაწერის ფორმას ანიჭებენ.[45] ამისგან განსხვავებით, საერთო სამართლის იურისდიქციები – აშშ და დიდი ბრიტანეთი – თანაბარი მოპყრობის პრინციპს კანონით ან სასამართლო პრაქტიკით აზუსტებენ კონკრეტულ კონტექსტში, თუმცა არ აღიარებენ მას, როგორც ზოგად სამართლებრივ სტანდარტს, რომელიც განსხვავებულია შეზღუდვის სტანდარტისგან, როგორიცაა მაკონტროლებელი აქციონერის მოვალეობა, სამართლიანად მოეპყროს მინორიტარ აქციონერებს.[46]

[44] ამ საკითხზე აშშ-ის მაგალითია *Donahue v. Rodd Electrotype Co.*, 328North Eastern Reporter 2d 505 (Mass. 1975), სადაც სასამართლომ სავალდებულოდ მიიჩნია მცირე აქციონერების მქონე კორპორაციაში მინორიტარი და მაკონტროლებელი აქციონერებისგან აქციების პროპორციულად შეძენა. შეადარე ეს გადაწყვეტილება შემდეგ გადაწყვეტილებას – *Wilkesv. Springside Nursing Home, Inc.*, 353 North Eastern Reporter 2d 637 (Mass. 1976), სადაც სასამართლომ ცნო, რომ მაკონტროლებელ აქციონერებს შეუძლიათ მინორიტარი აქციონერების ხარჯზე „ეგოისტური ინტერესებით“ იმოქმედონ იმ პირობით, რომ ისინი ლეგიტიმური მიზნების მიღწევას ცდილობენ.

[45] § 53a Aktiengesetz (Germany) and Art. 109(1) Companies Act (Japan). გერმანულ სამართალში გაურკვევლობაა აქციონერთა კონკრეტული ჯგუფისათვის ინფორმაციის შერჩევითი მიწოდების თაობაზე. ევროკავშირის რამდენიმე დირექტივა, მეტ-ნაკლებად, პირდაპირ ითვალისწინებს თანაბარი მოპყრობის წესს საჯაროდ მოვაჭრე კომპანიებში. იხ. Art. 46 Directive 2012/30/EU, 2012O.J. (L 315) 74; Art. 3(1)(a) Directive 2004/25/EC, 2004 O.J. (L 345) 64; Art. 17(1) Directive 2004/109/EC, 2004 O.J. (L 390) 38; Art. 4 Directive 2007/36/EC, 2007 O.J. (L 184) 17.

[46] დელავერის სამართალში მინორიტარი აქციონერების თანაბარი მოპყრობის წესი განსაზღვრავს, ჩაითვლება თუ არა კონკრეტული გარიგება საკუთარ თავთან დადებულად და მოხდება თუ არა მისი შესაბამისი ანალიზი. რამდენადაც მინორიტარ აქციონერებს ფორმალურად თანაბრად მოეპყრნენ (ე.ი. მაკონტროლებელ აქციონერებს მინორიტარი აქციონე-

თანაბარი მოპყრობის აღქმის ასეთი იურისდიქციული განსხვავებები მნიშვნელოვან გავლენას ახდენს საკორპორაციო სამართლის რამდენიმე სფეროზე. როგორც მე-8 თავში განვიხილავთ, თანაბარი მოპყრობის პატივისცემის გამო ამერიკული სტილის „მოწამლული აბის“ (Poison Pills, აქციონერის დამატებითი უფლება) გამოყენება უფრო რთულია ისეთ იურისდიქციებში, სადაც კომპანიები არ ასხვავებენ აქციონერების მისაღებ სარგებელს, მათ შორის აქციების შესყიდვის უფლებებს.[47] მართლაც, სავარაუდოდ, ჩვენს ძირითად იურისდიქციებს შორის აშშ – სულ მცირე, დელავერის შტატი – ყველაზე ფართო არეალს ტოვებს ერთი კლასის აქციებს შორის *შერჩევითი თანაბარი* მოპყრობისათვის, თუმცა ზოგიერთ ცალკეულ სფეროში თანაბარი მოპყრობის ნორმას აშშ განსაკუთრებულად ზედმიწევნით აღასრულებს. იურისდიქციების უმეტესობა თანაბარი მოპყრობის ნორმას განსაკუთრებულად იცავს კორპორაციული განაწილებების (დივიდენდებისა და აქციების გამოსყიდვის) და აქციების გამოშვების დროს, თუმცა აშშ პრაქტიკაში ნორმას კატეგორიულად აღასრულებს მხოლოდ დივიდენდების გადახდისას. ზოგადად, აშშ-ში დაშვებულია მიზანმიმართული აქციათა გამოსყიდვა, თუნდაც საბაზრო ფასზე მაღალ ფასად, და კომპანიებს შეუძლიათ, მესამე პირებს მიჰყიდონ აქციები ისე, რომ უპირატესი შესყიდვის უფლებით არ ასარგებლონ არსებული აქციონერები.

კიდევ ერთი სფერო, სადაც თანაბარი მოპყრობის ნორმას მნიშვნელოვანი გავლენა აქვს, არის კორპორაციული ჯგუფების სამართალი (ე.ი. კომპანიათა ჯგუფი, რომელსაც აკონტროლებს ერთი კომპანია და რომელიც ხშირად იმართება როგორც ერთიანი ბიზნესი). როგორც მე-5 და მე-6 თავებში განვიხილავთ, ზოგიერთ იურისდიქციაში, როგორებიცაა: გერმანია, საფრანგეთი, იტალია და ბრაზილია, გათვალისწინებულია მათი მომწესრიგებელი სპეციალური რეგულაციები, რომლებითაც დაშვებულია ჯგუფის შიგნით გარიგებების ერთობლიობის სასამართლოს გზით შეფასება.[48] შესაბამისად, თანაბარი მოპყრობა, მათი ინტერპრეტაციით, ვრცელდება არა ინდივიდუალურ გარიგებებზე, არამედ გარიგებათა ერთობლიობაზე.

შეჯამების სახით უნდა ითქვას, რომ თანაბარი მოპყრობის ნორმის გავრცელების არეალი მნიშვნელოვნად განსხვავდება იურისდიქციების მიხედვით.

რების ხარჯზე სარგებელი არ მიუღიათ), სამეწარმეო განსჯის წესი გამოიყენება. *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, 280 Atlantic Reporter2d 717 (Del 1971). მაკონტროლებელ აქციონერებსა და დაკავშირებულ პირებს შორის დადებული გარიგებების თაობაზე იხ. იქვე, თავი 6.2.2 და 6.2.5.

[47] Given Japan’s strong statutory provision enshrining the equal treatment norm, the evolvingJapanese case law on warrant-based takeover defenses is particularly interesting in this regard. იხ.*Bull-dog Sauce v. Steel Partners*, Minshu 61–5-2215 (Japan. S. Ct. 2007) (permitting a discriminatorydistribution of warrants where the warrant plan, overwhelmingly approved by an informed shareholder vote, provided compensation for discriminatory treatment to the defeated tender offeror). იქვე, თავი 8.2.3.

[48] იხ. თავი 5.2.1.3; 5.3.1.2 და 6.2.5.3.

თუმცა ჩვენი ყველა იურისდიქცია იყენებს ამ მეთოდს, გარკვეულ გარემოებებში მაინც, რათა დააახლოოს მაკონტროლებელი და მინორიტარი აქციონერების ინტერესები.

4.1.4 შეზღუდვები და აფილირების უფლებები

მინორიტარი აქციონერების დაცვის დანარჩენ სტრატეგიებს ერთად ვაჯგუფებთ, რადგან მმართველობითი სისტემის თავში მათზე ბევრი სათქმელი არაფერია. სამართლებრივი შეზღუდვები – ძირითადად, სტანდარტების ფორმით, როგორებიცაა: ერთგულების მოვალეობა, შევიწროების სტანდარტი, უმრავლესობის ხმის უფლების ბოროტად გამოყენება – ფართოდ გამოიყენება მინორიტარი აქციონერების უფლებების დასაცავად. ფაქტობრივად, ეს სტანდარტები ხშირად თანაბარი მოპყრობის ნორმის კონკრეტული გამოყენების შემთხვევებია, მაგალითად, როცა სასამართლო უშვებს კომპანიასა და მის მაკონტროლებლებს შორის მხოლოდ „სამართლიანი“ გარიგებების დადებას. ეს ნიშნავს, რომ რეალურად მაკონტროლებელი აქციონერები კომპანიის ხაზინიდან ვერ მიიღებენ დაუმტკიცებელ თანხებს მინორიტარი აქციონერების ხარჯზე. ამ სტანდარტებს დეტალურად განვიხილავთ მე-6 და მე-7 თავებში, თუმცა აქ ხაზი უნდა გავუსვათ, რომ ისინი მინორიტარ აქციონერს შეიძლება დაეხმარონ არა მარტო დაკავშირებულ მხარესთან დადებული გარიგების ან ფუნდამენტური ცვლილების შესახებ მიღებული გადაწყვეტილების შემთხვევებში.[49]

და ბოლოს, აფილირების სტრატეგია, რომელიც ინფორმაციის სავალდებულო ღიაობის ფორმით წარმოგვიდგება, ისევე მნიშვნელოვანია მინორიტარი აქციონერების დასაცავად, როგორც აქციონერების კლასის დასაცავად. რამდენადაც ინფორმაციის გამჟღავნება, რომელიც ბაზარზე ვაჭრობის დაწყების წინაპირობაა, ავლენს მაკონტროლებელი აქციონერების სტრუქტურას და კონფლიქტურ გარიგებებს, საბაზრო ფასებმა შეიძლება, მაკონტროლებლებზე ასახოს მათი ოპორტუნიზმისგან გამომდინარე ხარჯები.[50] გარდა ამისა, ინფორმაციის სავალდებულო ღიაობა მინორიტარ აქციონერებს აწვდის სხვა მექანიზმებით თავის დასაცავად საჭირო ინფორმაციას, იქნება ეს ხმის მიცემა თუ სასამართლო წესით დავა.[51]

ამისგან განსხვავებით, დასრულების სტრატეგია მხოლოდ ნაწილობრივ იცავს მინორიტარ აქციონერებს. ერთი მხრივ, აქციების თავისუფალი გადა-

[49] მაგალითად, ზოგიერთ იურისდიქციაში, მინორიტარ აქციონერს მცირე კომპანიაში შეუძლია, სადავოდ გახადოს მაკონტროლებელი აქციონერის გადაწყვეტილება მისი შევიწროების ან უფლების ბოროტად გამოყენების საფუძვლით, როდესაც მინორიტარი აქციონერი თავისუფლდება საწარმოში დასაქმებულის ან ბორდის წევრის თანამდებობიდან, თუ აქციონერები სწორედ ამ ფორმით იღებენ საწარმოდან კომპენსაციას.

[50] იქვე, თავი 6.2.1.1.

[51] იქვე, თავი 9.1.2.3.

ცემა, როგორც ბიზნესკორპორაციის ფორმის ხუთი ძირითადი მახასიათებლიდან ერთ-ერთი, მინორიტარების დაცვის სასარგებლო, თუმცა არასრული, იარაღია. ის საშუალებას აძლევს უკმაყოფილო მინორიტარ აქციონერებს, თავიანთი აქციები ბაზარზე გაყიდონ, თუმცა მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ აქციების ბაზარი არსებობს და თან ისეთ ფასად, რომელიც უკვე ითვალისწინებს მაკონტროლებელი აქციონერების მიერ განხორციელებულ დარღვევებს;[52] მეორე მხრივ, მინორიტარ აქციონერებს არ შეუძლიათ, საწარმო დატოვონ ისე, რომ თავისი აქციების პროპორციული აქტივები წაიღონ. ბოლოს და ბოლოს, ინვესტიციის მუდმივობა კორპორაციული ფორმის ნიშან-თვისებაა. როგორც მე-6, მე-7 და მე-8 თავებში განვიხილავთ, საკორპორაციო სამართალი ხანდახან უკეთეს გასვლის უფლებებს ანიჭებს მინორიტარ აქციონერებს, განსაკუთრებით მცირე კომპანიებში, თუმცა ეს მხოლოდ იმ შემთხვევაშია დასაშვები, თუ მაკონტროლებელი აქციონერი განსაკუთრებით უხეშად ბოროტად ისარგებლებს თავისი ძალაუფლებით, ან მოხდება საწარმოს ძირეული ტრანსფორმაცია. ამის მაგალითია: სავალდებულო მიყიდვა (ფაქტობრივად, put option) ბევრ იურისდიქციაში, როდესაც ხორციელდება ფუნდამენტური გარიგება;[53] ან სავალდებულო შეთავაზების წესი ევროპასა და ბრაზილიაში, რომელიც აქტიურდება საკონტროლო პაკეტის გაყიდვით და გამოსყიდვის უფლებით.[54]

4.2 დასაქმებულთა დაცვა

მინორიტარი აქციონერების დაცვასთან ერთად კორპორაციული მართვის სისტემა ასევე იცავს იმ გარე სტეიკჰოლდერებს, რომლებსაც კორპორაციასთან სახელშეკრულებო ურთიერთობა აქვთ. ყველა იურისდიქციის საკორპორაციო სამართალი სპეციალურად იცავს კორპორაციის კრედიტორებს, რასაც ცალკე განვიხილავთ მე-5 თავში. აქ კონკრეტულად ყურადღებას ვამახვილებთ დასაქმებულების დასაცავ მმართველობით სტრატეგიებზე.

როგორც კორპორაციის სახელშეკრულებო პარტნიორებს, დასაქმებულებს სჭირდებათ საკორპორაციო სამართლით დაცვა, რამდენადაც ისინი შეიძლება საწარმოს მხრიდან ექსპლუატაციის მსხვერპლი გახდნენ და შრომითსამართლებრივი რეგულაციები არ მიიჩნევა მათი დაცვის საკმარის საშუალებად, ანდა მათი აღსრულება მეტად ხარჯიანია. ეკონომიკური პერსპექტივიდან დასაქმებულთა ასეთი სისუსტე მომდინარეობს დასაქმებულთა მიერ ბიზნესში ჩადე-

[52] ინფორმირებულ აქციონერებს შეუძლიათ საწარმოდან გასვლის საფრთხე და მისი აქციათა ფასზე გავლენა გამოიყენონ მენეჯერების დისციპლინირებისთვის, როგორც *ex ante* მმართველობის გაუმჯობესების მექანიზმი, თუმცა ეს უფრო ეფექტური იქნება ისეთ საწარმოებში, სადაც არ არის მაკონტროლებელი აქციონერი. იხ. Alex Edmans, *Blockholders and Corporate Governance*, 6 Annual Review of Financial Economics 23 (2014) (მიმოიხილავს საწარმოდან აქციონერების გასვლას, როგორც მმართველობით მეთოდს).

[53] იქვე, თავი 7.2.2 და 7.4.1.2.

[54] იქვე, თავი 8.3.4.

ბული ადამიანური კაპიტალის ბუნებიდან, როგორიცაა დასაქმებულთა მიერ საწარმოს ტექნოლოგიის გამოყენების შესწავლა ან შორეულ რეგიონში გადასახლება, სადაც კონკრეტული საწარმო მდებარეობს.[55] როდესაც ასეთი ინვესტიციები მხოლოდ ამ კონკრეტულ საწარმოს უკავშირდება (ანუ გამოსადეგია მხოლოდ ამ სამუშაოს ფარგლებში), მოგებაზე ორიენტირებულმა კორპორაციამ შესაძლოა, დასაქმებულის ექსპლუატაცია სცადოს იმით, რომ „შეაკავოს“ იგი, რადგან ამ უკანასკნელს არჩევანი არ აქვს.[56] ამის მიღწევა შესაძლებელია შრომითი ხელშეკრულების პირობების ხელახალი მოლაპარაკებით ისე, რომ მოგება დასაქმებულის ნაცვლად საწარმოს დარჩეს, მაგალითად, შემცირდეს ხელფასები და სხვა სარგებელი, ან გაუარესდეს სამუშაო პირობები. რამდენადაც დასაქმებულებს შეუძლიათ, წინასწარ განსაზღვრონ საწარმოს ასეთი ოპორტუნისტული ქცევა, მათ ნაკლებად ენდომებათ საწარმოში ასეთი ინვესტიციის ჩადება, რაც, საბოლოო ჯამში, შეამცირებს საწარმოს მოგებას.[57]

ჩვენი ძირითადი იურისდიქციები, არსებითად, სხვადასხვა მასშტაბით იყენებენ საკორპორაციო სამართალს დასაქმებულთა ინტერესების დასაცავად – და როცა იყენებენ, მთავარ სტრატეგიებს შორის ირჩევენ: დანიშვნის უფლებებს, გადაწყვეტილების მიღების უფლებებსა და წახალისების სტრატეგიას. რასაკვირველია, დასაქმებულებმა შეიძლება ასევე არაპირდაპირ ისარგებლონ აქციონერებისა და კრედიტორების დასაცავად არსებული სტრატეგიებით. მაგალითად, ფინანსური ინფორმაციის სავალდებულო ღიაობა შეიძლება ერთნაირად დაეხმაროს დასაქმებულებსა და ინვესტორებს აფილირების თაობაზე გადაწყვეტილების მიღებისას. ინფორმაციის ღიაობის შესახებ წესები ბოლო დროს შეიცვალა, რათა დასაქმებულები სხვა ფორმით დაიცვან: შრომითი გაერთიანებების წყალობით, აშშ-ში სავალდებულოა საწარმოებისთვის CEO-სა და საშუალო დასაქმებულის ანაზღაურებას შორის „შეფარდების“ თაობაზე ინფორმაციის გამოქვეყნება, რაც, სავარაუდოდ, დასაქმებულებს ხელფასის თაობაზე მოლაპარაკებაში დაეხმარება.[58] და ბოლოს, დიდ ბრიტანეთში განხორციელებული ბოლო ცვლილებებით საკორპორაციო სამართა-

[55] გარდა ამისა, დასაქმებულებს შეიძლება საპენსიო ბენეფიტებთან დაკავშირებული ვალდებულებების სახით ჰქონდეს საწარმოსთვის სპეციფიკური სხვა ფინანსური ინვესტიციებიც. იხ. Martin Gelter, *The Pension System and the Rise of Shareholder Primacy*, 43 Seton Hall Law Review 909, 966 (2013).

[56] იხ., ზოგადად, Margaret M. Blair, Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-first Century (1995); Paul L. Davies, *Efficiency Arguments for the Collective Representation of Workers: A Sketch*, in The Autonomy of Labour Law 367 (Alan Bogg et al. eds., 2015).

[57] უფრო დაწვრილებით იმ მოსაზრების თაობაზე, რომ საკორპორაციო სამართალმა უნდა დაიცვას მხარეები, რომლებიც საწარმოში სპეციფიკურ ინვესტიციას ახორციელებენ, იხ. Margaret Blair and Lynn Stout, *A Team Production Theory of Corporate Law*, 85 Virginia Law Review 247 (1999); Martin Gelter, *The Dark Side of Shareholder Influence: Managerial Autonomy and Stakeholder Orientation in Comparative Corporate Governance*, 50 Harvard International Law Journal 129 (2009).

[58] „ანაზღაურების შეფარდების“ თაობაზე, იხ. თავი 4.3.1.

ლი, გარკვეულწილად, ანაცვლებს შრომითი სამართლის დაცვის მექანიზმებს, რადგან ახლა დაშვებულია დასაქმებულის სხვადასხვა შრომითი უფლების შეზღუდვა, თუ ეს „დასაქმებული აქციონერია“ და, სულ მცირე, 2 000 ფუნტის ოდენობით აქციებს ფლობს. [59]

დამსაქმებელ საწარმოში აქციათა მცირე პაკეტის ფლობა, მიუხედავად ამისა, ეფექტური ალტერნატივა არ არის: არადივერსიფიცირებული პოზიცია მხოლოდ აძლიერებს დასაქმებულის საფრთხეს საწარმოსთვის კონკრეტული რისკებისა და ოპორტუნიზმის წინაშე.

4.2.1 დანიშვნისა და გადაწყვეტილების უფლებების სტრატეგია

კორპორაციული მართვის ერთ-ერთი გამორჩეული ექსპერიმენტია მეოცე საუკუნეში დასაქმებულთა მიერ ბორდში დანიშნული დირექტორების მომრავლება ევროპის მსხვილ კორპორაციებში. ბევრი ევროპული ქვეყანა დღეს ითხოვს, რომ ბორდში დაინიშნონ დასაქმებულთა წარმომადგენელი დირექტორები, დიდ კომპანიებში მაინც,[60] თუმცა ჩვენი ძირითადი იურისდიქციებიდან ყველა არ იზიარებს ამ მიდგომას. აშშ, დიდი ბრიტანეთი, იტალია და იაპონია ასეთ მოთხოვნას არ აწესებენ. ფრანგების მოთხოვნები კი უფრო მეტად შეესაბამება სხვა ქვეყნების უმეტესობაში გავრცელებულ მოთხოვნას, რომ ბორდის ერთი მესამედი დასაქმებულთა წარმომადგენლებისგან უნდა შედგებოდეს.[61] საფრანგეთში სავალდებულოა, რომ საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებული კომპანიების ბორდში იყოს დასაქმებულთა წარმომადგენელი, თუ დასაქმებულებს აქციების 3%-ზე მეტი ეკუთვნით.[62] 2013 წლიდან დიდმა კომპანიებმა ასევე თავიანთ წესდებაში უნდა მიუთითონ, რომ ერთი ან ორი დირექტორი არჩეული იქნება დასაქმებულთა წარმომადგენლად ბორდში.[63] თუმცა ფრანგული კომპანიების უმრავლესობაში (სადაც 50-ზე მეტი დასაქმებულია), დასაქმებულებს მხოლოდ ორი (ხანდახან ოთხი) ხმის უფლების არმქონე წარმომადგენლის არჩევა შეუძლიათ, რომლებიც დაესწრებიან ბორდის

[59] იხ. s. 205A, Employment Rights Act 1996, რომელიც დამტკიცდა Growth and Infrastructure Act 2013 (s. 31)-ით.

[60] ევროკავშირში ბორდში დასაქმებულთა წარმომადგენლობის წესები *არ* შემოუღია ბელგიას, ბულგარეთს, კვიპროსს, ესტონეთს, იტალიას, ლატვიას, ლიტვას, მალტას, რუმინეთსა და დიდ ბრიტანეთს. ამის მიუხედავად, ბევრ ქვეყანაში სავალდებულოა ბორდზე დასაქმებულთა წარმომადგენლის დანიშვნა სახელმწიფოს კუთვნილ საწარმოებში. იხ. www.worker-participation.eu/.

[61] ასეთი მდგომარეობაა, მაგალითად, ავსტრიაში, დანიაში, ლუქსემბურგსა და უნგრეთში. იხ. Aline Conchon, *Board-level Employee Representation Rights in Europe: Facts and Trends*, European Trade Union Institute Report No. 121 (2011), www.etui.org.

[62] Arts. L. 225-23 and L. 225-71 Code de commerce (ერთსაფეხურიანი ბორდისა და სამეთვალყურეო საბჭოს შესახებ).

[63] Arts. L. 225-27-1 and L. 225-79-2 Code de commerce (ერთსაფეხურიანი ბორდისა და სამეთვალყურეო საბჭოს შესახებ), რომელიც შემოიღეს, Loi No. 2013-504-ის თანახმად, 2013 წლის 14 ივნისიდან.

შეხვედრებს.[64] დასაქმებულთა მონაწილეობის მოთხოვნები ასევე შედარებით რბილია ბრაზილიაში: წესები ვრცელდება მხოლოდ ფედერალური მთავრობის კონტროლირებად საწარმოებზე და სავალდებულოა დასაქმებულთა მხოლოდ ერთი წარმომადგენლის დანიშვნა, რომელსაც უფლება არ აქვს, მონაწილეობა მიიღოს შრომით საკითხებთან დაკავშირებულ კენჭისყრაში.[65]

ამისგან განსხვავებით, გერმანული სამართალი აწესებს „კვაზიპარიტეტულ მმართველობაში მონაწილეობას“, რომლის მიხედვითაც საწარმოებში 2000-ზე მეტი დასაქმებულით სამეთვალყურეო საბჭოს წევრების ნახევარი დასაქმებულთა დირექტორებისგან შედგება.[66] ასევე მნიშვნელოვანია, რომ ზოგი ასეთი დირექტორის კანდიდატს დასაქმებულთა გაერთიანება წარადგენს, რაც გულისხმობს, რომ ისინი საწარმოს გარეშე პირებს წარმოადგენენ.[67] ამასთან, მხოლოდ გერმანელ დასაქმებულებს და გერმანულ სავაჭრო გაერთიანებებს შეუძლიათ დირექტორების დანიშვნა – თუმცა უცხოელი დასაქმებულის ასეთი განსხვავებული მოპყრობა ბოლო დროს სადავო გახდა ევროკავშირის სამართლიდან გამომდინარე.[68]

მართალია, აქციონერებსა და დასაქმებულებს დიდი გერმანული კომპანიების სამეთვალყურეო საბჭოში თანაბარი რაოდენობის წევრები ჰყავთ (სწორედ აქედან მოდის ტერმინი „კვაზიპარიტეტული“), მაგრამ ეს არ ნიშნავს, რომ მათი ძალაუფლებაც თანაბარია, რადგან სამეთვალყურეო საბჭოს თავმჯდომარეს, რომელსაც აქციონერების დანიშნული დირექტორებიდან ირჩევენ, აქვს გადამწყვეტი ხმის უფლება ხმების თანაბარი რაოდენობის ხმების შემთხვევაში ხმის მიცემის მეორე რაუნდში.[69] მიუხედავად ამისა, დასაქმებულთა წარმომადგენლებს მაინც მნიშვნელოვანი ძალაუფლება აქვთ, რადგან შეუძლიათ, საკანონმდებლო ნორმის საფუძველზე დაბლოკონ მენეჯმენტბორდში დასანიშნი კანდიდატები[70] და, იმავდროულად, შეუძლიათ, არეულობა შეიტანონ სამეთვალყურეო საბჭოს საქმიანობაში. გარდა ამისა, გერმანიის კანონმდებლობა დასაქმებულთა მმართველობაში მონაწილეობის შესახებ ითვალისწინებს, რომ

[64] Art. L. 432-6 Code du travail.

[65] Lei 12.353, de 28 de dezembro de 2010 (Braz.).

[66] §§ 1 and 7 Mitbestimmungsgesetz. გერმანულ კომპანიაში, რომელსაც ჰყავს 500-იდან 2000-ამდე დასაქმებული, ბორდზე ადგილების მესამედი დასაქმებულებს ეკუთვნით. §§ 1 and 4 Drittelbeteiligungsgesetz.

[67] ყველაზე დიდ კომპანიებში შვიდ წევრს ნიშნავენ დასაქმებულები და სამ წევრს ნიშნავს დასაქმებულთა გაერთიანება. § 7 II Mitbestimmungsgesetz.

[68] იხ. Kammergericht, 2015 წლის 16 ოქტომბრის გადაწყვეტილება, 14 W 89/15, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2172 (2015) (საკითხზე წინასწარი გადაწყვეტილება მოითხოვა ევროკავშირის მართლმსაჯულების სასამართლომ. წიგნის წერის დროისთვის საქმე გადაწყვეტილი არ იყო).

[69] § 29 II Mitbestimmungsgesetz.

[70] სამეთვალყურეო საბჭო შემადგელობის ორი მესამედით ირჩევს მენეჯმენტბორდს. (§ 31 II Mitbestimmungsgesetz). თუ კანდიდატი ორი მესამედის მხარდაჭერას ვერ მიიღებს, ხანგრძლივი პროცედურა იმართება, რომელიც თანაბარი ხმების შემთხვევაში გადამწყვეტ ხმას ანიჭებს სამეთვალყურეო საბჭოს თავმჯდომარეს.

მენეჯმენტბორდის ერთი წევრი უნდა იყოს „ადამიანური რესურსების დირექტორი“, რომელსაც, როგორც წესი, ახლო ურთიერთობა აქვს დასაქმებულებსა და მათ გაერთიანებებთან.[71] შესაბამისად, გერმანიის კანონმდებლობა დასაქმებულთა მმართველობაში მონაწილეობის შესახებ მნიშვნელოვან ბერკეტს ანიჭებს დასაქმებულებს საწარმოს კორპორაციულ პოლიტიკასთან მიმართებით, რადგან დასაქმებულებს შეუძლიათ, გააკონტროლონ აღმასრულებელი მენეჯმენტის შემადგენლობა, აქვთ წვდომა ინფორმაციასთან და შეუძლიათ, არ დაეთანხმონ სადავო კორპორაციულ გადაწყვეტილებებს. ეს ბოლო უფლება განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია, რადგან პრაქტიკაში სამეთვალყურეო საბჭოს გადაწყვეტილებები ერთხმად მიიღება და, იმავდროულად, აქციონერთა წარმომადგენელმა დირექტორებმა შეიძლება აღარ იმოქმედონ ერთგვარად, რადგან ბორდში წარმოდგენილი არიან დამოუკიდებელი წევრებიც.[72]

გერმანიის გამოკლებით, სადაც კანონით დასაქმებულთა საბჭოებს შეუძლიათ, მიიღონ გადაწყვეტილება (მენეჯმენტთან ერთად) ზოგიერთ შრომით საკითხზე,[73] სხვა იურისდიქციების საკორპორაციო სამართალი არასდროს არ აძლევს გადაწყვეტილების უშუალოდ მიღების უფლებას დასაქმებულებს. ევროკავშირის დირექტივების შესაბამისად, საჭიროა დასაქმებულთა საბჭოების ინფორმირება და მათთან კონსულტაცია (თუმცა არა გადაწყვეტილება) შრომით საკითხებზე, რომლებიც დასაქმებულებს ეხებათ, როგორებიცაა: სამომავლო დასაქმების ტენდენცია, საწარმოს მნიშვნელოვანი ორგანიზაციული ცვლილებები, კოლექტიური შემცირებები ან შვილობილი კომპანიების გაყიდვები.[74] ასეთი უფლებები საშუალებას აძლევს შრომით ძალას, რომ წინასწარ მოემზადოს, ჩამოაყალიბოს არგუმენტირებული პოზიცია ან სხვაგვარად დაიცვას დასაქმებულთა ინტერესები. მიუხედავად იმისა, რომ დასაქმებულთა საბჭოები პირდაპირ გავლენას ვერ ახდენენ კორპორაციულ გადაწყვეტილებებზე, ინფორმაციის მიმოცვლა უმაღლეს მენეჯმენტსა და დასაქმებულებს შორის, სავარაუდოდ, ქმნის ისეთსავე ნდობას კომპანიებსა და დასაქმებულებს შორის, როგორც მმართველობაში სავალდებულო ჩართულობა, განსაკუთრებით, როდესაც საბჭოში დასაქმებულთა წარმომადგენლები თავად კომპანიის დასაქმებულები არიან და არა შრომითი გაერთიანებების მიერ დანიშნული გარეშე პირები.[75]

[71] § 33 Mitbestimmungsgesetz. (გერმანია).

[72] იხ. თავი 3.3.1.

[73] §§ 87 *et seq.* Betriebsverfassungsgesetz (გერმანია).

[74] იხ. European Works Council Directive (Recast Directive 2009/38/EC, 2009 O.J. (L 122) 28); Art. 4 General Framework Directive (Directive 2002/14/EC, 2002 O.J. (L 80) 29); Art. 2 Collective Redundancies Directive (Council Directive 98/59/EC, 1998 O.J. (L 224) 16); Art. 7 Sale of Undertakings Directive (Council Directive 2001/23/EC, 2001 O.J. (L 82) 16).

[75] დასაქმებულთა საბჭოს ინფორმაციის გაზიარების უკეთესი მექანიზმის შემოთავაზება შეუძლია, რადგან დასაქმებულთა გაერთიანებებისგან განსხვავებით, ისინი დასაქმების პირობების მოლაპარაკებაში არ მონაწილეობენ: იხ. Annette Van Den Berg, *The Contribution of Work Representation to Solving the Governance Structure Problem*, 8 Journal of Management and Governance 129 (2004). იხ. ასევე Davies, note 56.

4.2.2 წახალისებისა და შეზღუდვების სტრატეგია

დასაქმებულთა დაცვისთვის მინორიტარი აქციონერების დაცვასთან შედარებით წახალისების სტრატეგიას უფრო მცირე მნიშვნელობა აქვს. განვიხილოთ რწმუნებულებითი სტრატეგია. რა თქმა უნდა, დამოუკიდებელი დირექტორები შესაძლებელია, დასაქმებულთა ისეთივე სუსტი წარმომადგენლები იყვნენ, როგორიც მინორიტარი აქციონერების, თუ კანონმდებლობა და ადგილობრივი ბიზნესკულტურა ამის მოტივაციას ქმნის. და რაღაც დონეზე კანონმდებლობა ხელს უწყობს ასეთ სტრატეგიას, თუნდაც აშშ-ში, სადაც ბევრ შტატში, დელავერის გარდა, უფლებას აძლევენ დირექტორებს, თუმცა არ ავალდებულებენ, რომ მნიშვნელოვანი გადაწყვეტილებების მიღებისას, განსაკუთრებით მტრული დაუფლების კონტექსტში, გაითვალისწინონ დასაქმებულთა და გარე ინტერესთა ჯგუფების ინტერესები. [76]

მინორიტარი აქციონერებისგან განსხვავებით, არააქციონერი გარეშე ჯგუფები ვერ სარგებლობენ, და არც შეუძლიათ ისარგებლონ, თანაბარი წილის ნორმით. დასაქმებულები, გამსესხებლები და მიმწოდებლები თავიანთი კომპენსაციის უმეტეს ნაწილს ფიქსირებული გადახდების სახით იღებენ და არა სადავო მოთხოვნის უფლებების სახით წილზე საწარმოს მიერ მიღებული შემოსავლებიდან. როდესაც დასაქმებულები ინვესტიციას ახორციელებენ საწარმოსთვის სპეციფიკური ადამიანური რესურსის განვითარებაში, ასეთი ფიქსირებული გადახდები შეიძლება საწარმოს რისკის გადანაწილების მთავარი სტრატეგიაც იყოს, რადგან დაინტერესებული მხარეები, როგორც წესი, სხვადასხვა საწარმოში ანაწილებენ ფინანსურ ინვესტიციებს.

დასაქმებულთათვის აქციების საკუთრებაში გადაცემა თანაბარი წილის ნორმის უფრო სუსტ ვარიანტს შეიძლება ჰგავდეს. ზოგიერთ იურისდიქციაში წახალისებულია საწარმოში საკუთრების დასაქმებულებთან გაზიარება, რადგან მიიჩნევა, რომ ამით უმჯობესდება კორპორაციული მართვა და მცირდება დაძაბულობები საწარმოს შიგნით.[77] სამაგიეროდ, აქციების დასაქმებულთა მიერ ფლობა დივერსიფიცირებული პორტფელის მქონე გარე ინვესტორებთან შედარებით განსხვავებულ და არცთუ დამაკმაყოფილებელ შედეგებს იწვევს დასაქმებულთათვის. დასაქმებულთათვის აქციების ქონა თავიანთ საწარმოში უფრო ზრდის უკვე დიდ, და უმეტესად არადივერსიფიცირებულ, საწარმოსთვის სპეციფიკურ რისკს, რომელიც მათ აქვთ. ამასთან, ნათელი არ არის, რამდენად

[76] იხ. თავი 8.1.2.3. აშშ-ის ბორდის ტრასტის მსგავსი ანალიზისთვის იხ. Blair and Stout, note 57.

[77] ჯილდოს სტრატეგია ასევე შეიძლება არსებობდეს სამართლებრივად სანქცირებული საზიარო რეჟიმის ფორმით. მაგალითად, აშშ-ში საგადასახადო შეღავათები არსებობს დასაქმებულის კუთვნილი აქციების მიმართ: იხ. Henry Hansmann, The Ownership of Enterprise 87 (1996). საფრანგეთი აწესებს 50-ზე მეტ დასაქმებულიან საწარმოებში ფართომასშტაბიან ინფორმაციის უფლებებს და დასაქმებულთან მოგების გაზიარების შეზღუდულ უფლებებს. იხ. Arts. L. 2322-1, 2323-6 to 2323-23-60, 3322-2, 3324-1 and 3324-10 Code du travail.

იცავს ეს დასაქმებულთა, როგორც კლასის, ინტერესებს, რადგან დასაქმებული აქციონერების რიცხვი, ზოგადად, უმცირესობაში რჩება და მნიშვნელოვანი მმართველობითი უფლებებიც არ გააჩნია. მიუხედავად ამისა, დაბალი დონის დასაქმებულებს პრაქტიკაში ხშირად აძლევენ აქციათა ოფციებს, განსაკუთრებით მაღალი ტექნოლოგიების ინდუსტრიებში: აქციათა ოფციებს შეუძლია, ფინანსური და კაპიტალური შეზღუდვები შეამსუბუქოს, ასევე ხელი შეუწყოს ოპტიმისტი დასაქმებულების იდენტიფიცირებას და მათ შენარჩუნებას.[78]

და ბოლოს, დასაქმებულთა დასაცავად შეზღუდვების სტრატეგია დიდწილად გათვალისწინებულია შესაბამის რეგულაციურ სტრუქტურებში, როგორიცაა შრომის სამართალი, რომელსაც, წიგნის მოცულობიდან გამომდინარე, არ შევეხებით, გარდა იმ შემთხვევისა, როდესაც მე-7 თავში განვიხილავთ ფუნდამენტურ კორპორაციულ გადაწყვეტილებებს.[79] სხვაგვარად, კანონები, რომლებიც ნებას რთავენ ან ავალდებულებენ დირექტორებს, რომ გაითვალისწინონ არააქციონერი ინტერესთა ჯგუფების ინტერესები, როგორც წესი, დასაქმებულთა ინტერესებსაც იცავს.[80] მიუხედავად ამისა, სხვა არააქციონერი ჯგუფების დაცვის მექანიზმები, ჩვეულებრივ, როგორც ქვემოთ განვიხილავთ, უძლური ან ვიწროდ ორიენტირებულია.

4.3 გარე ინტერესთა ჯგუფების დაცვა

საკორპორაციო სამართალი ყოველთვის, უმთავრესად, კონცენტრირებულია კორპორაციისა და მისი სახელშეკრულებო მხარეების ურთიერთობაზე – კერძოდ, მენეჯერებისა და აქციონერების, მაგრამ ასევე კრედიტორებისა და დასაქმებულების. თუმცა საეჭვო არ არის, რომ კორპორაციის ეკონომიკური მნიშვნელობა და გავლენა ბევრად სცდება მის ურთიერთობას სახელშეკრულებო მხარეებთან. ზედამხედველობის გარეშე კორპორაციებმა შეიძლება განახორციელონ სოციალურად მავნებელი საქმიანობა, როგორებიცაა: გარემოსდაცვითი დეგრადაცია, ადამიანის უფლებების დარღვევა, კონკურენციის კანონმდებლობის დამრღვევი ქცევა, ან ისეთი საქმიანობა, რომელიც ეკონომიკას საფრთხეს უქმნის. ბოლო სკანდალი გერმანულ მანქანების მწარმოებელ „ფოლკსვაგენის“ თაობაზე ამის კარგი მაგალითია: „ფოლკსვაგენმა“ შექმნა მანქანების პროგრამა ისე, რომ მოეტყუებინა გამონაბოლქვის შესა-

[78] იხ., მაგ., John E. Core and Wayne R. Guay, *Stock Option Plans for Non-executive Employees*, 61 Journal of Financial Economics 253 (2001) (ადგენს ასოციაციას აქციის საკუთრებასა და დაფინანსებისა და კაპიტალის შეზღუდვებს შორის); Paul Oyer and Scott Schaefer, *Why Do Some Firms Give Stock Options to All Employees? An Empirical Examination of Alternative Theories*, 76 Journal of Financial Economics 99 (2005) (აქციათა მესაკუთრეობის ხშირ გამოყენებას მიაწერს დაყოფისა და შენარჩუნების მიზნებს და არა სტიმულებს).

[79] იხ. თავი 7.4.3.2.

[80] იხ. თავი 4.3.3.

მოწმებლად შექმნილი ტესტები. კომპანიის დაუღალავმა სწრაფვამ ზრდისკენ, რომელიც როგორც აქციონერების, ისე დასაქმებულთა სასარგებლო ქცევა იყო, მენეჯერებს უბიძგა ისეთი არჩევანის გაკეთებისკენ, რომელიც ეწინააღმდეგება ფართო საზოგადოების ინტერესებს.

რა თქმა უნდა, კორპორაციები სოციალურად მავნებელი საქმიანობის მონოპოლისტები არ არიან: იმავე საქმიანობის განხორციელება შეუძლიათ ფიზიკურ პირებს და სხვა ორგანიზაციებსაც. თუმცა, რადგანაც კორპორაციული ფორმა განსაკუთრებით მორგებულია ფართო მასშტაბის საწარმოებზე, მათ მიერ შექმნილი სოციალური საფრთხეც დიდი მასშტაბებისაა. ამასთან, შეზღუდული პასუხისმგებლობა, რომელიც კორპორაციული ფორმის ერთ-ერთი მთავარი მახასიათებელია, ემატება ამ პრობლემას, რადგან საშუალებას აძლევს აქციონერებს, რომ მათი კომპანიის საქმიანობით მესამე მხარეებისთვის მიყენებული ზიანიდან მხოლოდ მცირე ნაწილზე აგონ პასუხი.[81] და ზუსტად იმიტომ, რომ ისინი თავს სახელშეკრულებო მექანიზმებით ვერ იცავენ, კორპორაციის არასახელშეკრულებო კრედიტორებს უფრო მეტად სჭირდებათ სამართლებრივი დაცვა.

მთავარი შეკითხვა არის არა ის, რამდენად სჭირდებათ კორპორაციის არასახელშეკრულებო კრედიტორებს დაცვა, – მათ ეს ნამდვილად სჭირდებათ, – არამედ რამდენად სწორია, რომ მათი დაცვის მექანიზმები საკორპორაციო სამართალმა უზრუნველყოს. მარტივი პასუხი არის, რომ არასაკორპორაციო ინტერესების დაცვა უნდა უზრუნველყოს სამართლის სხვა სფერომ, მაგალითად: გარემოს დაცვის, ადამიანის უფლებების, კონკურენციის ან ფინანსური რეგულაციის სამართალმა. მართლაც, სამართლებრივი წესებისა და სტანდარტების ანუ შეზღუდვების სტრატეგიის გამოყენება, რათა დაცული იყოს საკორპორაციო ფორმის გარეშე ჯგუფები, თავისი განმარტებითვე მიანიშნებს, რომ არასაკორპორაციო სამართლის სფეროს წარმოადგენს; აქ ხდება სამართლის სხვა სფეროების ნორმების მისადაგება კორპორაციებთან, როგორც იურიდიულ პირებთან.

მიუხედავად ამისა, რაღაც შემთხვევებში, ჩვენი მთავარი იურისდიქციები მიმართავენ მე-2 თავში აღწერილ მმართველობისა და წახალისების სტრატეგიებს, რათა (არამხოლოდ) შეამცირონ წარმომადგენლობის პრობლემები საწარმოს შიგნით და (იმავდროულად) მიაღწიონ უფრო ფართო სოციალურ მიზნებს. ასეთი მიდგომა შეიძლება საჭირო იყოს, როდესაც – რეგულატორის ინფორმაციის ნაკლებობის ან შესაბამისი ინდუსტრიის წარმატებული ლობირების შედეგად – უფრო პირდაპირი რეგულაციური პასუხი ამ გარეშე ფაქტორებსა და სხვა სოციალურ პრობლემებზე არარეალისტურია;[82] მეორე მხრივ, საკორპორაციო სამართალი შეიძლება იყოს პოპულისტებისა ან სხვა მცდარი

[81] იხ. თავი 1.2.2 და თავი 5.1.2.3.

[82] იხ. Mariana Pargendler, *The Corporate Governance Obsession*, 42 Journal of Corporation Law 101 (2016).

რეფორმების მსხვერპლი, რომელიც ამცირებს რეჟიმის ეფექტურობას ისე, რომ რამე ღირებულ სარგებელს არ უქმნის სხვა ინტერესთა ჯგუფებს.

გარე ინტერესთა ჯგუფების დასაცავად საკორპორაციო სამართლის გამოყენება სიახლე არ არის. ისტორიულად, დაფუძნების მთავარი წინაპირობა ამ ბიზნესიდან საზოგადოებისთვის მომდინარე სარგებლის დადასტურება იყო. ადრინდელი საკორპორაციო სამართლის სხვა მახასიათებლებს შორის იყო სპეციალურად შექმნილი მექანიზმები, რათა შემცირებულიყო მონოპოლიის პრობლემები, ან სხვაგვარად დაცული ყოფილიყვნენ მომხმარებლები.[83] ფაქტობრივად, საკორპორაციო სამართლის არასახელშეკრულებო კრედიტორების ინტერესების დასაცავად გამოყენების ისტორიული და თანამედროვე მაგალითები იმდენად ბევრია, რომ სრულად აღწერა შეუძლებელია.[84] თუმცა აღნიშვნის ღირსია, რომ ბოლო წლებში და, განსაკუთრებით, ბოლო ფინანსური კრიზისის ფონზე, შესამჩნევად გაიზარდა ისეთი სტრატეგიები, რომლებიც აწესრიგებს ბიზნესკორპორაციის შიდა მმართველობას, უმთავრესად ფინანსურ სექტორში და ცდილობს ფართო სოციალური და ეკონომიკური პრობლემების მოგვარებას.

სანამ გავაგრძელებთ, საჭიროა ერთი რამ წინასწარ განვაცხადოთ: გარე ინტერესების დაცვის ყველა მცდელობა, იქნება ეს სქესობრივი თანასწორობა ბორდში თუ სისტემური რისკის შემცირება და ადამიანის უფლებების დაცვა, მართლდება იმით, რომ ეს ზრდის აქციონერთა გრძელვადიან სარგებელს. მიუხედავად იმისა, რომ აქციონერთა გრძელვადიანი ინტერესები ზოგჯერ შეიძლება საზოგადოების ფართო ინტერესებს დაემთხვეს, მათი მუდმივი შესაბამისობა ყველა გარემოებაში არარეალისტურია. შემდგომი განხილვისას ჩვენ შევაფასებთ შემთხვევებს, როდესაც საკორპორაციო სამართლის სამართლებრივი სტრატეგიები გამოიყენება გარეშე ჯგუფების ინტერესების დასაცავად, თუმცა ყურადღება არ ექცევა, რამდენად სასარგებლოა ასეთი ნაბიჯები ინვესტორებისთვის.

4.3.1 აფილირების სტრატეგიები

საჯაროდ მოვაჭრე კომპანიების მიერ მათი ფინანსური საკითხების თაობაზე ინფორმაციის ღიაობის ვალდებულებების დიდი უმრავლესობა შექმნილია, რათა დაეხმაროს ინვესტორებს კორპორაციის ფინანსური მდგომარეობის შეფასებასა და, იმავდროულად, თავიანთი მმართველობითი უფლებების გამოყენებაში. [85] საჯაროდ ხელმისაწვდომი ინფორმაციის ხარისხისა და რაოდე-

[83] Henry Hansmann and Mariana Pargendler, *The Evolution of Shareholder Voting Rights: Separation of Ownership and Consumption*, 123 Yale Law Journal 948 (2014).

[84] ეს განსაკუთრებით შესამჩნევია დაუფლების რეგულაციის შემთხვევაში, რომელზეც ხშირად გავლენას ახდენს დასაქმებულთა, ადგილობრივი საზოგადოებისა და ეროვნული ეკონომიკის ინტერესები. მაგალითებისთვის იხ. თავი 8.

[85] იხ. თავი 3.4.2 და თავი 9.

ნობის გაზრდით უმჯობესდება აქციის ფასების ეფექტურად შეფასება და აქციონერებს, როგორც კლასს, უკეთ შეუძლიათ ფინანსურად მოტივირებული აფილირების (და უფრო ნაკლებად, ხმის მიცემის) გადაწყვეტილებების მიღება.

სამაგიეროდ, ბოლო წლებში გაზიარდა მოთხოვნა „არაფინანსური“ და „სოციალური“ ინფორმაციის ღიაობაზე.[86] ეს ახალი ვალდებულებები უკავშირდება ისეთ ინფორმაციას, რომელიც, სავარაუდოდ, ღირებულია სოციალური თვალსაზრისით, მაგრამ აქციონერების მიერ ფინანსურად მოტივირებული აფილირების გადაწყვეტილებებისათვის ყოველთვის რელევანტური არ არის. სანაცვლოდ, მათი მიზანია, დაეხმარონ აქციონერებს (და მომხმარებლებს), სოციალური კრიტერიუმების საფუძველზე მიიღონ საწარმოში შესვლისა ან მისი დატოვების გადაწყვეტილება, და როცა ასეთი გადაწყვეტილებები ფართო მასშტაბით მიიღება, შესაბამისად ჩამოყალიბდება მნიშვნელოვანი კორპორაციული ქცევაც. მაგალითად, 2010 წლის დოდ-ფრანკის აქტით, აშშ-ში საჯაროდ მოვაჭრე კომპანიები ვალდებული არიან, გაამჟღავნონ ინფორმაცია, თუ როგორ იყენებენ კონფლიქტურ მინერალებს კონგოს დემოკრატიული რესპუბლიკიდან – წესის მიზანია, არ წაახალისოს ასეთი მინერალების გამოყენება და, შედეგად, ხელი შეუწყოს რეგიონში არსებული ჰუმანიტარული კრიზისის გაუმჯობესებას.[87] ამის მსგავსად, SEC-ის ახალი მოთხოვნაა, რომ საჯაროდ მოვაჭრე კომპანიებმა საჯარო უნდა გახადონ ინფორმაცია იმის თაობაზე, თუ რამდენად ითვალისწინებენ მრავალფეროვნებას დირექტორთა ნომინაციების წარდგენის დროს. ეს წესი, ნაწილობრივ მაინც, შეიქმნა იმ პრობლემური საკითხების გამო, რაც ქალებისა და უმცირესობების მიმართ სამართლიან მოპყრობას უკავშირდება.

დოდ-ფრანკის აქტით, ასევე სავალდებულოა ინფორმაციის ღიაობა CEO-ისა და საწარმოს საშუალო დასაქმებულის ხელფასების შეფარდების შესახებ. ეს წესი, მიიჩნევა, რომ ფინანსურ შედეგიანობაზე მეტად აფასებს საწარმოში არათანასწორობის ალბათობას. ასევე, იაპონიაში ბოლო დროს გაიზარდა წუხილი CEO-ისა და დასაქმებულების ანაზღაურებებს შორის დიდი სხვაობის გამო, რამაც გამოიწვია აღმასრულებლის ანაზღაურების თაობაზე ინფორმაციის ღიაობის ვალდებულების შემოღება.[88] იაპონიაში პირველად სავალდებულოა აღმასრულებელთა ანაზღაურების ინდივიდუალური პაკეტების თაობაზე მოხსენების წარდგენა, მაგრამ მხოლოდ იმ კომპანიებში, სადაც CEO-ის წლიური ხელფასი 100 მილიონ იენს (დაახლოებით 1 მილიონ აშშ-ის

[86] იხ., მაგ., Donald C. Langevoort and Robert B. Thompson, *"Publicness" in Contemporary Securities Regulation after the JOBS Act*, 101 Georgetown Law Journal 337 (2013).

[87] ვაშინგტონის რაიონის სასამართლოს აზრით, წესი, რომელიც ავალდებულებს კომპანიას, დაადასტუროს, რომ მისი პროდუქტი არ ეწინააღმდეგება „DRC“-ს, არღვევს ამერიკის კონსტიტუციით გარანტირებულ გამოხატვის თავისუფლებას: *Nat'l Ass'n of Mfrs. v. SEC*, 2014 Westlaw 1408274 (D.C. Cir., Apr. 14, 2014).

[88] იხ. Robert J. Jackson, Jr. and Curtis J. Milhaupt, *Corporate Governance and Executive Compensation: Evidence from Japan*, 2014 Columbia Business Law Review 111, 129.

დოლარს) აღემატება – ეს საკმაოდ მაღალი ზღვარია, რომელსაც იაპონური კომპანიების უმეტესობა არ სცდება.[89]

არაფინანსური ინფორმაციის ღიაობასთან დაკავშირებით ცვლილებები მოხდა ევროკავშირშიც. ანგარიშგების დირექტივა მომპოვებლობითი სამუშაოების მწარმოებელ კომპანიებს ავალდებულებს, გაამჟღავნონ იმ თანხების დეტალები, რომლებსაც ისინი მათი საქმიანობის ქვეყნებში ადგილობრივ მთავრობას უხდიან.[90] გარდა ამისა, 2014 წლის დირექტივა ავალდებულებს კომპანიებს, მენეჯმენტმოხსენებებში წარმოადგინონ არაფინანსური ინფორმაცია, მათ შორის: კომპანიის პოლიტიკისა და შედეგების თაობაზე „გარემოს დაცვითი, სოციალური და დასაქმებულთა საკითხების მიმართ, ადამიანის უფლებების დაცვის, ანტიკორუფციულ და მოქრთამვის საკითხებზე.“ [91] ეს ახალი მოთხოვნები საკმაოდ ფართომასშტაბიანია: ისინი ვრცელდება ყველა დიდ საზოგადოებრივი დაინტერესების მქონე პირზე და ეს კატეგორია მოიცავს არა მარტო საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებულ კომპანიებს, არამედ ასევე მცირე ბანკებსა და სადაზღვევო ფირმებს, რომლებსაც 500-ზე მეტი დასაქმებული ჰყავთ. სავარაუდოდ, მიზანი არის, რომ აქციონერების, მომხმარებლებისა და სამოქალაქო საზოგადოების წნეხმა კორპორაციები უფრო მეტად სოციალურად სასარგებლო ქცევისკენ მიმართოს. იაპონიაში სტეიკჰოლდერთა გარე ჯგუფების დასაცავად არაფინანსური ინფორმაციის ღიაობის შედარებით ნაკლები ვალდებულებებია, სამაგიეროდ, ტოკიოს საფონდო ბირჟა ითხოვს კომპანიებისგან, რომ მმართველობით მოხსნებებში აღწერონ, როგორ იცავენ სხვადასხვა ჯგუფის ინტერესებს.

ღია საკითხად რჩება, რამდენად არის ინფორმაციის ღიაობა ამ ამბიციური მიზნების მიღწევის შესაბამისი საშუალება. ამ საკითხს მოგვიანებით კიდევ განვიხილავთ.

4.3.2 დანიშვნისა და გადაწყვეტილების მიღების სტრატეგიები

გარეშე ჯგუფების ინტერესების დაცვა ასევე შესაძლებელია გადაწყვეტილების მიღებისა და დანიშვნის უფლებების მინიჭებით. რეფორმატორებმა წარსულში სხვადასხვა დროს წამოწიეს „გარეშე ჯგუფების დირექტორების“ ინიციატივა (განსაკუთრებით, 1970-იან წლებში).[92] ჩვენი ძირითადი იურის-

[89] Cabinet Office Ordinance on Disclosure of Corporate Affairs, Form 2 (Precautions for Recording (57)d) and Form 3 (Precautions for Recording (37)).

[90] იხ. Arts. 41–8 Directive 2013/34/EU, 2013 O.J. (L 182) 19. „მომპოვებლობითი ინდუსტრიები“ მოიცავს მინერალების, ნავთობის, ბუნებრივი აირის ან სხვა მასალების მოძიებასა და მოპოვებას. ღიაობის ვალდებულებები ვრცელდება ასევე საწარმოებზე, რომლებიც აწარმოებენ ხის ჭრას ტყეებში (მუხლი 41).

[91] Directive 2014/95/EU, 2014 O.J. (L 330) 4, which inserted Art. 19A to Directive 2013/34/EU.

[92] იხ., მაგ., Ralph Nader, Mark Green, and Joel Seligman, Taming the Giant Corporation 125 (1976) (მხარს უჭერს თითოეული დაინტერესებული მხარის ინფორმირებული წარ-

დიქციებიდან არცერთი არ ანიჭებს გარეშე ჯგუფებს, დასაქმებულთა გარდა, დირექტორების დანიშვნის პირდაპირ უფლებას. ერთადერთი გამონაკლისი არის დანიშვნის უფლება, რომელიც ენიჭება ზოგიერთი „ოქროს აქციის“ მფლობელს – მაგალითად, საფრანგეთში *action specifique-ს* სახით – რომლითაც სახელმწიფოებს ენიჭებათ პრივატიზებულ საწარმოების ბორდში დირექტორების დანიშვნის უფლება.[93]

თუმცა ყველა იურისდიქციაში არის დადგენილი დირექტორის კვალიფიკაციის მოთხოვნები, რომლებითაც შეზღუდულია აქციონერთა კანდიდატების არჩევანი. ეს ხდება უფრო ფართო სოციალური ან ეკონომიკური მიზნებიდან გამომდინარე. ამის ერთ-ერთი მაგალითია აშშ-ში, გერმანიასა და იტალიაში მიღებული წესი, რომლითაც ფინანსური ინსტიტუტის დირექტორებს, კონკურენციის მოთხოვნებიდან გამომდინარე, ეკრძალებათ სხვა ფინანსური ინსტიტუტის ბორდში ყოფნა.[94]

ახლახან გერმანიაში, იტალიასა და საფრანგეთში, ასევე სხვა ქვეყნებში დაწესდა კორპორაციული ბორდების სავალდებულო მინიმალური კვოტები, [95] ხოლო იაპონიამ ამის პარალელურად შემოიღო ნებაყოფლობითი სამიზნეები. გენდერული კვოტები დანიშვნის უფლებების შეზღუდვის საუკეთესო მაგალითად მიიჩნევა, რაც მიზნად ისახავს არამხოლოდ აქციონერების ინტერესების ხელშეწყობას. ემპირიული ლიტერატურა არ უთითებს რამე მტკიცებულებაზე, რომელიც ადასტურებს, რომ ბორდში გენდერული ბალანსი როგორმე უკავშირდება საწარმოს შედეგიანობას.[96] თუმცა ასეთი მტკიცებულების არარსებობის გამო არ შეწყვეტილა ბორდში დამოუკიდებელი დირექტორების დანიშვნის პრაქტიკა, როგორც აქციონერთა ინტერესების დაცვის მექანიზმი,[97] თანაც ასეთი კვოტების შემოღების სავარაუდო ალტერნატიული მიზეზი პოლიტიკურია და გენდერული სამართლიანობას ხელშეწყობას ემსახურება. თუმცა შე-

მომადგენლის დანიშვნას ბორდზე, სხვა საკითხებთან ერთად, როგორებიცაა გარემოს დაცვითი საკითხები, მომხმარებელთა ინტერესები და შესაბამისობა).

[93] Art. 31-1 Ordonnance No. 2014-948 of 20 August 2014, inserted by Loi No. 2015-990 of 6 August 2015.

[94] Section 8 of the Clayton Act (U.S.); § 100 section 2 No. 3 AktG (Germany); Art. 36, Decree- Law 6 December 2011, No. 201 (Italy).

[95] Aktiengesetz § 96(2) (სამეთვალყურეო საბჭოს წევრების 30 პროცენტი შედგება დასაქმებულთა წარმომადგენლებისგან); Arts. 225-18-1 and 225-69-1 Code de commerce (ძალაშია 2017 და 2020 წლების 1 იანვრიდან); Art. 147-III Consolidated Act on Financial Intermediation (Italy) (ბორდის წევრების მესამედი). იტალიური სამართლის გენდერული კვოტა მისი 2012 წელს ძალაში შესვლის შემდეგ მხოლოდ ბორდის სამ არჩევნებს ეხება.

[96] იხ., მაგ., Deborah H. Rhode and Amanda Packel, *Diversity on Boards: How Much Difference Does Difference Make?* 39 Delaware Journal of Corporate Law 363 (2014) (მიმოიხილავს ბორდზე ქალთა წარმომადგენლობის თაობაზე ემპირიულ ლიტერატურას და ასკვნის, რომ „მრავალფეროვნებასა და ფინანსურ შედეგიანობას შორის კავშირის დამაჯერებელი საბუთი არ არსებობს“); Renee B. Adams, *Women on Boards: The Superheroes of Tomorrow?*, ECGI Finance WP No 466/2016 (2016) (იგივე).

[97] იხ. თავი 3.2.

საძლებელია, ამით გაუმჯობესდეს არააქციონერი სტეიკჰოლდერების ინტერესთა დაცვა, რადგან კვლევები აჩვენებენ, რომ ქალი დირექტორების მიდგომა რისკისა და ინტერესთა ჯგუფების დაცვის მიმართ კაცი დირექტორების მიდგომისგან განსხვავებულია.[98]

არააქციონერი ჯგუფების ინტერესების დასაცავად ცალკეულ შემთხვევებში ასევე გამოიყენება გადაწყვეტილების მიღების უფლებები. ეს პირდაპირ არ ხდება, სულ მცირე, ჩვენს ძირითად იურისდიქციებში მაინც, არამედ არაპირდაპირ, სახელმწიფოსთვის გადაწყვეტილების მიღების მინიჭების გზით. ამის მაგალითია მთავრობის მიერ პრივატიზებულ საწარმოში „ოქროს აქციის“ ქონა. ეს პირველად გაჩნდა დიდ ბრიტანეთში 1980-იანი წლების პრივატიზაციების დროს, შემდეგ კი გავრცელდა ბრაზილიაში, საფრანგეთში, გერმანიასა და იტალიაში.[99] ოქროს აქცია სახელმწიფოს ანიჭებს ვეტოს უფლებას კონკრეტულ ფუნდამენტურ კორპორაციულ გადაწყვეტილებებზე (როგორებიცაა: შერწყმა, ლიკვიდაცია და აქტივების გაყიდვა) და ეს ვეტოს უფლება არ არის პროპორციული სხვების წილობრივი მონაწილეობისა და ხანდახან ამას არანაირი მნიშვნელობა არ აქვს. ოქროს აქციის მფლობელი მთავრობები მხოლოდ სახელობით აქციონერებს წარმოადგენენ, რადგან ისინი არც ინვესტორები არიან და არც საწარმოს ბენეფიციური მესაკუთრეები.[100] მთავრობისთვის ასეთი ფართო უფლების მინიჭება აიხსნება, სავარაუდოდ, ფართო საჯარო ინტერესების დაცვის განზრახვით.[101]

ოქროს აქცია არ არის ერთადერთი მეთოდი, რომლის საშუალებითაც მთავრობებს შეუძლიათ, პირდაპირი კორპორაციული უფლებამოსილება გა-

[98] იხ., მაგ., George R. Franke, Deborah F. Crown, and Deborah F. Spake, *Gender Differences in Ethical Perceptions of Business Practices*, 82 Journal of Applied Psychology 920 (1997) (ქალები უფრო მოსალოდნელია, რომ კონკრეტულ გადაწყვეტილებას კაცებზე მეტად არაეთიკურად მიიჩნევენ); Renée B. Adams and Daniel Ferreira, *Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance*, 94 Journal of Financial Economics 291 (2009) (მრავალფეროვანი ბორდები ზედამხედველობას მეტ ძალისხმევას უთმობენ); David A. Matsa and Amalia R. Miller, *A Female Style in Corporate Leadership? Evidence from Quotas*, 5 American Economic Journal: Applied Economics 136 (2013) (ბორდებმა, სადაც დადგენილი იყო გენდერული კვოტა, გაზარდეს დასაქმებულთა ხარჯი და ნაკლები შემცირებები განახორციელეს). მაგრამ იხ. Renée B. Adams and Vanitha Ragunathan, *Lehman Sisters*, Working Paper (2015), at ssrn.com (ბანკები, სადაც მეტი ქალი დირექტორია, ნაკლებ რისკს არ იღებენ).

[99] თუმცა ოქროს აქციები წარმატებით გაპრობლემდა ევროკავშირში, სადაც დადგინდა, რომ ის კაპიტალის თავისუფალ მოძრაობას არღვევს. იხ., მაგ., Wolf-Georg Ringe, *Company Law and Free Movement of Capital*, 69 Cambridge Law Journal 378 (2010).

[100] რამდენად ანიჭებს ოქროს აქცია მთავრობას ფულის მოძრაობასთან დაკავშირებულ უფლებებს, იურისდიქციებზეა დამოკიდებული. იქაც, სადაც ასეთი უფლებები გათვალისწინებულია, მათთან დაკავშირებული გადაწყვეტილების მიღების უფლებები არაპროპორციულად ძლიერია.

[101] თუმცა, საწარმოს მოგების გადასახადის გამო, სახელმწიფო *ყველა* საწარმოს საბოლოო მოსარჩელეს წარმოადგენს, რის გამოც მისი ინტერესები დაახლოებულია აქციონერთა ინტერესებთან. მართლაც, რაც მეტად იცავენ საგადასახადო კანონმდებლობას, მით ნაკლებია კონტროლის უპირატესობები. იხ. Dyck and Zingales, note 2.

მოიყენონ სოციალური მიზნების მისაღწევად. განსხვავებული მაგალითია სახელმწიფოს მიერ საწარმოს ფლობა, რომელშიც მას ან აქციების უმრავლესობა ეკუთვნის, ან აქციათა მნიშვნელოვანი პაკეტი.[102] პრივატიზების ტალღების მიუხედავად, სახელმწიფო მნიშვნელოვან აქციონერად რჩება რამდენიმე ჩვენს ძირითად იურისდიქციაში – ყველაზე თვალსაჩინოდ საფრანგეთში, გერმანიაში, იტალიასა და ბრაზილიაში.[103] სახელმწიფოს თავისი ხმის უფლებებისა და დანიშვნის უფლებების, როგორც აქციონერის როლში გამოყენება შეუძლია, რათა საწარმო მიმართოს პოლიტიკური მიზნების მიღწევისკენ, თუნდაც ამით მცირდებოდეს ფინანსური მოგება. სახელმწიფოს კუთვნილი საწარმოები, ჩვეულებრივ, იმავე კორპორაციულ რეჟიმს ემორჩილება, როგორსაც კერძო ფირმები, ამიტომ სახელმწიფო, როგორც მაკონტროლებელი აქციონერი, ფართო დისკრეციით სარგებლობს და შეუძლია, საჯარო მიზნების მიღწევას ესწრაფოს.[104] მაგალითად, ბრაზილიის საკორპორაციო კანონი სახელმწიფოს აკისრებს იმავე ფიდუციურ მოვალეობებს, რასაც კერძო მაკონტროლებელ აქციონერებს, თუმცა სხვაგვარად ნებას რთავს კორპორაციას, მისდიოს საჯარო ინტერესებს, რაც ამართლებს სახელმწიფოს კუთვნილი საწარმოს შექმნას.[105]

და ბოლოს, მკვლევრებსა და პოლიტიკის განმსაზღვრელთ იმედი ჰქონდათ, აქციონერები თავადვე საზოგადოების ფართო ინტერესების სასარგებლოდ გამოიყენებდნენ თავიანთ გადაწყვეტილების უფლებებს. ამის ძირითადი ბაზისი ის არის, რომ გაიზარდა ინსტიტუციური ინვესტორების რიცხვი, რაც გავლენას ახდენს ფართო ეკონომიკაზე, ამასთან, ზოგიერთ იურისდიქციაში საზოგადოების სხვადასხვა სეგმენტში ფართოდ გავრცელდა კაპიტალის მესაკუთრეები (განსაკუთრებით აშშ-ში), რითაც ამ „უნივერსალური მესაკუთრეებისა“ და საჯარო ინტერესი ბუნებრივად გაუთანაბრდა ერთმანეთს. [106] ნაწილობრივ სწორედ ამ დაშვებას ემყარება აქციონერთა უფლებების გაფართოება 2008 წლის ფინანსური კრიზისის შემდეგ, რისი კარგი მაგალითია მსოფლიოს

[102] Bernardo Bortolotti and Mara Faccio, *Government Control of Privatized Firms*, 22 Review of Financial Studies 2907, 2924 (2009) (საერთო სამართლის ქვეყნებში მთავრობები უფრო ხშირად იყენებენ ოქროს აქციებს; კონტინენტური ევროპის სამართლის ქვეყნები უფრო მეტად პრივატიზებულ საწარმოებში ხანგრძლივად კაპიტალის ფლობით შემოიფარგლებიან); Aldo Musacchio and Sergio G. Lazzarini, Leviathan in Business, Brazil and Beyond (2014) (განიხილავს სახელმწიფო კაპიტალიზმის სხვადასხვა სახეობას).

[103] იხ. Mariana Pargendler, *State Ownership and Corporate Governance*, 80 Fordham Law Review 2917 (2012).

[104] Marcel Kahan and Edward Rock, *When the Government is the Controlling Shareholder*, 89 Texas Law Review 1293 (2011); Mariana Pargendler, *Governing State Capitalism: The Case of Brazil*, *in* Chinese State Capitalism and Institutional Change: Domestic and Global Implications 385 (Curtis J. Milhaupt and Benjamin Liebman eds., 2015).

[105] Art. 4º § 1º Lei 10.303, de 30 de junho de 2016 (Braz.).

[106] იხ., მაგ., Robert A. G. Monks and Nell Minow, Watching the Watchers 121 (1996); James P. Hawley and Andrew T. Williams, The Rise of Fiduciary Capitalism (2000); Gelter, *The Pension System*, note 55.

გარშემო „მენეჯმენტის ანაზღაურების განსაზღვრის უფლების“ თაობაზე წესების შემოღება.[107]

4.3.3 წახალისებისა და შეზღუდვის სტრატეგია

როგორც ზემოთ განვიხილეთ, გარეშე ჯგუფების ინტერესების დასაცავად შეზღუდვის სტრატეგიები უმეტესად „საკორპორაციო სამართლის“ პერიმეტრს გარეთ გამოიყენება. თუმცა აქ რამდენიმე გამონაკლისი მაინც არსებობს: პირველ რიგში, სამართლის სხვა დარგებმა შეიძლება შექმნან საკორპორაციო სამართლის მექანიზმები და აღსრულების საშუალებები, რაც ამ სფეროებს შორის საზღვრებს აბუნდოვანებს. მაგალითად, აშშ-ის უცხოური კორუფციული ქმედებების 1977 წლის აქტი (FCPA), ერთი მხრივ, ეხება ანგარიშგებასა და შიდა კონტროლს, მეორე მხრივ კი საჯარო ემიტენტების წინააღმდეგ აღსრულებას, რათა ებრძოლოს კორუფციას.

სხვა გამონაკლისია დირექტორების მოვალეობა, მხედველობაში მიიღონ გარეშე ჯგუფების ინტერესები, აქციონერების ინტერესებთან ერთად – სტანდარტების სტრატეგიის ერთ-ერთი გამოხატულება. ბევრი იურისდიქციის საკორპორაციო სამართალი ადგენს, რომ დირექტორებს ერთგულების მოვალეობა აკისრიათ საწარმოს და არა რომელიმე ინტერესთა ჯგუფის წინაშე.[108] ასეთი მოვალეობა ყველაზე ბუნებრივ საწყისებზე მიიჩნევა იმის გარანტად, რომ მოხდება ჯამური მოგების (ფინანსური თუ არაფინანსური) მაქსიმიზაცია ყველა კორპორაციული ინტერესთა ჯგუფის სასარგებლოდ.

თეორიულად, ამ ვალდებულების შესრულებამ შეიძლება (ან შეიძლება არც) მოითხოვოს კომპანიის მოგების გაყოფა აქციონერებსა და არააქციონერ ინტერესთა ჯგუფებს შორის, როგორებიც არიან დასაქმებულები, რათა კერძო კეთილდღეობა ყველა ჯგუფის სასარგებლოდ მაქსიმალურად გაიზარდოს.[109] სამაგიეროდ, პრაქტიკაში სასამართლოებს არ შეუძლიათ შეაფასონ, რომელი პოლიტიკით უფრო მეტად გაიზრდება საერთო კეთილდღეობა. ამით აიხსნება, რატომ არ აღსრულდება ვალდებულება, რომ ბორდი უნდა ემსახუროს კორპორაციის ინტერესებს (ფართო გაგებით), მიუხედავად იმისა, რომ ეს მოვალეობა ზოგგან გაწერილიც კია. ყველაზე სამართლიან დირექტორებსაც კი გაუჭირდებათ, მოძებნონ მოგების სხვადასხვა კორპორაციულ ჯგუფს შო-

[107] იგივე იდეა დაედო საფუძვლად შემოთავაზებებს, რომ სისტემურად მნიშვნელოვან საწარმოებში მენეჯერების უფრო მკაცრი პასუხისმგებლობა დადგინდეს შეზღუდვების სტრატეგიის მეშვეობით. იხ. John Armour and Jeffrey N. Gordon, *Systemic Harms and Shareholder Value*, 6 Journal of Legal Analysis 35 (2014) (მიიჩნევს, რომ მრავალრიცხოვანი აქციონერები ასეთი პასუხისმგებლობის აღსრულებისას იმოქმედებენ როგორც „საზოგადოების შუამავლები“).

[108] მაგ. Germany: §§ 76 I and 93 I 2 AktG; Japan: Art. 355 Companies Act.

[109] აღსანიშნავია, რომ საწარმოს ყველა დაინტერესებული პირის კეთილდღეობის მაქსიმიზაცია არ გულისხმობს, ზოგადად, სოციალური კეთილდღეობის მაქსიმიზაციას, რაც მოიცავს, მაგალითად, მომავალი დასაქმებულების კეთილდღეობას, რომლებიც არ დაიქირავეს, რადგან არსებული დასაქმებულების მაღალი ხელფასები საწარმოს არ აძლევს გაფართოების საშუალებას.

რის განაწილების საუკეთესო გზა. ამიტომ ბორდისთვის მითითება, რომ ემსახუროს კორპორაციის ინტერესებს, თანაბარი მოპყრობის ნორმა არ არის და საუკეთესო შემთხვევაში ღირსეულ ქცევაზე ბუნდოვანი მითითებაა, ხოლო ყველაზე ცუდ შემთხვევაში ბორდს უქმნის შესაძლებლობას, საკუთარ ინტერესებს ემსახუროს. მაგალითად, დიდი ბრიტანეთის კომპანიების 2006 წლის აქტი ავალებს დირექტორებს, რომ ესწრაფონ, გაზარდონ „[კომპანიის] წევრების მთლიანი სარგებელი *და, იმავდროულად, ყურადღება მიაქციონ* (სხვა საკითხებთან ერთად) ... კომპანიის დასაქმებულთა ინტერესებს ... [და] კომპანიის საქმიანობის გავლენას საზოგადოებასა და გარემოზე“.[110] თუმცა ვალდებულება სუბიექტური ფორმით არის ჩამოყალიბებული, რადგან ადგენს, რომ „იმოქმედოს ისე, *როგორც ის კეთილსინდისიერად მიიჩნევს საჭიროდ*“, რათა მიაღწიოს შესაბამის შედეგს. ეს სასამართლოებს საშუალებას აძლევს, მოქმედების მეტი დისკრეცია მიანიჭონ დირექტორებს. გარდა ამისა, მესამე პირებს არ შეუძლიათ ამ მოვალეობის აღსრულება. ამის მსგავსად, ბრაზილიის საკორპორაციო კანონი ადგენს, რომ დირექტორებმა უნდა იმოქმედონ კომპანიის საუკეთესო ინტერესებში, „საზოგადოებრივი სიკეთისა და საწარმოს სოციალური ფუნქციის გათვალისწინებით“; მაკონტროლებელ აქციონერებს, თავის მხრივ, ვალდებულებები და პასუხისმგებლობა აქვთ „სხვა აქციონერების, დასაქმებულებისა და საზოგადოების წინაშე, სადაც [კომპანია] საქმიანობს“. [111] თუმცა ასეთი ტიპის ჩანაწერს არანაირი შემზღუდველი ძალა არ აქვს, ისევე როგორც მსგავს ჩანაწერებს ტიპურ ამერიკულ სადამფუძნებლო დოკუმენტებში.[112]

ჩვენი ძირითადი იურისდიქციებიდან არცერთი არ ითვალისწინებს არააქციონერი სტეიკჰოლდერების დასაცავად მსგავს მოვალეობებს ისეთი ამბიციით, როგორც ამას ინდოეთის კომპანიების 2013 წლის აქტი ადგენს. აქტი კომპანიებს ავალდებულებს, შექმნან კორპორაციული სოციალური პასუხისმგებლობის კომიტეტი და წმინდა მოგების, სულ მცირე, 2% დახარჯონ თავიანთი „კორპორაციული სოციალური პასუხისმგებლობის პოლიტიკის“ წასახალისებლად, – უმჯობესია ადგილობრივ გარემოში, – ან ახსნან დაუმორჩილებლობის მიზეზები. „კორპორაციული სოციალური პასუხისმგებლობის“ განმარტება ინდოეთის კანონში საკმაოდ ფართოა და მოიცავს არა მარტო სოციალურ მიზნებს, რომლებიც მჭიდროდ უკავშირდება კომპანიის საქმიანობას, არამედ ისეთ ზოგად ჰუმანიტარულ მიზნებს, როგორებიცაა: შიმშილისა და სიღარიბის აღმოფხვრა, ბავშვების სიკვდილიანობის შემცირება და სხვადასხვა დაავადებასთან ბრძოლა.[113] გასაკვირი არ არის, რომ ასეთი ამბიციურობის გათვალისწინებით, ამ რეჟიმის ეფექტურობა კვლავ ღია საკითხია.

[110] § 172 Companies Act 2006 (UK).

[111] Arts. 164 and 116 Lei das Sociedades por Ações.

[112] იხ. თავი 8.5.

[113] Companies Act 2013 (India), Art. 135 and Schedule VII.

მართალია, ჩვენი ძირითადი იურისდიქციები არ ავალდებულებენ კომპანიებს სოციალურ თემებზე ფულის ხარჯვას, თუმცა ამას არც კრძალავენ. რამდენიმე მათგანი პირდაპირ ნებას რთავს კორპორაციას, განახორციელოს მნიშვნელოვანი საქველმოქმედო შენატანები.[114] სამართლის სისტემაში საქველმოქმედო საქმიანობა შეიძლება ასევე წახალისდეს საგადასახადო შეღავათების საშუალებით. და აშშ-შიც კი, სადაც აქციონერების წინაშე ფიდუციური მოვალეობები ფორმალურად ყველაზე ძლიერია,[115] დირექტორებს არააქციონერი ჯგუფების მიმართ მოპყრობის ფართო დისკრეცია აქვთ პრაქტიკაში, თუ მათი გადაწყვეტილება მიიჩნევა, რომ ხელს უწყობს აქციონერთა მოგების ზრდას გრძელვადიან პერსპექტივაში.[116]

საკორპორაციო სამართალი ასევე იცავს არააქციონერ ჯგუფებს, როცა დირექტორებს აკისრებს პასუხისმგებლობას, თუ ისინი ზედამხედველობას ვერ გაუწევენ შიდა კონტროლის სისტემებს, რომელთა ფუნქცია არის უკანონო საქმიანობის აღმოფხვრა. თუ უფრო სავარაუდოა, რომ კომპანიაში აღმოჩენილი იქნება უკანონო საქმიანობა და მისი ეფექტები აღმოიფხვრება, ამით, როგორც 3.4.1 თავში მოკლედ შევეხეთ, დაცული იქნება გარეშე ჯგუფების ინტერესებიც.[117] ზოგიერთ იურისდიქციაში ასევე გათვალისწინებულია დირექტორთა პასუხისმგებლობა მესამე პირებისთვის მათი გაუფრთხილებლობით (ან უხეში გაუფრთხილებლობით) მიყენებულ ზიანზე, რაც გამოწვეულია დირექტორების მიერ კორპორაციის წინაშე მოვალეობის დარღვევით.[118] თუმცა პრაქტიკაში ამ მოვალეობას, უმეტესად, მცირე კორპორაციების კრედიტორების დაცვის საშუალებად განიხილავენ.[119]

და ბოლოს, გარეშე ჯგუფების დასაცავად შეზღუდვების სტრატეგიის გამოყენების (უხეში) მაგალითია დირექტორებისა და თანამდებობის პირების – შეიძლება ასევე აქციონერების – პირადი პასუხისმგებლობის დადგენა კანონის დარ-

[114] იხ., მაგ., § 122(9) Delaware General Corporation Law; Art. 154, § 4º Lei das Sociedades por Ações.

[115] აქციონერთა უპირატესობის ყველაზე ცნობილი შეფასება მომდინარეობს საქმიდან – *Dodge v. Ford Motor Company*, 170 NW 668 (Mich. 1919) („კომპანიის დირექტორთა ბორდი არ არის უფლებამოსილი, კორპორაციის ბიზნესი ჩამოაყალიბოს და აწარმოოს აქციონერთა მხოლოდ მცირე სარგებლის და, ძირითადად, საზოგადოებისთვის სასარგებლოდ“). იხ. შედარებით ახალი საქმე: *eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark*, 16 Atlantic Reporter 3d 1, 33 (Del. Ch. 2010) („არააქციონერთა ინტერესების მხარდაჭერა, დაცვა ან განხორციელება, საბოლოო ჯამში, აქციონერთა სარგებელს უნდა ქმნიდეს“).

[116] Einer Elhauge, *Sacrificing Corporate Profits in the Public Interest*, 80 New York University Law Review 733 (2005) (სამეწარმეო განსჯის წესი მნიშვნელოვან მმართველობით დისკრეციას ტოვებს, რომ მოგება შეეწიროს საჯარო ინტერესს).

[117] Claire Hill and Brett McDonnell, *Reconsidering Board Oversight Duties after the Financial Crisis*, University of Illinois Law Review 859, 866–7 (2013).

[118] Art. 429(1) Companies Act (Japan); Art. 2395 Civil Code (Italy); Art. L. 225-251 Code de commerce (France). თუმცა ფრანგული სასამართლოები თითქმის არასდროს არ აკისრებენ გადახდისუნარიანი საწარმოს დირექტორს პასუხისმგებლობას მესამე პირების წინაშე. იხ. Maurice Cozian et al., Droit des sociétés 179 (28th edn., 2015).

[119] იხ. თავი 5.3.1.1.

ღვევებისათვის.[120] ჩვენი ყველა ძირითადი იურისდიქცია რაღაც შემთხვევებში გადაუხვევს დადგენილი წესიდან, რომ თავის ქმედებებზე პასუხს მხოლოდ კორპორაცია აგებს, როგორც ცალკე იურიდიული პირი. ამით ისინი ხელს უწყობენ სამართლის სხვა სფეროების შეკავებისა და კომპენსირების ფუნქციებს, როგორებიცაა: პროდუქტის უსაფრთხოება, სოციალური უსაფრთხოება, საგადასახადო კანონმდებლობა, საპატენტო კანონმდებლობა, გარემოს დაცვის კანონმდებლობა, შრომის სამართალი, ანტიკონკურენციული სამართალი და ფინანსური რეგულაციები.[121] ეს მოიცავს პირდაპირ სანქციებს კანონის განზრახ ან დაუდევრობით დარღვევისათვის და, ასევე, მეორეულ სანქციებს მესამე პირებისთვის მიყენებული ზიანის ანაზღაურების სახით, თუ კომპანია გადახდისუუნაროა.

კორპორაციული ფიდუციური მოვალეობების ფარგლებისა და შინაარსის მიუხედავად, რწმუნებულებითი სტრატეგია დამოუკიდებელი დირექტორების ფორმით, როგორც „ფართო სპექტრის პროფილაქტიკური საშუალება“, იცავს როგორც სახელშეკრულებო მხარეებს, ისე კორპორაციის გარეშე ჯგუფებს.[122] მაგალითად, ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟის წესებით აუდიტორულ კომიტეტებზე დამოუკიდებელი დირექტორების დანიშვნა სავალდებულო გახდა 1970-იან წლებში იმ დროის კორუფციული სკანდალების საპასუხოდ, მიუხედავად იმისა, რომ კორუფცია შეიძლება ინვესტორების ინტერესებში შედიოდეს (თუმცა აზიანებდეს ფართო საზოგადოებრივ ინტერესებს). მართლაც, ვინმემ შეიძლება იდავოს, რომ, იმ ბუნდოვანებიდან გამომდინარე, თუ ვის ინტერესებს იცავენ დამოუკიდებელი დირექტორები, – აქციონერების, როგორც კლასის, მინორიტარი აქციონერების, არააქციონერი სახელშეკრულებო მხარეების თუ გარეშე ჯგუფების, – ამ ინსტიტუტის სარგებლიანობის შესახებ პოლიტიკური ერთგვაროვანი მოსაზრებების გამო ის დროთა განმავლობაში ფართოდ გავრცელდა ჩვენს ყველა ძირითად იურისდიქციაში.[123] გარეშე ჯგუფების ინტერესების დასაცავად ასევე ფართოდ გამოიყენება წახალისების სტრატეგია. იმის მაგივრად, რომ აღმასრულებელთა ანაზღაურების ოდენობა დაეკავშირებინათ საზოგადოებისთვის კორპორაციის საქმიანობით მოტანილ სარგებელთან, რაც აშკარად არაპრაქტიკული იქნებოდა, წახალისების სტრატეგია გამოიყენება ისეთი საქმიანობის ხელის შესაშლელად, რომელიც სოციალური თვალსაზრისით განსაკუთრებით საზიანოა.

[120] იხ. Reinier H. Kraakman, *Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls*, 93 Yale Law Journal 857 (1984).

[121] იხ., მაგ., Klaus J. Hopt and Markus Roth, *Sorgfaltspflicht und Verantwortlichkeit der Vorstandsmitglieder*, in Aktiengesetz: Grosskommentar (Heribert Hirte et al. eds., 5th edn., 2015), § 93 comments 656 et seq (განიხილავს გერმანიაში დირექტორების პასუხისმგებლობის სადავო ასპექტებზე პროდუქტის უსაფრთხოების საკითხებში).

[122] იხ., მაგ., Victor Brudney, *The Independent Director–Heavenly City or Potemkin Village?* 95 Harvard Law Review 597, 597 (1981–2) („ბევრი დამკვირვებელი მიიჩნევს, რომ ბორდზე დამოუკიდებელი დირექტორების დანიშვნით გადაიჭრებოდა კორპორაციის სოციალური პასუხისმგებლობის საკითხები დამატებითი გარე რეგულაციების გარეშე“).

[123] Pargendler, note 82.

ფინანსური კრიზისის შემდგომ გამოითქვა შიში, რომ აღმასრულებელთა ანაზღაურების მოკლევადიან მოგებასთან დაკავშირების გამო ფინანსურ ინსტიტუტებში არსებულმა ანაზღაურების პაკეტებმა ხელი შეუწყო სისტემის კოლაფსს, რადგან მენეჯერები უფრო მეტ რისკს გასწევდნენ, რაც, სოციალური თვალსაზრისით, გაუმართლებელი იყო.[124] სისტემურად მნიშვნელოვან ფინანსურ ინსტიტუტებში აქციონერების ინტერესები ფართო საზოგადოების ინტერესებს უპირისპირდება, რადგან ფინანსურ კრიზისებს გამანადგურებელი მიკროეკონომიკური შედეგები აქვს და გაკოტრებული ბანკების გადასარჩენად გადასახადის გადამხდელების თანხები გამოიყენება.

თუმცა, კაპიტალზე დაფუძნებული ანაზღაურების საპირისპირო უპირატესობების გათვალისწინებით, ჩვენი არც ერთი იურისდიქცია არ კრძალავს მათ გამოყენებას ფინანსურ ინსტიტუტებში, მაგრამ ევროკავშირში დადგენილია ცვალებადი კომპონენტის ზედა ზღვარი ფიქსირებული ხელფასის ორმაგი ოდენობით.[125] ამასთან, პოპულისტური მოთხოვნებისა და უთანასწორობის თაობაზე მზარდი წუხილის მიუხედავად, კომპენსაციის დონეებზე მუდმივი ზედა ზღვარი არავის დაუწესებია. ცვალებად ანაზღაურებაზე ევროკავშირში დადგენილი ზღვრის გარდა, ამ სფეროს უმრავლესმა რეფორმამ აირჩია გადაწყვეტილების მიღების სტრატეგია და შემოიღო „მენეჯმენტის ანაზღაურების განსაზღვრის უფლების“ თაობაზე წესები[126] ან რწმუნებულებითი სტრატეგია, და აშშ-მა დაადგინა ყველაზე მკაცრი დამოუკიდებლობის მოთხოვნები საკომპენსაციო კომიტეტის წევრებისთვის,[127] ან აფილირების სტრატეგია, რომლის შესაბამისადაც აშშ-სა და იაპონიაში მოქმედებს ინფორმაციის ღიაობის ფართო მოთხოვნები.[128]

4.4 იურისდიქციული მსგავსებებისა და განსხვავებების მიზეზები

მე-3 თავში მენეჯერებისა და აქციონერთა წარმომადგენლობის პრობლემა როგორც განვიხილეთ, ამჯერადაც, პირველ რიგში, შევაფასებთ ჩვენს ძირითად იურისდიქციებში მატერიალური სამართლით გათვალისწინებულ

[124] იხ., მაგ., Lucian A. Bebchuk and Holger Spamann, *Regulating Bankers' Pay*, 98 Georgetown Law Journal 247 (2010).

[125] Art. 94(1)(g) Capital Requirements Directive IV, 2013 O.J. (L 176) 338. ძირითადი ზღვარი დადგენილია ფიქსირებული ანაზღაურების 100%-ის ოდენობით, რომელიც აქციონერთა თანხმობით 200 პროცენტამდე შეიძლება გაიზარდოს. იხ., ზოგადად, John Armour et al., Principles of Financial Regulation 380–8 (2016). გარდა ამისა, დიდი გერმანული კომპანიების უმეტესობაში სამეთვალყურეო საბჭოს წევრები აღარ იღებენ აქციების ოფციებს, თუმცა მათი ფიქსირებული ანაზღაურება მნიშვნელოვნად გაიზარდა.

[126] იხ. თავი 4.3.2 და თავი 6.2.3.

[127] იხ. თავი 3.3.1.

[128] იხ. თავი 4.3.1.

მინორიტარი აქციონერების, დასაქმებულებისა და გარეშე ჯგუფების დაცვის მექანიზმებს, ხოლო შემდეგ განვიხილავთ დაცვის მექანიზმებს, რომლებიც ამ ჯგუფებისთვის პრაქტიკაში არსებობს, სადაც შევეხებით არა მარტო კორპორაციულ სამართალს, არამედ საზოგადოებრივ და სამართლებრივ ინსტიტუტებს უფრო ზოგადად.

4.4.1 დაწერილი სამართალი

დაწერილი მატერიალური სამართლით რთულია განვსაზღვროთ, რომელი იურისდიქცია უთმობს მეტ ყურადღებას მინორიტარი აქციონერებისა და გარეშე ჯგუფების დაცვას. თუმცა მიგვითითებს, რომელი ქვეყნები ადგენენ ყველაზე ძლიერ საკორპორაციო სამართლის დაცვის მექანიზმებს დასაქმებულთათვის.

პირველად განვიხილოთ მინორიტარი აქციონერები. ჩვენმა ანალიზმა აჩვენა, რომ მინორიტარი აქციონერების დასაცავად მხოლოდ იტალია და ბრაზილია იყენებს დანიშვნის უფლებებს, კერძოდ, მინორიტარ აქციონერებს აქვთ ბორდის წევრების დანიშვნის უფლება. სხვა იურისდიქციებში საწინააღმდეგო მიმართულებაა არჩეული – კერძოდ, მინორიტარების გაძლიერების *საპირისპიროდ* ისეთი მეთოდების გამოყენება, როგორებიცაა კუმულაციური ხმის მიცემა და ძლიერი სუპერუმრავლესობით ხმის მიცემის წესები.[129]

რატომ ითვალისწინებს ასეთი ცოტა იურისდიქცია მინორიტარებისთვის სასარგებლო დანიშვნის უფლებებს საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებულ კომპანიებში? ერთი პასუხი არის, რომ „პარტიზანი“ აქციონერების წარმომადგენლობა კონტროლირებულ კომპანიებში ხარჯებს შეიძლება უკავშირდებოდეს, რადგან გაჩნდება კონფლიქტი ბორდში, არ მოხდება ბიზნესსაკითხების გულწრფელი განხილვა და ყველაზე ცუდ შემთხვევაში, კონკურენტებს შეიძლება წვდომა გაუჩნდეთ სენსიტიურ ინფორმაციაზე;[130] მეორე პასუხი არის, რომ საჯაროდ მოვაჭრე კორპორაციებში მინორიტარი აქციონერები ჰეტეროგენულ ჯგუფს წარმოადგენს. ერთი მხრივ, საბითუმო ინვესტორები ყველაზე სუსტი უმცირესობაა, თუმცა, კოლექტიური მოქმედების სირთულეებიდან გამომდინარე, ყველაზე ნაკლებად სავარაუდოა, რომ ისინი თავიანთი უფლებების დაცვას შეძლებენ დანიშვნისა და გადაწყვეტილების მიღების უფლებებით. ეს განსაკუთრებით შესამჩნევია იტალიასა და ბრაზილიაში, სადაც ამ უფლებების გამოსაყენებლად მაღალი პროცენტული ზღვრებია დადგენილი. მეორე მხრივ, მინორიტარ აქციონერებს საუკეთესოდ შეუძლიათ დანიშვნის უფლებების გამოყენება, როგორც მსხვილ ბლოკს, თუმცა მათ, იმავდროულად, მარტივად შეუძლიათ, გაითვალისწინონ სახელშეკრულებო დაცვის მექანიზმები

[129] იხ. თავი 3.2.1 და თავი 4.1.1.

[130] იხ., მაგ., Gordon, note 8, at 167 (განიხილავს კუმულაციური ხმის მიცემის ტრადიციულ კრიტიკას).

(მაგ., აქციონერთა შეთანხმებაში) კანონში იმპერატიული წესების შემოღების გარეშე.

მინორიტარი აქციონერების წარმომადგენლის დანიშვნა ბორდში უფრო გონივრულია, როდესაც, როგორც ეს ხშირად ხდება იტალიურ და ბრაზილიურ მსხვილ კომპანიებში,[131] ინსტიტუციური ინვესტორები, სხვა ჯგუფებისგან განსხვავებით, ასახელებენ მინორიტარი დირექტორების კანდიდატებს. სულ მცირე, აშშ-ში არსებული შიდა ვაჭრობის მკაცრი შეზღუდვებისა და აქციების ფლობის თაობაზე ინფორმაციის ღიაობის მოთხოვნებიდან გამომდინარე, რათა თავიდან აიცილონ აქციონერთა შორის კოორდინაცია,[132] ისტორიულად ინსტიტუციური ინვესტორები თავს იკავებენ დანიშვნის უფლებების გამოყენებისგან, რის გამოც ეს სტრატეგია ნაკლებად მიმზიდველია. აქტივისტი ინვესტორებისათვის, სამაგიეროდ, როგორებიცაა ჰეჯირების ფონდები, ბორდში მინორიტარი აქციონერების წარმომადგენლის დანიშვნა ხელსაყრელი მეთოდი აღმოჩნდა, აშშ-იც კი, განსაკუთრებით იმის ფონზე, რაც გაიზარდა ჰეჯირების ფონდებსა და ინსტიტუციურ ინვესტორებს შორის თანამშრომლობის შემთხვევები.[133]

როგორია მინორიტარი ინვესტორების დაცვის სხვა სამართლებრივი სტრატეგიები? ჩვენი ძირითადი იურისდიქციებიდან აშშ, შემდეგ კი დიდი ბრიტანეთი, ყველაზე მეტად ენდობა დამოუკიდებელი დირექტორების ინსტიტუტს (საჯაროდ მოვაჭრე კომპანიებში), განსაკუთრებით მას შემდეგ, რაც SOX და დოდ-ფრანკის აქტებმა გაზარდა მათი როლი. მაგრამ, რადგანაც დამოუკიდებელი დირექტორების დანიშვნა მაკონტროლებელ აქციონერებსაც შეუძლიათ, მათი კავშირები ყოველთვის საეჭვოა, გარდა იმ შემთხვევისა, როდესაც მათთვის მნიშვნელოვანია კარგი რეპუტაციის შენარჩუნება გარეშე აქციონერებს შორის იმაზე მეტად, ვიდრე მათ სურთ კონკრეტულ საწარმოში (ან ამ საწარმოს მაკონტროლებელი აქციონერის სხვა საწარმოში) ხელახალი დანიშვნის შანსი ჰქონდეთ. სამაგიეროდ, აშშ ჩვენს ძირითად იურისდიქციებს შორის ყველაზე მეტად აძლიერებს რწმუნებულებით სტრატეგიას ინფორმაციის ღიაობის მკაცრი მოთხოვნებით.[134]

ალტერნატიულად, მინორიტარების დაცვის მექანიზმი შეიძლება იყოს თანაბარი მოპყრობის ნორმა. აქ იაპონია, შემდეგ კი ევროპული იურისდიქციები და ბრაზილია არიან წამყვანი, წესების სიმკაცრის კუთხით, დაწერილი კანო-

[131] ინსტიტუციური ინვესტორები ასეთი ინფორმაციის ნებაყოფლობით მიმწოდებელ საწარმოებში მინორიტარების მიერ დანიშნული დირექტორების დაახლოებით ერთი მესამედის კანდიდატებს ასახელებენ. იხ. Assonime, Corporate Governance in Italy: Compliance with the CG Code and Directors' remuneration (Year 2012) 62–70 (2013), at http://www.assonime.it.

[132] იხ. Mark J. Roe, Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance 273 (1994).

[133] იხ. Kobi Kastiel, *Against All Odds: Shareholder Activism in Controlled Companies*, 2016 Columbia Business Law Review 60.

[134] იხ. თავი 6.2.1.1 და თავი 9.

ნით თუ ვიმსჯელებთ. დიდი ბრიტანეთი ასევე მატერიალურს ხდის ამ პრინციპს უპირატესი შესყიდვის უფლებებისა და მინორიტარების დამცავი წესებით დაუფლების დროს, დელავერი კი მასზე ყველაზე ნაკლებ ნდობას ამყარებს. სხვაგვარად რომ ვთქვათ, დაწერილი კანონების შესწავლის შემდეგ ერთი რაც შეგვიძლია ვთქვათ, არის ის, რომ იურისდიქციები სხვადასხვა სტრატეგიის საშუალებით იცავენ მინორიტარებს. სხვა საკითხია, რამდენად კარგად მუშაობს ეს სტრატეგიები პრაქტიკაში.

როცა შრომითი ჯგუფის ინტერესების დასაცავ მმართველობით სტრატეგიებზე ვსაუბრობთ, გერმანიის კვაზიპარიტეტულ მმართველობაში სავალდებულო მონაწილეობა და შრომის საბჭოს გადაწყვეტილების მიღების უფლებები ყველაზე გამორჩეული მაგალითებია.[135] გერმანიას ვერ შეედრება, თუმცა საფრანგეთიც ითვალისწინებს გაზრდილ დასაქმებულთა წარმომადგენლობას ბორდსა და ორმოცდაათზე მეტი დასაქმებულის მქონე კომპანიებში – დასაქმებულთა საბჭოებს მეტ ინფორმაციისა და საკონსულტაციო უფლებებს ანიჭებს.[136] სამაგიეროდ, საფრანგეთს, იაპონიის, გერმანიის, იტალიისა და ბრაზილიის მსგავსად, საკმაოდ მკაცრი შრომით სამართლებრივი წესები აქვს, რომლებითაც დაცული არიან დასაქმებულები, იქნება ეს საპენსიო უფლებები თუ გათავისუფლების შეზღუდვები.[137] აშშ და დიდი ბრიტანეთი ჩვენს ძირითად იურისდიქციებს შორის ყველაზე ნაკლებად იცავენ დასაქმებულებს, იქნება ეს მათი უფლებების პირდაპირი რეგულაცია თუ საკორპორაციო მმართველობითი სისტემის დანერგვა, რომელიც დასაქმებულთა ინტერესებს ითვალისწინებს. საერთო ჯამში, დაკვირვება აჩვენებს, რომ ძლიერი აქციონერების ფონზე იზრდება დასაქმებულთა ექსპლუატაციის რისკი.[138]

ამის საპირისპიროდ, სხვადასხვა იურისდიქცია გარეშე ჯგუფების ინტერესების დასაცავად განსხვავებულ სტრატეგიებს იყენებს, რის გამოც რთულია მათი გარკვეული თანმიმდევრობით დალაგება. არაფინანსური ინფორმაციის სავალდებულო ღიაობის, როგორც აფილირების სტრატეგიის გამოყენების, ყველაზე მეტი შემთხვევა გვხვდება ევროკავშირში, ხოლო ყველაზე ნაკლე-

[135] ამ მექანიზმების თაობაზე არსებული ემპირიული ლიტერატურის მიმოხილვისთვის იხ. John T. Addison and Claus Schnabel, *Worker Directors: A German Product that Did Not Export*, 50 Industrial Relations 354, 354 (2011); Davies, note 56.

[136] იხ. Rebecca Gumbrell-McCormick and Richard Hyman, *Embedded Collectivism? WorkplaceRepresentation in France and Germany*, 37 Industrial Relations Journal 473, 482 (2006).

[137] იხ., მაგ., Juan C. Botero, Simeon Djankov, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, *The Regulation of Labor*, 119 Quarterly Journal of Economics 1339 (2004) (ჩვენს იურისდიქციებს შორის საფრანგეთის შრომის სამართალი ყველაზე შემზღუდველია).

[138] Gelter, *The Dark Side*, note 57. მაგრამ იხ. Mark J. Roe, *Political Preconditions to Separating Ownership from Control*, 53 Stanford Law Review 539 (2000) (განსხვავებული მოსაზრება, რომ სოციალური დემოკრატია ხელს უწყობს კონცენტრირებულ მესაკუთრეობას, რათა მოხდეს საწარმოს მმართველობაზე შრომითი სამართლის გავლენის დაბალანსება).

ბი – ბრაზილიაში. გამოხატულად თუ ნაგულისხმევად, ყველა იურისდიქცია ითხოვს, ან ნებას რთავს ბორდს, რომ მხედველობაში მიიღოს არააქციონერი ჯგუფების ინტერესები.[139]

სახელმწიფო გავლენა პირდაპირი მესაკუთრეობის ან ოქროს აქციების საშუალებით ყველაზე ძლიერია ბრაზილიაში, საფრანგეთსა და იტალიაში, ხოლო ყველაზე სუსტი კვლავ აშშ-ში, სხვა იურისდიქციები კი სადღაც შუაში ხვდებიან; მეორე მხრივ, აქციონერთა გადაწყვეტილებების უფლებები აშშ-ში ყველაზე სუსტია, რაც ნიშნავს, რომ ბორდი აქციონერთა გავლენისგან თავისუფალია და *de facto* შეუძლია, უფრო ფართო ინტერესები მიიღოს მხედველობაში. [140]

4.4.2 სამართალი პრაქტიკაში

როგორც ზემოთ უკვე მოგახსენეთ, დაწერილი სამართალი კორპორაციული ინტერესთა ჯგუფების დაცვის საუკეთესო საშუალება არ არის. ეს განსაკუთრებით სწორია მინორიტარი აქციონერების შემთხვევაში.

4.4.2.1 მინორიტარი აქციონერები

ორი წამყვანი ემპირიული ნაშრომის მიხედვით, რომელშიც სხვადასხვა მეთოდოლოგიის საშუალებით გაანალიზებულია 1990-იან წლებში შეგროვებული მონაცემები, მაკონტროლებელი აქციონერები იღებენ კერძო სარგებელს, რომელიც საკმაოდ მცირე, თითქმის უმნიშვნელოა აშშ-სა და დიდ ბრიტანეთში, შედარებით მეტია გერმანიაში (დაახლოებით 10%), ძალიან დიდი – იტალიასა (30% ან მეტი) და საფრანგეთში (28%), განსაკუთრებულად დიდი – (65%) ბრაზილიაში.[141] ამიტომ, რამდენადაც კონტროლის თანმდევი კერძო სარგებელი მინორიტარი აქციონერების წარმომადგენლობის პრობლემის საზომია, ჩვენი ძირითადი იურისდიქციები დრამატულად განსხვავდებიან მინორიტარი აქციონერებისათვის შეთავაზებული დაცვის მექანიზმების ფარგლებით, თუნდაც ეს განსხვავებები a priori ნათელი არ იყოს დაწერილი სამართლის მიხედვით.[142]

[139] იხ. notes 111–12 და თანმხლები ტექსტი.

[140] იხ. თავი 3.4. იხ. ასევე Christopher M. Bruner, Corporate Governance in the Common Law World 105 (2013).

[141] ორი ნაშრომია Nenova, note 2, at 336 (იყენებს ორმაგი კლასის აქციების საწარმოებში არსებულ აქციის ფასს, რომ გამოთვალოს კერძო სარგებელი) და Dyck and Zingales, note 2 (იყენებს საკონტროლო პაკეტის გაყიდვისას მიღებულ პრემიას, რომ გამოთვალოს კერძო სარგებელი). ყველა სხვა იურისდიქციაში ეს ორი ნაშრომი თითქმის მსგავს შედეგებს აჩვენებს, გარდა საფრანგეთისა, სადაც არსებითი სხვაობაა (2 პროცენტი vs. 28 პროცენტი). აქ Nevona'ს მიერ გამოთვლილი 28 პროცენტი უფრო სანდოა, რადგან ემაყარება ცხრა ფრანგული საწარმოს დაკვირვების შედეგებს, როცა Dyck-მა და Zingales-მა მხოლოდ საკონტროლო პაკეტის ნასყიდობის ოთხი გარიგება გამოიკვლიეს.

[142] მაგრამ იხ. Sofie Cools, *The Real Difference in Corporate Law Between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers*, 30 Delaware Journal of Corporate

ამასთან, ეს განსხვავებები ნათელი მოდელის შესაბამისია. იმ სამ იურისდიქციაში, სადაც აქციები მრავალ მესაკუთრეს შორის არის განაწილებული, კერძო სარგებლის მაჩვენებელიც დაბალი იყო, ხოლო სამ ქვეყანაში, სადაც აქციები უმეტესად ერთი აქციონერის ხელშია თავმოყრილი, კერძო სარგებელი საშუალო ან დიდი იყო.

მრავალრიცხოვან მესაკუთრეობასა და კონტროლის დაბალ კერძო სარგებელს შორის ასოციაცია შემთხვევითი არ არის. რეალობაში მრავალრიცხოვანი მესაკუთრეობის მქონე ფირმები მხოლოდ იმ შემთხვევაში აღწევენ წარმატებას, როდესაც კონტროლის კერძო სარგებელი შედარებით მცირეა. თუ კონტროლის კერძო სარგებელი საკმარისად დიდია, მრავალრიცხოვანი მესაკუთრეობა არასტაბილური ხდება, რადგან პოტენციურ ინვესტორს სურვილი უჩნდება, შეიძინოს საკონტროლო პაკეტი და მოახდინოს მინორიტარი აქციონერების ექსპროპრიაცია.[143]

მიუხედავად ამისა, ჩვენს ძირითად იურისდიქციებში 1990-იანი წლების შემდეგ გატარებული მრავალი რეფორმის გამო, ასევე ზოგიერთი კონტექსტში მრავალრიცხოვანი მესაკუთრეების რიცხვის შედარებით ნელი ზრდის (ბრაზილიაში) [144] და მესაკუთრეობასა და კონტროლს შორის ზღვრის წაშლის (იტალიაში) [145] ფონზე სადავოა, რამდენად სწორია კონტროლის კერძო სარგებლის აღნიშნული ძველი კვლევები. აღსანიშნავია, რომ ქვეყნებს შორის კვლევა არ ჩატარებულა, რომელიც განაახლებდა კონტროლის კერძო სარგებლის მოცემულ რიცხვებს – ეს კი კრიტიკულად მნიშვნელოვანია, რათა შევაფასოთ, რა გავლენა ჰქონდა ბოლო სამართლის რეფორმებს ამ საკითხზე.

ნებისმიერ შემთხვევაში, 1990-იანი წლების მონაცემები აჩვენებს, რომ მინორიტარი აქციონერებისათვის დანიშვნის უფლებების მინიჭება ბრაზილიასა და იტალიაში მინორიტარი აქციონერების ასეთ მოპყრობაზე არის პასუხი, თუმცა არა აუცილებლად პრობლემის გადაჭრის გზა. ამასთან, ეს აჩვენებს, რომ თანაბარი მოპყრობის ნორმამ, რომელსაც ვხვდებით კონტინენტური სამართლის იურისდიქციებში, ვერ დაიცვა მინორიტარი აქციონერები, ხოლო დამოუკიდებელი დირექტორების დაბალ რიცხვს (როგორც ეს იაპონიაშია) არ გაუზრდია კონტროლის კერძო სარგებელი. თავად მაკონტროლებელი აქციონერებიც არ არის სანდო მაჩვენებელი, რადგან სკანდინავიურ იურისდიქციებში,

Law 697, 760–1 (2005) (იურისდიქციებს შორის აქციონერთა ხმის მიცემის უფლებებს შორის არსებული რეალური განსხვავების გამო შესაძლოა, კონტროლის ღირებულება სხვადასხვა იყოს, კერძო სარგებლის გარეშეც).

[143] იხ., მაგ., Lucian Bebchuk and Mark Roe, *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, 52 Stanford Law Review 127 (1999).

[144] Érica Gorga, *Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries*, 29 Northwestern Journal of International Law and Business 439 (2009).

[145] Massimo Belcredi and Luca Enriques, in Research Handbook on Shareholder Power 383, 385 (Jennifer G. Hill and Randall S. Thomas eds., 2015).

ზოგადად, კერძო სარგებლის დაბალი მაჩვენებელია, მიუხედავად იმისა, რომ იქ გავრცელებულია კონცენტრირებული საკუთრების შემთხვევები.[146]

მაშინ, რა განსაზღვრავს მინორიტარი აქციონერების დაცვის ეფექტურობას და, აქედან გამომდინარე, კონტროლის კერძო სარგებლის ფარგლებს? ლიტერატურის თანახმად, ამაზე ბევრი ფაქტორი ახდენს გავლენას, მათ შორის: სამართლის წესები, ზოგადი ბიზნესკულტურა და საქონლის ბაზარზე ზოგადი კონკურენტულობაც კი.[147]

მე-3 თავში წარმოდგენილი ანალიზის შესაბამისად, ჩვენ გთავაზობთ, რომ მესაკუთრეობის სტრუქტურა და მინორიტარი აქციონერების დაცვის მექანიზმები ერთმანეთის შემავსებელია.[148] იურისდიქციებში, სადაც უპირატესია კონცენტრირებული მესაკუთრეობა, მაკონტროლებელი აქციონერები ბლოკავენ ისეთი სამართლებრივი წესების დადგენას, რამაც შეიძლება შეამციროს მათი კერძო სარგებელი. ამისგან განსხვავებით, იურისდიქციებში, სადაც მრავალრიცხოვანი მესაკუთრეები ჰყავთ კომპანიებს, ინსტიტუციებსა და ინვესტორ საზოგადოებას, მეტად შეუძლიათ, მოითხოვონ ისეთი რეფორმები, რომლებიც შეამცირებს მინორიტარი აქციონერების ექსპროპრიაციას. ჩვენი ძირითადი იურისდიქციები ამ მაგალითს ადასტურებენ.

დიდ ბრიტანეთში ინსტიტუციური აქციონერების ინტერესები დომინანტურია სამართალშემოქმედი და აღმასრულებელი ორგანოებისათვის, როგორებიცაა: ფინანსური საქმიანობის ორგანო (როგორც დიდი ბრიტანეთის საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებულ კომპანიათა ორგანო), ფინანსური აღრიცხვის საბჭო და დაუფლების პანელი. დიდ ინსტიტუციურ ინვესტორებს ყველა მიზეზი აქვთ, შეეწინააღმდეგონ ნებისმიერ ფორმას, რომელიც კორპორაციის მაკონტროლებელთა მიმართ ფავორიტიზმს ამჟღავნებს.

აშშ-ში პოლიტიკური გავლენა უფრო თანაბრად დაბალანსებულია ინსტიტუციურ ინვესტორებსა და პროფესიონალ მენეჯერებს შორის. თუმცა არც ინსტიტუციურ ინვესტორებს, არც პროფესიონალ მენეჯერებს, არც სასამართლოსა და არც SEC-ს არანაირი მიზეზი არ აქვთ, რომ მაკონტროლებელ აქციონერებს თბილად მოეპყრონ. აშშ-ის ინფორმაციის ღიაობის მკაცრი ვალდებულებები, ჰოლდინგური კომპანიების რეგულაციები[149] და ერთი ჯგუფის კომპანიებს შორის დივიდენდის განაწილებათა დაბეგვრის წესები[150] შედარებით ასუსტებს მაკონტროლებელი აქციონერის პოზიციებს აშშ-ში. დელავერის სასამართლოები ასევე უფრო მკაცრად უდგებიან მაკონტროლებელი აქციონერების მიერ

[146] იხ. Ronald J. Gilson, *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, 119 Harvard Law Review 1641 (2006).

[147] იხ. Dyck and Zingales, note 2.

[148] იხ. ასევე Bebchuk and Roe, note 143.

[149] Roe, Strong Managers, Weak Owners, note 132, at 98.

[150] Randall Morck and Bernard Yeung, *Dividend Taxation and Corporate Governance*, 19 Journalof Economic Perspectives 163 (2005).

საკუთარ თავთან დადებულ გარიგებებს, ვიდრე თანამდებობის პირების ან დირექტორების მიერ.[151] ბოლოს, აქციონერთა კლასის სარჩელები და SEC-ის აღმასრულებელი ქმედებები საკმაოდ ხშირი და სულ უფრო მეტად მკაცრია.

იაპონიის შემთხვევა ამის მსგავსია ერთ ასპექტში. როგორც მე-3 თავში აღვნიშნეთ, საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებული კომპანიების აქციების დიდი ნაწილი სტაბილური კორპორაციული აქციონერების ხელშია, თუმცა მათ რაოდენობრივად აქციების მცირე ოდენობა ეკუთვნით. რადგან ამ კომპანიებში მაკონტროლებელი აქციონერი არ არის, თანაბარი მოპყრობის წესის გამოყენებას ბევრი მოწინააღმდეგე არ ჰყავს.[152]

ამისგან განსხვავებით, ისეთ იურისდიქციებში, როგორებიცაა: საფრანგეთი, იტალია და ბრაზილია, სადაც დიდი აქციონერები აკონტროლებენ საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებული კომპანიების უმეტესობას, სავარაუდოა, რომ მაკონტროლებელი აქციონერები მნიშვნელოვან პოლიტიკურ გავლენას ახდენენ. ის ფაქტი, რომ ბევრ კომპანიაში სახელმწიფო არის დომინანტი აქციონერი ან ხშირად არის მაკონტროლებელ აქციონერთა კოალიციის ნაწილი, თუ თავად არ ფლობს საკონტროლო პაკეტს, როგორც მე-3 თავში აღვნიშნეთ, ასევე მაკონტროლებელ აქციონერებს ქმნის. არსებული მტკიცებულებები ეთანხმება არსებულ (თუმცა მოძველებულ) ემპირიულ მტკიცებულებებს, რომ ამ იურისდიქციებში მინორიტარი-მაჟორიტარი აქციონერების წარმომადგენლობის პრობლემა განსაკუთრებით მძიმეა, მიუხედავად იმისა, რომ სამართალი ცდილობს მის მოგვარებას გაზრდილი ინფორმაციის ღიაობის მოთხოვნებით, მინორიტარი აქციონერებისათვის დანიშვნის უფლებების მინიჭებით იტალიასა და ბრაზილიაში, და გაზრდილი ზეწოლით, დაინიშნონ დამოუკიდებელი დირექტორები, რაც მომდინარეობს საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვების (დალისტვის) სტანდარტების ან საუკეთესო ქცევის კოდექსებიდან. [153]

4.4.2.2 დასაქმებულთა დაცვა

ფორმალურ სამართალსა და მინორიტარი აქციონერების დაცვას შორის სუსტი მიმართებისგან განსხვავებით, მიმართება სამართალსა და დასაქმებულთა დაცვას შორის ძლიერია. გერმანიის სამეწარმეო სამართალი კორპო-

[151] იხ. თავი 6.2.5.

[152] თუმცა აღსანიშნავია, რომ მენეჯერები, რომლებსაც დომინანტური პოზიცია აქვთ საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებულ კომპანიებში, დაინტერესებული არიან, მეტი სარგებელი შეუქმნან მეგობრულ აქციონერებს, რათა მათი მხარდაჭერა შეინარჩუნონ. მაგალითად, კომპანიამ შეიძლება ფინანსურად დააფინანსოს დასაქმებულების მიერ კომპანიის აქციების შეძენა. თუ ამის გონივრული მოტივაცია არსებობს (როგორიცაა დასაქმებულთა კეთილდღეობის გაუმჯობესება), თანაბარი მოპყრობის ნორმა ამას არ კრძალავს. ამასთან, როცა მტრული დაუფლების ინიციატორები მეგობრული აქციონერების მხარდაჭერის მიუხედავად, სერიოზულ საფრთხეს წარმოადგენენ, მენეჯერები დაინტერესებული არიან, რომ დისკრიმინაციულად მოეპყრონ აქციონერებს, რათა გამოიყენონ მტრული დაუფლებისგან თავდაცვის მექანიზმები. იხ თავი. 8.2.3.2.

[153] იხ. თავი 3.3.1, და თავები 4.1.1 და 4.1.3.1.

რაციულ ძალაუფლებას უნაწილებს დასაქმებულთა კავშირებსა და საბჭოებს, როცა მათ ანიჭებს მართვაში მონაწილეობისა და გადაწყვეტილების ერთობლივად მიღების უფლებებს.

ჩნდება შეკითხვა: რამდენად ეფექტურად იცავს დასაქმებულებს მართვაში მონაწილეობის უფლება? სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, რისი გაკეთება შეუძლიათ ზუსტად დასაქმებულების მიერ წარდგენილ დირექტორებს, გარდა იმისა, რომ გაზარდონ დასაქმებულთა ძალაუფლება მოლაპარაკებების დროს? გერმანიაში მათ შეუძლიათ ბიზნესპოლიტიკაზე გავლენის მოხდენა.[154] ასევე არსებობს მტკიცებულებები, რომ მართვაში მონაწილეობა ღირებული დაზღვევის მექანიზმია გამოცდილი დასაქმებულებისათვის, რადგან დაბალი ხელფასების სანაცვლოდ იცავს მათ მოულოდნელი გათავისუფლებისგან გარეშე შოკის დროს.[155] თუმცა, ამასთანავე, დასაქმებულთა დირექტორებს, თეორიულად მაინც, მნიშვნელოვანი ინფორმაციული როლის შესრულება შეუძლიათ. ორივე მხარისათვის საზიანო მოლაპარაკებების სიტუაციები, როგორებიცაა გაფიცვები და ლოკაუტები, ძირითადად, მომდინარეობს საწარმოსა და დასაქმებულებს შორის უნდობლობისგან.[156] დასაქმებულებისთვის სარწმუნო ინფორმაციის მიწოდებით დასაქმებულთა დირექტორებს შეუძლიათ ასეთი ქცევისგან მომდინარე ხარჯების შემცირება. ასევე საწარმოს განზრახვების ცოდნის შემთხვევაში დასაქმებულთა დირექტორებს შეუძლიათ გააფრთხილონ დასაქმებულები საწარმოს მოსალოდნელი დახურვის ან შემცირებების თაობაზე. შეუძლებელია შეფასდეს დასაქმებულთა ბორდში წარმომადგენლობა დასაქმებულებსა და აქციონერებს შორის აუმჯობესებს თუ არა ნდობას, რადგან ამ საკითხის ეკონომეტრიული კვლევები არ არსებობს.

ალტერნატიული თეორიის თანახმად, რომელსაც ლიტერატურაში გარკვეული ემპირიული მხარდაჭერა მოეპოვება, მართვაში თანამონაწილეობას *შეუძლია,* გერმანულ სამეთვალყურეო საბჭოს მიაწოდოს „ღირებული, უპირველესი პრაქტიკული ცოდნა“, რაც აუმჯობესებს ბორდის მიერ გადაწყვეტილების მიღებას და ზრდის საწარმოს ღირებულებას ისეთ საწარმოებში, სადაც შიდა კოორდინაცია ყველაზე მეტად საჭიროა.[157] თუმცა იმის მტკიცებულებაც არსებობს, რომ მართვაში თანამონაწილეობა უფრო მსხვილ გერმანულ სა-

[154] იხ. თავი 3.5.

[155] E. Han Kim, Ernst Maug, and Christoph Schneider, *Labor Representation in Governance as an Insurance Mechanism*, Working Paper (2016), at ssrn.com (გამოცდილი დასაქმებულები გერმანულ საწარმოებში მართვაში მონაწილეობის კვაზიპარიტეტული უფლების ფონზე იღებენ 3.5-ჯერ ნაკლებ ანაზღაურებას, სამაგიეროდ დაცული არიან შემცირებისგან).

[156] იხ. R.B. Freeman and E.P. Lazear, *An Economic Analysis of Works Councils*, in Works Councils: Consultation, Representation and Cooperation in Industrial Relations 27 (J. Roger and W. Streek eds., 1995). იხ., ზოგადად, John Kennan and Robert Wilson, *Bargaining with Incomplete Information*, 31 Journal of Economic Literature 45 (1993).

[157] Larry Fauver and Michael E. Fuerst, *Does Good Corporate Governance Include Employee Representation? Evidence from German Corporate Boards*, 82 Journal of Financial Economics 673, 679 (2006).

წარმოებში ამცირებს საწარმოს ღირებულებას,[158] მაგრამ სხვა კვლევები აჩვენებს, რომ მართვაში თანამონაწილეობა დასაქმებულთა პროდუქტულობას ან საწარმოს მოგებიანობას ზრდის.[159]

გარდა ამისა, კვლავ რჩება შეკითხვა: თუ მართვაში თანამონაწილეობას ახლავს მნიშვნელოვანი ეფექტიანობა, რატომ არ ხდება დასაქმებულთა დირექტორების ხელშეკრულების საფუძველზე ნებაყოფლობით დაწესება და ნამეტის განაწილება? რატომ ვხვდებით მათ იშვიათად, როცა კანონით მათი დანიშვნა სავალდებულო არ არის? და თუ იმპერატიული ნორმები საჭიროა, რომ გადაილახოს მართვაში თანამონაწილეობის ნებაყოფლობით დადგენასთან დაკავშირებული კოლექტიური ქმედების პრობლემები, რაღა საჭიროა იმპერატიული ნორმები მას შემდეგ, რაც თანამონაწილეობა დადგინდება? კომენტატორები სპეკულაციურ ეკონომიკურ არგუმენტებს გვთავაზობენ ამ შეკითხვების საპასუხოდ,[160] თუმცა ემპირიული ლიტერატურა მაინც მცირეა.

კონტინენტურ ევროპაში დასაქმებულთა დირექტორების იშვიათობას იდეოლოგიური ან კულტურული მიზეზები შეიძლება ჰქონდეს. თუმცა საპირისპირო ახსნა ის არის, რომ დასაქმებულთა წარმომადგენლის ბორდში დანიშვნის ხარჯი მის სარგებელზე მეტია, ან, სულ მცირე, ამის საფრთხეა. წუხილის ერთერთი საფუძველი არის ის, რომ ბორდში დასაქმებულებისა და აქციონერების ინტერესებს შორის, ან თავად დასაქმებულების ინტერესებს შორის, არსებული განსხვავებების აღმოფხვრა რთულია, რომ შემდეგ ჩამოყალიბდეს შესაბამისი პოლიტიკა, ან მოხდეს მენეჯმენტის ზედამხედველობა. ასეთი კონფლიქტების დროს ხმის მიცემით გადაწყვეტილების მიღება საუკეთესო გზა არ არის. გაყოფილ ბორდში უმრავლესობის მიერ გადაწყვეტილების მიღება ოპორტუნისტული შედეგების რისკს ქმნის, რაც საწარმოს მთლიან ღირებულებას ამცირებს, [161] გადაწყვეტილების მიღების პროცესი კი უფრო რთული და ხარჯიანი ხდება.[162]

[158] იხ. ibid. at 698–701; Gary Gorton and Frank A. Schmid, *Capital, Labor, and the Firm: A Study of German Codetermination*, 2 Journal of the European Economic Association 863 (2004).

[159] სასარგებლო, თუმცა პარტიზანული მიმოხილვისთვის იხ. Simon Renaud, *Dynamic Efficiency of Supervisory Board Codetermination in Germany*, 21 Labour 689 (2007). Renaud-ის მკაცრად დადებითი დასკვნები, რომ მართვაში მონაწილეობის კვაზიპარიტეტულ უფლებას გავლენა აქვს მოგებიანობასა და პროდუქტიულობაზე, საეჭვოა, რადგან ეფუძნება საბალანსო ანგარიშგების მონაცემებს და არ მოიცავს კონტროლთან დაკავშირებულ სხვადასხვა ცვლადს, რომლებსაც მიმოიხილავენ ფინანსებზე ორიენტირებულ ლიტერატურაში, მაგ. Fauver and Fuerst, note 157.

[160] იხ., მაგ., Fauver and Fuerst, note 157, at 679 (მიიჩნევს, რომ თუნდაც მართვაში მონაწილეობა საწარმოს ღირებულებას ზრდიდეს, საწარმოები ნებაყოფლობით არ აირჩევდნენ მას დასაქმებულებისა და მენეჯერების საპირისპირო შერჩევის გამო).

[161] შეიძლება სწორედ ამის გამოა, რომ გერმანულ კორპორაციებში მართვაში სავალდებულო მონაწილეობისას სამეთვალყურეო საბჭოს თავმჯდომარის კვალიფიციური ხმის უფლება იშვიათად გამოიყენება (მიიჩნევა, რომ ამ უფლების გამოყენება ზიანს აყენებს შრომით ურთიერთობებს).

[162] თითქმის ყველა შემთხვევაში, ყველა საწარმოში (ფლობენ მას ინვესტორები, დასაქმებულები, მომხმარებლები თუ მიმწოდებლები) პირთა ჯგუფის ინტერესები გასაოცრად

ამასთან, დასაქმებულთა ძლიერმა წარმომადგენლობამ შეიძლება გაამწვავოს მენეჯერებსა და აქციონერებს შორის წარმომადგენლობის კონფლიქტი. მენეჯერთა დისკრეცია, სავარაუდოდ, იზრდება, როცა აქციონერები და დასაქმებულთა დირექტორები ვერ თანხმდებიან კორპორაციულ პოლიტიკაზე, ან, თუ დიდ და გაყოფილ სამეთვალყურეო საბჭოს არ აქვს მენეჯერების მკაცრად კონტროლის ინსტიტუციური შესაძლებლობა.[163] მართლაც, მენეჯერებმა შეიძლება ბორდს დაუმალონ გარკვეული ინფორმაცია, რომ შეზღუდონ ამ ინფორმაციის დასაქმებულებამდე და კონკურენტებამდე მისვლა.[164] ძლიერი დასაქმებულები შეიძლება მენეჯრებისთვის სასარგებლო იყოს, ისევე როგორც ძლიერი მენეჯერები დასაქმებულთა ინტერესების ერთგული არიან, როგორც ეს აჩვენეს იაპონიის მსხვილმა კომპანიებმა, სადაც მართვაში თანამონაწილეობის რეჟიმი არ არსებობს.[165] იაპონური ფირმების დირექტორების უმეტესობა დაწინაურებული მენეჯერებისგან შედგება და მათ გულთან ახლოს მიაქვთ დასაქმებულთა არსებითი ინტერესები.

შედეგად, მართვაში თანამონაწილეობიდან გამომდინარე ხარჯი მეტია თუ სარგებელი? სულ მცირე, გერმანული სტილის თანამონაწილეობის შემთხვევაში ემპირიული ლიტერატურა არ იძლევა კონკრეტულ პასუხს. ფაქტია, რომ დიდი გერმანული ფირმები წარმატებული არიან დასაქმებულთა წარმომადგენლობის კვაზიპარიტეტული რეჟიმის ფონზე, და ინტუიციურად სავარაუდოა, რომ თანამონაწილეობამ ხელი შეუწყო გერმანული ეკონომიკის ზრდას საწარმოო ექსპორტის კუთხით. თუმცა რთულია განვსაზღვროთ ის დაკარგული შე-

ჰომოგენურია. თავად ინვესტორების კუთვნილ საწარმოშიც განსაკუთრებით იშვიათია, რომ პრეფერენციული და ჩვეულებრივი აქციების მფლობელებს მნიშვნელოვანი ხმის მიცემის უფლებები ჰქონდეთ. ასევე დასაქმებულთა კუთვნილ საწარმოში იშვიათია, რომ მენეჯერები და ჩვეულებრივი დასაქმებულები კონტროლის უფლებებს იზიარებდნენ (და ხმის უფლებები ხშირად ჩვეულებრივ დასაქმებულებს ენიჭებათ, რომლებიც უფრო მეტად ჰომოგენური არიან). იხ. Hansmann, note 75, at 62–4 and 91–2. ამით მიიჩნევა, რომ დანიშვნის სტრატეგიას არ შეუძლია, მარტივად გადაჭრას მნიშვნელოვანი ინტერესთა კონფლიქტის შემთხვევები.

[163] მაგრამ იხ. Fauver and Fuerst, note 157 (ზოგიერთ შემთხვევაში ბორდზე დასაქმებულთა წარმომადგენლობამ შეიძლება გაზარდოს სამეთვალყურეო საბჭოს ზედამხედველობითი უნარები და ამით *შეამციროს* წარმომადგენლობის ხარჯები).

[164] იხ. Katharina Pistor, *Co-Determination in Germany: A Socio Political Model with Governance Externalities*, in Employees and Corporate Governance 163, 188–91 (Margaret M. Blair and Mark J. Roe eds., 1999). Pistor ასევე გვთავაზობს საინტერესო აღწერას, როგორ ყოფს გერმანულ კომპანიებში მმართველობაში მონაწილეობა სამეთვალყურეო საბჭოს დასაქმებულებისა და მენეჯმენტის „ხაზებად“, რომლებიც ბორდის შეხვედრამდე ცალ-ცალკე იკრიბებიან (პრაქტიკა, რომელსაც გერმანიის კორპორაციული მმართველობის კოდექსი მართვაში მონაწილეობის თაობაზე გათვალისწინებულ ერთადერთ მუხლში მხარს უჭერს) და საბჭოს შეხვედრაზე ყოველთვის შეთანხმებულ პოზიციას წარმოადგენენ. სამეთვალყურეო საბჭოში მიღებული პრაქტიკაა, რომ საბჭო აუდიტორის დასკვნას განიხილავს *სხდომაზე*, და მათ არ აქვთ დასკვნის ასლის მიღების უფლება სხდომამდე გასაცნობად. ეს კარგად ასახავს იმ ინფორმაციულ შეზღუდვებს, რაც მენეჯმენტ ბორდს დაწესებული აქვს სამეთვალყურეო საბჭოსთვის (ibid, 191).

[165] იხ. Masahiko Aoki, *Toward an Economic Model of the Japanese Firm*, 28 Journal of Economic Literature 1 (1990).

მოსავლები, რაც გერმანულმა ეკონომიკამ განიცადა ძლიერი ფორმის მართვაში თანამონაწილეობის გამო.

4.4.2.3 გარეშე ჯგუფები

განსაკუთრებით რთულია კავშირის დადგენა ფორმალურ სამართალსა და არასახელშეკრულებო ჯგუფების რეალურ დაცვას შორის. სხვადასხვა ჯგუფის ინტერესები ერთმანეთს ეწინააღმდეგება და სხვადასხვა სტრატეგიის საერთო კეთილდღეობაზე გავლენის შეფასება, უბრალოდ, შეუძლებელია. ამასთან, საკორპორაციო სამართლის გამოყენება არასახელშეკრულებო ჯგუფების დასაცავად დამოკიდებულია არა მარტო მის უნარზე, რომ ეს ჯგუფები დაიცვას, არამედ, რამდენად უკეთ ახერხებს იგი ამას სამართლის სხვა სფეროებთან შედარებით. ამის შედეგად, საკორპორაციო სამართლის მიდგომის ნორმატიული შეფასება სხვადასხვა იურისდიქციაში მხოლოდ სავარაუდო შეფასება იქნება.

კარგი მიზეზებია იმისათვის, რომ სიფრთხილე გამოვიჩინოთ, როდესაც საკორპორაციო სამართალს ვიყენებთ არასახელშეკრულებო ჯგუფების დასაცავად. ხანდახან ასეთ მცდელობას, უბრალოდ, შედეგი არ მოაქვს. როდესაც ფიდუციური მოვალეობები ფართოვდება და არასახელშეკრულებო ჯგუფებზე ვრცელდება, ისინი, როგორც წესი, აღუსრულებელია. არსებობს აღსრულების პროცედურული შეზღუდვები (არააქციონერებს სარჩელის აღძვრის უფლებამოსილება არ აქვთ) და, იმავდროულად, კონკრეტულ სიტუაციაში რა არის საჭირო ზოგადი სოციალური კეთილდღეობისთვის, წარმოუდგენლად რთული შესაფასებელია დირექტორებისთვის, სასამართლოებზე რომ არაფერი ვთქვათ.

ამისგან განსხვავებით, მეტი შედეგი აქვს სახელმწიფოს გავლენას კორპორაციულ მართვაზე (საწარმოების სახელმწიფო კუთვნილების გამო, და უფრო ნაკლებად ოქროს აქციების საშუალებით). სახელმწიფო საწარმოები მისდევენ სოციალურ (როგორც წესი, პოლიტიკურ) მიზნებს, რომლებიც აქციონერთა სიმდიდრის მაქსიმიზაციას ეწინააღმდეგება. თუმცა სახელმწიფო კუთვნილების გავლენა საერთო კეთილდღეობაზე სადავოა, განსაკუთრებით, როცა რეგულაციურ ალტერნატივებს მივიღებთ მხედველობაში.[166]

ბოლო დროს სახელმწიფო პოლიტიკის დამდგენები იმედოვნებდნენ, რომ ინსტიტუციური ინვესტორები, როგორც „უნივერსალური მესაკუთრეები“, რომლებიც მთლიანი ბაზრის გავლენას განიცდიან, საჯარო სიკეთის დამცველები იქნებოდნენ.[167] არაფინანსური ინფორმაციის ღიაობის ახალი წესები,

[166] იხ., მაგ., World Bank, Bureaucrats in Business: The Economics and Politics of Government Ownership (1995) (ადგენს, რომ სახელმწიფოს კუთვნილი ქარხნები უფრო მეტად აბინძურებენ გარემოს ვიდრე კერძო ქარხნები); Andrei Shleifer, *State Versus Private Ownership*, 34 Journal of Economic Perspectives 133 (1998) (დავობს, რომ სოციალური მიზნები ყველაზე კარგად მიიღწევა სახელმწიფო ხელშეკრულებებით და რეგულაციით).

[167] იხ., მაგ., European Commission, Green Paper: The EU Corporate Governance Framework (2011); http://ec.europa.eu; John Kay, The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making: Final Report 74 (2012) („ინსტიტუციურმა ინვესტორებ-

ისევე როგორც ახალი რეფორმები, რომლებითაც აქციონერებს მეტი უფლებები მიენიჭათ მენეჯმენტის ანაზღაურების განსაზღვრის საკითხებში, სულ მცირე, ეფუძნება (ან პოლიტიკური მხარდაჭერა მოიპოვა) სწორედ ამ დაშვებას. თუმცა დივერსიფიცირებულ ინსტიტუციურ აქციონერებს არ აქვთ საკმარისი ცოდნა და სტიმული, რომ ამგვარად ჩაერიონ საწარმოს საქმიანობაში, ხოლო არადივერსიფიცირებული აქციონერები, რომლებიც უფრო მეტი გავლენით სარგებლობენ, ფინანსური მოგების გარდა, სხვა მიზნების მიღწევით არ ინტერესდებიან.[168] მართლაც, საწარმოთა რეპუტაციული შედეგების შემსწავლელმა კვლევამ, რომელიც ადგენდა დიდ ბრიტანეთში იმ ფინანსური წესების დარღვევის შედეგებს, რომლებიც მესამე პირების დასაცავად არის შექმნილი, აჩვენა, რომ რეალურად ამ ინფორმაციამ აქციის საბაზრო ფასზე დადებითი გავლენა მოახდინა, რაც უთითებს, რომ აქციონერებს მოსწონთ საწარმოები, რომლებიც საზღვრებს გარეთ გასვლას ცდილობენ.[169]

მიუხედავად ამისა, ბოლოდროინდელი ტენდენციით იზრდება საკორპორაციო სამართლის სტრატეგიების სოციალური პრობლემების მოსაგვარებლად გამოყენების შემთხვევები. არის თუ არა ეს გარეშე ფაქტორების სახელმწიფოს მიერ კონტროლის უუნარობაზე ფუნქციური პასუხი ან მხოლოდ შენიღბვის მცდელობა, რომ ყურადღება უფრო ფუნდამენტური რეფორმებიდან სხვა საკითხზე გადაიტანონ, ღია საკითხად რჩება.[170] თუმცა არსებობს სკეპტიციზმის მიზეზები – რამდენად შეუძლია საკორპორაციო სამართალს, მნიშვნელოვნად მოაგვაროს ისეთი პრობლემები, რომლებიც სცდება იმ ძირითად წარმომადგენლობით პრობლემებს, რომელთა მოგვარებაც საკორპორაციო სამართლის ძირითადი ამოცანაა.

შენიშვნა:

* *ავტორის კომენტარი:* dual-class equity structures with disparate voting rights გულისხმობს კაპიტალის ისეთ სტრუქტურას, სადაც აქციების სხვადასხვა კლასში თითოეულ აქციას განსხვავებული ოდენობით ხმის უფლება უკავშირდება. მაგალითად, ერთი კლასის ერთ აქციას შეიძლება ჰქონდეს ათი ხმის უფლება, ხოლო მეორე კლასის ერთ აქციას – ერთი ხმის უფლება.

** *ავტორის კომენტარი:* ცირკულარული აქციონერები უკავშირდება თანააქციონერობის ისეთ ფორმას, რომელშიც ჩაბმულია სამი ან მეტი პირი. მაგალითად, კომპანია „ა“ ფლობს აქციებს კომპანია „ბ“-ს კაპიტალში, კომპანია „ბ“ – კომპანია „გ“-ს კაპიტალში, ხოლო კომპანია „გ“ თავის მხრივ ფლობს აქციებს კომპანია „ა“-ს კაპიტალში, რის შედეგადაც ვიღებთ ცირკულარულ ანუ წრიულ ინვესტიციას.

მა, რომლებიც თავიანთი კლიენტების საუკეთესო ინტერესებში მოქმედებენ, უნდა გაითვალისწინონ კომპანიის საქმიანობის გავლენა გარემოსა და სოციუმზე და სხვა დაკავშირებული რისკები იმ ფაქტორებს შორის, რომლებიც გავლენას ახდენენ კომპანიის შედეგიანობაზე, ან შემნახველთა გრძელვადიან ფართო ინტერესებზე“).

[168] Edward B. Rock, *Institutional Investors in Corporate Governance*, in Oxford Handbook of Corporate Law and Governance (Jeffrey N. Gordon and Wolf-Georg Ringe eds., 2016).

[169] John Armour, Colin Mayer, and Andrea Polo, *Regulatory Sanctions and Reputational Damage in Financial Markets*, Working Paper (2015), at ssrn.com.

[170] Pargendler, note 82.

5

გარიგებები კრედიტორებთან

ჯონ არმორი, ჰენრი ჰანსმანი, რაინერ კრაკმანი, მარიანა პარგენდლერი

1-ლ თავში ჩვენ ვნახეთ, რომ ბიზნესკორპორაციის ორი ძირითადი მახასიათებელი – იურიდიული პირი და შეზღუდული პასუხისმგებლობა – გულისხმობს აქტივების გამიჯვნას კრედიტორთა მოთხოვნებისგან. როგორც აღვნიშნეთ, ეს ხელს უწყობს ხელშეკრულებების დადებას და ინვესტირებას, რადგან ცნობილია, რომელი აქტივები გამოიყენება კონკრეტული მოთხოვნების დასაკმაყოფილებლად და რომელი არა. თუმცა ამ მახასიათებლებს თან ახლავს წარმომადგენლობის კონფლიქტის შესაძლებლობა. მიუხედავად იმისა, რომ აქციონერები და კრედიტორები დაინტერესებული არიან კორპორაციული აქტივებით, აქტივები საბოლოოდ მაინც აქციონერების კონტროლის ქვეშ არის.

მართლაც, საწარმოს კრედიტორები სხვა სტეიკჰოლდერებთან მიმართებით ორგვარ როლს ასრულებენ. ჩვეულებრივ გარემოებებში კრედიტორთა უმრავლესობა მხოლოდ სახელშეკრულებო მხარეს წარმოადგენს, თუმცა, თუ საწარმო ვალდებულებებს ვერ შეასრულებს, მის კრედიტორებს შეუძლიათ აქტივების ამოღება და გაყიდვა.[1] ამ მომენტში კრედიტორების როლი იცვლება: ისინი საწარმოს აქტივების მესაკუთრეები ხდებიან, რასაც დიდი მნიშვნელობა აქვს.[2] ასეთი ორგვარი როლიდან გამომდინარე, კრედიტორებს სხვადასხვა დროს სხვადასხვა ტიპის წარმომადგენლობის პრობლემა შეიძლება შეექმნათ. როგორც სახელშეკრულებო მხარეს, მას აქვს საწარმოს მიერ აქციონერების ინტერესებიდან გამომდინარე ოპორტუნისტული ქცევის რისკი. თუკი საწარმო ხელშეკრულებას დაარღვევს, მაშინ პრობლემა გარდაიქმნება და კრედიტორებმა უნდა უზრუნველყონ, რომ მესაკუთრეთა ერთი ჯგუფის მიერ არ მოხდება მეორე ჯგუფის ექსპროპრიაცია, რაც არის კრედიტორებს შორის ინტერესთა კონფლიქტი. გარდა ამისა, კრედიტორთა სავარაუდო მესაკუთრეობის მოლოდინი ჩრდილს აყენებს საწარმოს სხვა მონაწილეთა ურთიერთობას მაშინაც კი, როდესაც საწარმო ფინანსურად ჯანმრთელია.

შესაბამისად, ყველა საკორპორაციო სამართალი მოიცავს კორპორაციის კრედიტორების დამცავ ნორმებს. წარმომადგენლობის ხარჯების შემ-

[1] იხ. თავი 5.1.2.

[2] იხ. Jean Tirole, The Theory of Corporate Finance 389–95 (2006); Patrick Bolton, *Corporate Finance, Incomplete Contracts, and Corporate Control*, 30 Journal of Law, Economics & Organization 164 (2014); ამ მიზნებისთვის „საკუთრების“ თაობაზე იხ. თავი 1.2.5.

ცირების შედეგად მცირდება სესხების ხარჯიც[3] და კორპორაციული ფორმის სახელშეკრულებო მხარედ არჩევის ხარჯი. რა თქმა უნდა, კრედიტორ-მოვალის ურთიერთობის მომწესრიგებელი ზოგადი სამართლებრივი წესები გავრცელდება ასეთ გარიგებებზე. ჩვენ აქ ყურადღებას ვუთმობთ სამართლებრივ სტრატეგიებს, რომელთა უშუალო მიზანია *კორპორაციული* მოვალეების კრედიტორებთან ურთიერთობის მოწესრიგება და რომლებიც პასუხობს კორპორაციული აქტივების დაყოფიდან გამომდინარე კონკრეტულ პრობლემებს. ეს თავი განიხილავს კორპორაციული ფორმის მახასიათებლებიდან მომდინარე წარმომადგენლობის ხარჯებს და ჩვენი მთავარი იურისდიქციების მიერ მათ გადასაჭრელად გამოყენებულ სამართლებრივ სტრატეგიებს.

ამ თავის ერთ-ერთი ზოგადი თემა ის არის, რომ კრედიტორების დასაცავად გამოყენებული სამართლებრივი სტრატეგიების ერთობლიობა დამოკიდებულია იმაზე, რამდენად ადვილია კაპიტალის მიმწოდებლებისათვის ერთმანეთთან კოორდინაცია. ბოლო ათწლეულის განმავლობაში მნიშვნელოვანი ცვლილება მოხდა, თუ რა ფორმით იღებენ მსხვილი კომპანიები ბევრ ქვეყანაში სასესხო კაპიტალს. დღეს ისინი უფრო ხშირად სახსრებს ბაზრიდან იღებენ და უფრო ნაკლებს – ბანკებიდან.[4] ამან კრედიტორებს შორის კოორდინაციის ხარჯები გაზარდა და, შესაბამისად, შეიცვალა სამართლებრივი სტრატეგიები, რომლებსაც ასეთი წარმომადგენლობის ხარჯების შემცირება შეუძლიათ.

5.1 ქონების გამიჯვნა და წარმომადგენლობის პრობლემა

5.1.1 ქონების გამიჯვნა და კორპორაციის კრედიტორები

პირველ თავში ვნახეთ, რომ ქონების გამიჯვნას საკორპორაციო სამართალში ორი ასპექტი აქვს: პირველი არის იურიდიული პირის დაცვა, – იურიდიული პირობის შედეგი, – რომელიც უზრუნველყოფს, რომ კორპორაციის კრედიტორებს აქციონერებზე (და აქციონერების კრედიტორებზე) უპირატესი მოთხოვნა აქვთ კორპორაციის ქონებაზე. ეს ამყარებს კორპორაციის პირობას, რომ მისი ქონება კრედიტორებისთვის ხელმისაწვდომია; მეორე ასპექტი

[3] რაც მეტად ხელმისაწვდომია კრედიტი, უფრო ძლიერია კრედიტორთა უფლებები: იხ., მაგ., Rainer Haselmann, Katharina Pistor, and Vikrant Vig, *How Law Affects Lending*, 23 Review of Financial Studies 549 (2010). ეს განსაკუთრებით ასეა ვალის ეფექტური აღსრულების პირობებში: Simeon Djankov, Oliver Hart, Caralee McLiesh, and Andrei Shleifer, *Debt Enforcement Around the World*, 116 Journal of Political Economy 1105 (2008). მიმოხილვისთვის იხ.: John Armour, Antonia Menezes, Mahesh Uttamchandani, and Kristin van Zwieten, *How Do Creditor Rights Matter for Debt Finance? A Review of Empirical Evidence*, in Secured Transactions Law, Economic Impact and Reform 1 (Frederique Dahan ed., 2015).

[4] გამონაკლისია აშშ, სადაც საბაზრო სესხებით დაფინანსება ყოველთვის მნიშვნელოვანი იყო.

არის შეზღუდული პასუხისმგებლობა (ან „მესაკუთრის დაცვა“), რომლითაც საწარმოს მესაკუთრის აქტივები დაცულია საწარმოს კრედიტორების მოთხოვნებისგან, რაც ხელს უწყობს აქციონერთა ინვესტიციების დივერსიფიკაციას.

ქონების გამიჯვნას თავისი ეფექტი აქვს საწარმოს კრედიტორებისთვისაც. რამდენადაც კრედიტორებს მოთხოვნის დაკმაყოფილება მხოლოდ კორპორაციის ქონებით შეუძლიათ, გამსესხებლებს სწორედ *ამ* ქონების შეფასება და მეთვალყურეობა სჭირდებათ, რაც მათ ხარჯებს ამცირებს. ეს შეზღუდვა ასევე ხელს უწყობს კრედიტორების სპეციალიზაციას, რადგან მათ, ვისაც კონკრეტული ტიპის ქონების შეფასებისა და მეთვალყურეობის მეტი გამოცდილება აქვთ, თუ სხვა ყველაფერი იგივეა, უფრო იაფი სესხის გაცემა შეუძლიათ. კრედიტორების მეთვალყურეობის შესაძლებლობების იმ აქტივებთან დაკავშირებით, საიდანაც მოთხოვნა უნდა დაკმაყოფილდეს, და ამ ფორმით შემცირებული ხარჯები ხსნის ზუსტად კორპორაციული ჯგუფების სტრუქტურას. ქონების გამიჯვნა საშუალებას აძლევს საწარმოებს, რომ ერთმანეთისგან იზოლირებულად აწარმოოს სხვადასხვა ბიზნესი და რომ მიიღოს კრედიტი. ცალკე პირების – შვილობილების – დაფუძნებით, რომლებიც წარმართავენ სხვადასხვა ბიზნესს ან წამოწყებას, ამ ბიზნესთან ასოცირებული აქტივების ამ კონკრეტული ბიზნესის კრედიტორებისთვის უზრუნველსაყოფად შეთავაზება უფრო მოსახერხებელია.[5] ეს, თავის მხრივ, საშუალებას აძლევს კრედიტორებს, რომ იყვნენ იმ აქტივების ზედამხედველები, რაშიც სპეციალიზებული არიან და რაც ყველაზე კარგად ესმით, თუნდაც მათ არ შეეძლოთ იმავე ჯგუფის სხვა წამოწყებების ზედამხედველობა.

კრედიტორებისა და ქონების ასეთი შესაბამისობა საუკეთესოდ იმ შემთხვევაში მუშაობს, თუ კრედიტორთა მოთხოვნები მხოლოდ მსესხებლის ქონებით არის უზრუნველყოფილი. თუ კრედიტორებს სხვა ქონებიდანაც შეუძლიათ მოთხოვნის დაკმაყოფილება, ეს არა მარტო ზრდის მათ მიერ ინფორმაციის შეგროვების ხარჯებს, არამედ მათ ასევე ნაკლებ სტიმულს უქმნის, რომ ამ კონკრეტული პირის ქონება აკონტროლონ.[6] ამის კარგი მაგალითია სექიურიტიზაციის (securitization) სირთულეები. (როგორც წესი, სექიურიტიზაციის პროცესში ქონების როგორც სახელშეკრულებო ვალდებულებების (მაგალითად, სესხი, იპოთეკური სესხი, კომერციული სესხი ა.შ.) თავმოყრა ხდება, რომელიც იყიდება მესამე პირებზე ფასიანი ქაღალდების სახით. დასახელებული ფასიანი ქაღალდები გამყარებულია ნახსენები სახელშეკრულებო ვალდებულებებიდან მიღებული შემოსავლით.) სექიურიტიზაციის პროცესში ქონება საწყისი პირისგან იმიჯნება და გადაეცემა ცალკე პირს, რომელიც იღებს კრედიტს

[5] მშობელი კომპანიის კრედიტორები „სტრუქტურულად სუბორდინირებულად“ მიიჩნევიან, რადგან შვილობილის ქონებაზე მათ წვდომა მხოლოდ მშობელი კომპანიის საშუალებით აქვთ.

[6] იხ. Richard Squire, *The Case for Symmetry in Creditors' Rights*, 118 Yale Law Journal 806 (2009).

და ეს კრედიტი მხოლოდ ამ ქონებით არის უზრუნველყოფილი. თეორიულად, ამას შეიძლება, თან სდევდეს კრედიტორების მიერ ქონების ზედამხედველობის სარგებელი, მაგრამ მხოლოდ მაშინ, თუ კრედიტორებს საკმარისი ინფორმაცია აქვთ ქონების შესახებ. თუმცა ეს სარგებელი იკარგება, თუ – რაც ხშირი შემთხვევა იყო ფინანსურ კრიზისამდე დადებულ სექიურიტიზაციის გარიგებებში – კრედიტორებს დამატებითი უფლებები ენიჭებათ (ცნობილი, როგორც „კრედიტის გაუმჯობესება“) საწყისი კომპანიის ან/და მესამე პირის მიმართ.

5.1.2 აქციონერი-კრედიტორის წარმომადგენლობის პრობლემები

საკორპორაციო სამართალში ქონების გამიჯვნის შესაძლებლობამ შეიძლება გაამწვავოს წარმომადგენლობის პრობლემა მოვალეებსა და კრედიტორებს შორის. *Ex ante* აქციონერებს საშუალება ეძლევათ, კორპორაციული პიროვნულობიდან გამომდინარე, ქონების დაცვის საშუალებით კომპანიის ქონებად წარმოაჩინონ ქონება, რომელიც კომპანიას არ ეკუთვნის და რეალურად აქციონერების ან სხვა პირების პირად საკუთრებაშია. *Ex post* აქციონერები კომპანიის წარმატებით სარგებლობენ, ხოლო მათი პირადი ქონება კომპანიის წარუმატებლობის შემთხვევაში დაცულია, რაც მათ ახალისებს, რომ კრედიტორების ხარჯზე თავის სასარგებლო გადაწყვეტილებები მიიღონ.

ასეთი ქმედებები რამდენიმე ფორმით შეიძლება განხორციელდეს.[7] ყველაზე მარტივად აქციონერებს შეუძლიათ, თავის სასარგებლოდ ქონება გაიტანონ კომპანიიდან. ასეთი ქმედება, რომელსაც ზოგჯერ „ქონების შემცირებას“ (ან ქონების მითვისებას) უწოდებენ, ზრდის აქციონერის პირად სიმდიდრეს, მაგრამ აზიანებს კრედიტორებს, რადგან ამცირებს მათი მოთხოვნების დასაკმაყოფილებლად ხელმისაწვდომი ქონების ღირებულებას.

კრედიტორების ინტერესების საზიანო მეორე ფორმა გულისხმობს საწარმოს ბიზნესის რისკიანობის ზრდას, განსაკუთრებით „აქტივების დაყოფის“ გზით.[8] ამ შემთხვევაში აქციონერებს თავის სასარგებლოდ არ გააქვთ კომპანიიდან ქონება. ისინი შედარებით დაბალი რისკის ბიზნესში გამოყენებულ ქონებას ყიდიან და მიღებული თანხით ყიდულობენ ქონებას, რომლითაც მეტი რისკიანობის ბიზნესი იწარმოება.[9] აქციონერებს შეუძლიათ, საწარმოს საქმი-

[7] კლასიკური აღწერისთვის იხ. Robert C. Clark, *The Duties of the Corporate Debtor to its Creditors*, 90 Harvard Law Review 505, 506–17 (1977).

[8] იხ. Michael C. Jensen and William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 Journal of Financial Economics 305, 334–7 (1976); Dan Galai and Ronald W. Masulis, *The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock*, 3 Journal of Financial Economics 53 (1976).

[9] მიუხედავად ამისა, ქონების დაყოფის (ან რისკის განაწილების) მნიშვნელობის თაობაზე ემპირიული საბუთი შერეულია: იხ.: Gregor Andrade and Steven Kaplan, *How Costly is Financial (not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed*, 53 Journal of Finance 1443 (1998); Assaf Eisdorfer, *Empirical Evidence of Risk Shifting in Financially Distressed Firms*, 63 Journal of Finance 609 (2008); Pablo

ანობის რისკიანობის ზრდით ისარგებლონ, რადგან, თუ ყველაფერი კარგად გამოვა, დამატებით მოგებას მიიღებენ, ხოლო თუ რისკი არ გაამართლებს, ისინი იმაზე მეტს არ რისკავენ, რაც უკვე ინვესტირებული აქვთ. თუმცა ეს ცვლილება კრედიტორებს აზიანებს. ამით იმის ალბათობა იზრდება, რომ კომპანია ვერ გამოიმუშავებს საკმარის თანხებს, რათა ვალი დაფაროს, ხოლო რისკის გამართლების შემთხვევაში, გაზრდილი მოგებით კრედიტორების მდგომარეობა არ იცვლება, რადგან მათი მოთხოვნები ფიქსირებულია.[10] რაც კიდევ უფრო ცუდია, ასეთი ცვლილება შეიძლება აქციონერებისთვის მიმზიდველი იყოს, მიუხედავად იმისა, რომ საწარმოს საერთო ღირებულება მცირდება: მათ შეიძლება ურჩევნიათ, რომ უფრო პატარა ნამცხვრიდან დიდი წილი შეხვდეთ.[11]

მესამე გზა, რითაც აქციონერებს კრედიტორების ხარჯზე სარგებლის მიღება შეუძლიათ, გულისხმობს საწარმოს საერთო ვალის ზრდას. თუ „ახალი“ კრედიტორები საწარმოს ქონებას „ძველ“ კრედიტორებთან იყოფენ, დარღვევის შემთხვევაში ძველი კრედიტორების მოლოდინი მოთხოვნების დაკმაყოფილების თაობაზე მცირდება, თუ კომპანია ვალდებულებას ვერ შეასრულებს. ეს აქციონერებისთვის სასარგებლოა, რადგან მათ შეუძლიათ, გააგრძელონ ძველი კრედიტით იმავე პირობებით სარგებლობა, რაც ახალი კრედიტორების დამატების ფონზე ასევე სასარგებლო პირობებია. ამ ეფექტს ზოგჯერ „სესხის შესუსტებას“ უწოდებენ.[12] ასეთი ქმედების საბოლოო ეფექტი დამოკიდებულია იმაზე, როგორ გამოიყენებს ნასესხებ თანხებს კომპანია. მაგრამ, რადგან ახალი სესხი სუბსიდირებულია (ძველი გამსესხებლების მიერ), ახალი გამსესხებლები შეიძლება კომპანიამ დაარწმუნოს ისეთი ნაკლებმოგებიანი პროექტის დაფინანსებაში, რომელსაც ისინი, ასეთი სუბსიდიის გარეშე, არ დააფინანსებდნენ.[13]

Hernández, Paul Povel, and Giogo Sertsios, *Does Risk Shifting Really Happen? Results from an Experiment*, Working Paper (2014).

[10] კრედიტორების დასაზიანებლად აუცილებელი არ არის, რომ საწარმომ დაარღვიოს სესხის პირობები: აქციონერის ქმედების შედეგად პირდაპირ შემცირდება მათი მოთხოვნების ღირებულება მეორეულ ბაზარზე.

[11] ფენომენს, როდესაც საწარმოები ისეთ ბიზნესპროექტებში დებენ ინვესტიციას, სადაც რაციონალური ინვესტორი უარს იტყოდა ინვესტირებაზე მოგების დაბალი მაჩვენებლის გამო, „ზეინვესტირებას“ უწოდებენ. საპირისპირო პრობლემა – ხანდახან „ინვესტირების ნაკლებობად“ წოდებული – გვხვდება ისეთ დროს, როდესაც საწარმოს ვალდებულება მის ქონებას აღემატება. საწარმოს შეიძლება დამატებითი ინვესტიციების შედეგად ზრდის პოტენციალი ჰქონდეს, მაგრამ ინვესტორებს არ ექნებათ ასეთი ინვესტიციების განხორციელების სურვილი, რადგან შესაბამისი მოგებიდან წილს წაიღებენ კრედიტორები: Stewart C. Myers, *Determinants of Corporate Borrowing*, 5 Journal of Financial Economics 147 (1977).

[12] იხ., მაგ., Alan Schwartz, *A Theory of Loan Priorities*, 18 Journal of Legal Studies 209 (1989).

[13] ასეთი კონფლიქტის ერთი ვერსია გულისხმობს პირობითი სასესხო ვალდებულებების მიცემას – როგორიცაა პირადი თავდებობა – როცა პასუხისმგებლობა დაკავშირებულია საწარმოს გადახდისუუნარობის რისკთან. ეს ამცირებს სხვა კრედიტორებისთვის ხელმისაწვდომ ქონებას ზუსტად იმ დროს, როცა მათ ეს ყველაზე მეტად სჭირდებათ. იხ. Richard Squire, *Shareholder Opportunism in a World of Risky Debt*, 123 Harvard Law Review 1151 (2010).

აქციონერსა და კრედიტორს შორის წარმომადგენლობის პრობლემის ინტენსიურობას ანეიტრალებს მენეჯერთა სიფრთხილე რისკის მიმართ და აქციონერთა კონტროლი საწარმოს გადაწყვეტილებებზე. კომპანიებში მრავალი აქციონერით, სადაც მენეჯერები აქციებს არ ფლობენ, აქციონერების მიერ ასეთი სარგებლის მიღებას მენეჯერებისთვის რამე „დადებითი" შედეგი არ აქვს, და შეიძლება, მათ ნაკლებად სურდეთ ასეთი რისკის გაწევა, რადგან თუ ის არ გაამართლებს, ზიანი ადგება მათ რეპუტაციას საწარმოს ფინანსურ გასაჭირში ჩავარდნის შედეგად.[14] ამიტომ ასეთი მენეჯერები ნაკლებად მოტივირებული არიან, კრედიტორების ხარჯზე მიიღონ აქციონერების სასარგებლო გადაწყვეტილება, განსხვავებით მენეჯერებისგან, რომლებიც პასუხისმგებელი არიან მაკონტროლებელი აქციონერის წინაშე, ან, რომელთაც მნიშვნელოვანი პირადი დაინტერესება აქვთ საწარმოს აქციის ფასის გაზრდის მიმართ, როგორც, მაგალითად, სააქციო ოფციონების შემთხვევაში. უფრო ზოგადად, რაც უფრო წარმატებულად შეძლებს მე-3 თავში აღწერილი სტრატეგიები, რომ მენეჯერებისა და აქციონერების ინტერესები გაათანაბროს, უფრო მეტი საფრთხეა, რომ მენეჯერები აქციონერთა სასარგებლოდ კრედიტორების ხარჯზე იმოქმედებენ.

კონტროლის გარიგებებს კრედიტორებზე უარყოფითი გავლენის მოხდენა რამდენიმე განზომილებაში ერთდროულად შეუძლია – ფენომენი ცნობილია როგორც „გარემოების რისკი". მენეჯმენტის მიერ გამოსყიდვის დაფინანსების დროს ერთდროულად შეიძლება გაიზარდოს საწარმოს ვალი, შეიცვალოს ბიზნესის მიმართულება და მენეჯერები უფრო მეტად დაახლოებული გახდნენ აქციონერთან, რადგან ახლა მათ პირადად ეკუთვნით აქციები.[15]

აქციონერსა და კრედიტორებს შორის კონფლიქტს მთლიანად საწარმოს ქონების ღირებულების შემცირება შეუძლია.[16] ამიტომ კრედიტორებისთვისაც და აქციონერებისთვისაც სასარგებლოა, თუ იარსებებს შესაბამისი შეზღუდვები ქონების მითვისების ან ჩანაცვლების მიმართ, რადგან ასეთი შეზღუდვები თავად კრედიტსაც აიაფებს.[17] მართლაც, კრედიტორები და კორპორაციული

[14] მაგალითად, აშშ-ის საწარმოებში რესტრუქტურიზაციის შედეგად მენეჯერები ხშირად კარგავენ სამსახურს: Edith Hotchkiss, *Post-Bankruptcy Performance and Management Turnover*, 50 Journal of Finance 21 (1995); Kenneth M. Ayotte and Edward R. Morrison, *Creditor Control and Conflict in Chapter 11*, 1 Journal of Legal Analysis 511 (2009).

[15] იხ. Paul Asquith and Thierry A. Wizman, *Event Risk, Covenants, and Bondholder Returns in Leveraged Buyouts*, 27 Journal of Financial Economics 195 (1990); Sudheer Chava, Dmitry Livdan, and Amiyatosh Purnanandam, *Do Shareholder Rights Affect the Cost of Bank Loans?* 22 Review of Financial Studies 2973 (2009) (დაუფლებისას თავდაცვა, მოვლენის რისკის შემცირება, უკავშირდება კრედიტის ნაკლებ ხარჯს).

[16] იხ., მაგ., Jensen and Meckling, note 8.

[17] Clifford W. Smith, Jr. and Jerold B. Warner, *On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants*, 7 Journal of Financial Economics 117 (1979); Michael H. Bradley and Michael R. Roberts, *The Structure and Pricing of Corporate Debt Covenants*, 5 Quarterly Journal of Finance 1 (2015).

მოვალეები ხშირად თანხმდებიან სხვადასხვა პირობაზე, ძირითადი თანხის და პროცენტის გადახდის ვალდებულებასთან ერთად. ხშირად ეს შეზღუდვები უკრძალავს საწარმოს ისეთ მოქმედებას, რომელიც ეწინააღმდეგება კრედიტორების ინტერესებს – იქნება ეს დივიდენდების აქციონერებზე განაწილება, მნიშვნელოვან ქონებაზე გარიგებები თუ ვალის გაზრდა.[18] კრედიტორებმა შეიძლება კორპორაციის ქონება უზრუნველყოფის საშუალებად გამოიყენონ, რაც ზღუდავს კომპანიას ქონების შეცვლისგან, რადგან კრედიტორის მოთხოვნისგან თავისუფალი ქონების გასხვისებას კრედიტორის თანხმობა სჭირდება, [19] და კრედიტორი თავისი ინტერესის შესუსტებას ირიდებს თავიდან.[20] დაცვის უფრო ეფექტური მექანიზმი შეიძლება იყოს იურიდიული პირის დაცვის გამოყენება: სესხის უზრუნველყოფის საშუალებად გამოყენებული ქონება გადადის შვილობილ კომპანიაში, შედეგად მსესხებლის ყველა სხვა კრედიტორი „სტრუქტურულად სუბორდინირებულია“ თავდაპირველი კრედიტორის მიმართ.[21] თითოეული ეს მექანიზმი კრედიტორებს მოვალის მოქმედებების გარკვეულწილად კონტროლის საშუალებას აძლევს.[22]

კრედიტორები და საწარმოები ხშირად ხარჯავენ რესურსებს, რათა შეათანხმონ სახელშეკრულებო დაპირებები და უზრუნველყოფის ღონისძიებები, ამიტომ ჩნდება კითხვა, ხომ არ შეუძლია კორპორაციულ სამართალს ამ გარიგებების ხარჯების შემცირება. თუმცა, როგორც ვნახავთ, კორპორაციული სამართალი უმეტესად უარს ამბობს კრედიტორებთან ასეთი გარიგებების რეგულაციაზე.

უნდა ავხსნათ, რატომ გამოიყენება ხელშეკრულებები და არა კანონისმიერი ნორმები. ვთვლით, რომ სამი ფაქტორი განსაკუთრებით მნიშვნელო-

[18] იხ. Smith and Warner, note 17; William W. Bratton, *Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and Law, Theory and Practice, Substance and Process,* 7 European Business Organization Law Review 39 (2006). ამას ემატება არაფინანსური დათქმები, მოვალეები.

[19] Clifford W. Smith, Jr. and Jerold B. Warner, *Bankruptcy, Secured Debt, and Optimal Capital Structure: Comment*, 34 Journal of Finance 247 (1979). უზრუნველყოფილი კრედიტის მიმომხილველი ლიტერატურა იხ. Barry E. Adler, *Secured Credit Contracts*, in The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law, Vol. 3, 405 (Peter Newman ed., 1998); Jean Tirole, note 2, 164–70, 251–4; Efraim Benmelech and Nittai K. Bergman, *Collateral Pricing*, 91 Journal of Financial Economics 339 (2009).

[20] აქციის ღირებულების შემცირება შეიძლება, ასევე, სესხის ხელშეკრულებით შეიზღუდოს („ნეგატიური უზრუნველყოფის“ მუხლით), მაგრამ უზრუნველყოფის მოთხოვნა კრედიტორის უპირატესობის დასაცავად თვითაღსრულებადია: Alan Schwartz, *Priority Contracts and Priority in Bankruptcy*, 82 Cornell Law Review 1396 (1996).

[21] იხ. Kenneth Ayotte and Stav Gaon, *Asset-Backed Securities: Costs and Benefits of "Bankruptcy Remoteness"*, 24 Review of Financial Studies 1299 (2011); Douglas G. Baird and Anthony Casey, *No Exit? Withdrawal Rights and the Law of Corporate Reorganizations*, 113 Columbia Law Review 1 (2013).

[22] იხ. Ronald J. Daniels and George G. Triantis, *The Role of Debt in Interactive Corporate Governance*, 83 California Law Review 1073 (1995); Douglas G. Baird and Robert K. Rasmussen, *Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance*, 154 University of Pennsylvania Law Review 1209 (2006).

ვანია: პირველ რიგში, ზედმეტობის რისკია: საწარმოს ქცევის ზედმეტად შეზღუდვა შეიძლება ისეთივე საზიანო იყოს როგორც შეზღუდვების ნაკლებობა. როგორც აქციონერებს აქვთ სტიმული, რომ საწარმოს *რაც შეიძლება მეტი* რისკი ააღებინონ, კრედიტორებს აქვთ სტიმული, რომ საწარმომ *რაც შეიძლება ცოტა* რისკი აიღოს.[23] საჭირო ბალანსი ყველაზე მეტად საწარმოს ბიზნესმოდელზე იქნება დამოკიდებული,[24] ამიტომ მისი ხელშეკრულებით დადგენა კანონის ნაცვლად მეტ საშუალებას იძლევა, რომ საწარმოს მახასიათებლები იყოს გათვალისწინებული. ამ ანალიზს ამყარებს ასევე ემპირიული კვლევების შედეგი, რომლებიც აჩვენებს, რომ საწარმოების მიერ კრედიტორებისთვის ხელშეკრულების საფუძველზე მინიჭებული დაცვა ისეთივე ეფექტურია, როგორიც კანონისმიერი დაცვა;[25]

მეორე ფაქტორი ის არის, რომ კრედიტორების ინტერესები – მათი დროისა და რისკის ჰორიზონტი – აქციონერებზე მეტად ჰეტეროგენულია.[26] შესაბამისად, სტანდარტული ფორმის დაცვის „პირობები“ ზოგიერთ კრედიტორს შესაძლოა, ზედმეტად იცავდეს და ზოგიერთს – ნაკლებად; და მესამე ფაქტორია, რომ კრედიტორების დაცვის მექანიზმები დროთა განმავლობაში შეიძლება შეიცვალოს, რის გამოც საჭიროა მათზე ხელახალი მოლაპარაკება. ხელახალი მოლაპარაკების სიადვილე (და, შესაბამისად, თავდაპირველი შეზღუდვების სიმკაცრე) დამოკიდებულია კრედიტორების კოორდინაციისა და ინფორმაციის ხარჯებზე, რაც მიბმულია კრედიტორების რაოდენობასა და ვინაობაზე. ბონდის მრავალი მფლობელისთვის უფრო რთულია ამის გაკეთება, ვიდრე რამდენიმე საბანკო კრედიტორისთვის.[27] ისეთი შეზღუდვები, რომლებიც ცდილობს საწარმოს *ყველა* კრედიტორთან ურთიერთობის მოწესრიგებას, განსაკუთრებით რთული მოსალაპარაკებელია, გარდა იმ შემთხვევისა, რო-

[23] Viral V. Acharya and Krishnamurthy V. Subramanian, *Bankruptcy Codes and Innovation*, 22 Review of Financial Studies 4949 (2009); Greg Nini, David C. Smith, and Amir Sufi, *Creditor Control Rights and Firm Investment Policy*, 92 Journal of Financial Economics 400 (2009); Viral V. Acharya, Yakov Amihud, and Lubimor Litov, *Creditor Rights and Corporate Risk-Taking*, 102 Journal of Financial Economics 150 (2011).

[24] იხ., მაგ., Efraim Benmelech and Nittai K. Bergman, *Vintage Capital and Creditor Protection*, 99Journal of Financial Economics 308 (2011).

[25] იხ. Paul Brockman and Emre Unlu, *Dividend Policy, Creditor Rights, and the Agency Costs of Debt*, 92 Journal of Financial Economics 276 (2009); Darius P. Miller and Natalia Reisel, *Do Country-Level Investor Protections Affect Security-Level Contract Design? Evidence from Foreign Bond Covenants*, 25 Review of Financial Studies 408 (2012).

[26] Hideki Kanda, *Debtholders and Equityholders*, 21 Journal of Legal Studies 431, 440–1, 444–5 (1992); Marcel Kahan, *The Qualified Case Against Mandatory Terms in Bonds*, 89 Northwestern University Law Review 565, 609–10 (1995).

[27] ამიტომ სათამასუქო შეთანხმებებში საბანკო ხელშეკრულებებისგან განსხვავებით უფრო ცოტა და უფრო სუსტი პირობებია: შეადარე: Bradley and Roberts, note 17 with Robert C. Nash, Jeffry M. Netter, and Annette B. Poulsen, *Determinants of Contractual Relations Between Shareholders and Bondholders: Investment Opportunities and Restrictive Covenants*, 9 Journal of Corporate Finance 201 (2003).

დესაც ისინი თავიდანვე საკმაოდ რბილი ფორმით არის დადგენილი – ისე, რომ, უმეტეს შემთხვევაში, მოლაპარაკებას აზრიც არ აქვს.[28]

თუმცა სამ კონკრეტულ შემთხვევაში, რომლებსაც ახლა განვიხილავთ, ეს დაკვირვებები სწორი აღარ არის და, შესაბამისად, აქციონერ-კრედიტორის წარმომადგენლობის პრობლემის მოგვარების კორპორაციული სამართლებრივი გზით შექმნილი სარგებელი მის ხარჯებს აღემატება.

5.1.2.1 გადახდისუუნარობის სიახლოვე

ჩვენი ყველა იურისდიქცია განსაკუთრებულად უდგება აქციონერისა და კრედიტორის წარმომადგენლობის პრობლემას ფინანსური პრობლემების მქონე კორპორაციებში, ანუ კორპორაციებში, რომლებიც „გადახდისუუნარობის სიახლოვეს“ არიან. აქციონერების ან მენეჯერების სტიმული, რომ დადონ კორპორაციის ღირებულების შემამცირებელი გარიგებები, როგორიც იქნება აქტივების ჩანაცვლება, განსაკუთრებით ინტენსიური ხდება, როდესაც საწარმოს გადახდისუნარიანობა კითხვის ნიშნის ქვეშაა. შესაბამისად, დიდი შანსია, რომ სამართლებრივი შეზღუდვები, რომლებიც მიმართულია ფინანსური პრობლემების მქონე კორპორაციებისაკენ, უფრო მეტად სასარგებლო იქნება. გარდა ამისა, კანონმდებლების თვალსაზრისით, ამის ხარჯები შეიძლება შედარებით მოკრძალებული იყოს, რადგან რეგულაცია ეკონომიკის მხოლოდ მცირე ნაწილს ეხება.[29]

ასეთი შეზღუდვების საერთო თემატიკას გულისხმობს მცდელობა, რომ ფინანსური პრობლემების მქონე კორპორაციის მენეჯერებმა, რომლებსაც უკეთ შეუძლიათ საწარმოს ფინანსური მდგომარეობის შეფასება, აქციონერების ნაცვლად კრედიტორების ინტერესებში იმოქმედონ და თუ საჭიროა, დაიწყონ სესხის რესტრუქტურიზაციის არაფორმალური პროცესი ან საწარმოს ფორმალური გაკოტრების საქმისწარმოება.[30] ბევრ იურისდიქციაში ეს მიდგომა ასევე გავრცელებულია მაკონტროლებელ აქციონერებზე ისეთი მექანიზმებით, როგორებიცაა: *de facto* ან „ჩრდილოვანი“ დირექტორების პასუხისმგებლობა, აქციონერთა სესხის სუბორდინაცია გაკოტრების დროს, და „კორპორაციული საფარველის გაჭოლვა“. გარდა ამისა, მესამე მხარეები შეიძლება შეირჩნენ სიტუაციის ზედამხედველობისათვის თაღლითური გარიგებების კონტროლის

[28] John Armour, *Legal Capital: An Outdated Concept*?, 7 European Business Organization Law Review 5, 21–2 (2006).

[29] თუმცა ეს შეიძლება ზედმეტად გამარტივება იყოს, რადგან ასეთი მუხლების ეფექტი მხედველობაში მიიღება *ex ante* გადაწყვეტილების მიღების დროს. ფინანსური სირთულეების გამო გადამეტებულმა სანქციებმა შეიძლება შეამციროს გადახდისუნარიანი საწარმოების მიერ გაწეული რისკი. იხ. Michelle J. White, *The Costs of Corporate Bankruptcy: A U.S.-European Comparison*, in Corporate Bankruptcy: Legal and Economic Perspectives, 467 (Jagdeep S. Bhandari and Lawrence A. Weiss eds., 1996); Acharya and Subramanian, note 23.

[30] იხ., მაგ., UNCITRAL, Legislative Guide on Insolvency Law, Part Four: Directors' Obligations in the Period Approaching Insolvency (2013).

სამართლისა და მსგავსი აქტების საფუძველზე. იმავდროულად, ჩვენს ყველა იურისდიქციაში კრედიტორებს კანონით მინიჭებული აქვთ უფლება, რომ დაიწყონ გადახდისუუნარო საწარმოების გაკოტრების საქმისწარმოება.

5.1.2.2 კორპორაციული ჯგუფები

კორპორაციული ჯგუფები შეადგენს მულტიკომპანიის სტრუქტურას, რომელსაც ჰყავს საერთო მაკონტროლებელი, იქნება ეს დომინანტი კომპანიის აქციონერები, აქციონერთა გაერთიანება თუ მენეჯერები. ჯგუფური სტრუქტურები ყველაზე მეტად იყენებენ საკორპორაციო სამართლის ქონების გამიჯვნის ფუნქციას ერთი ეკონომიკური საწარმოს *ფარგლებში.* როგორც ვნახეთ, ამით შეიძლება, საკრედიტო რისკი განაწილდეს კრედიტორებზე, რომელთაც უკეთ შეუძლიათ კონკრეტული ქონების შეფასება და ზედამხედველობა.

თუმცა ჯგუფური სტრუქტურა იწვევს განსაკუთრებით ინტენსიურ წარმომადგენლობის პრობლემებს. შვილობილი კორპორაციები, განმარტების შესაბამისად, მაკონტროლებელი აქციონერის მიერ იმართება, რაც, როგორც უკვე ვნახეთ, ამწვავებს აქციონერ-კრედიტორთა წარმომადგენლობის ხარჯებს და ჯგუფები კარგ საშუალებას იძლევა, – განსაკუთრებით მისი სტრუქტურის სირთულის მატებასთან ერთად, – რომ განხორციელდეს ქონების ბუნდოვანი გადაცემები და შიდა ჯგუფური ვალდებულებების შექმნა, რამაც შეიძლება, შეაფერხოს კრედიტორების პოზიციები.[31] ასეთი ზიანი შეიძლება წარმოიქმნას განზრახ ან, უბრალოდ, მაკონტროლებელი აქციონერის ინტერესებში დადებული გარიგებიდან გამომდინარე.[32] მაგალითად, მთლიანი ჯგუფისთვის შეიძლება, პროდუქტისთვის, დისტრიბუციის ან საგადასახადო თვალსაზრისით სასარგებლო იყოს, თუ გარკვეული ქონება ჯგუფის ერთი წევრიდან მეორეს გადაცემა, თუმცა ასეთი გადაცემა გადამცემის სესხს უფრო რისკიანს ხდის და კრედიტორების პოზიციას აზიანებს.

ამ პრობლემებს ემატება ისიც, რომ კორპორაციული ჯგუფების განსაზღვრა ხანდახან რთულია. კორპორაციული ჯგუფის წევრის „კონტროლი" – ჯგუფის საჭირო წინაპირობა – რთული განსასაზღვრავია;[33] ხშირად არ მჟღავნ-

[31] იხ. Simon Johnson, Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes, and Andrei Shleifer, *Tunneling*, 90 American Economic Review, Papers and Proceedings 22 (2000); Vladimir Atanasov, Bernard Black, and Conrad Ciccotello, *Unbundling and Measuring Tunneling*, 2014 University of Illinois Law Review 1697 (2014). მინორიტარი აქციონერის დაცვის საკითხები განხილულია მე-6 და მე-7 თავებში.

[32] იხ. Jaap Winter et al., Report of the High Level Expert Group of Company Law Experts on A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe (2002), 94–9; Richard Squire, *Strategic Liability in the Corporate Group*, 78 University of Chicago Law Review 605 (2011).

[33] იხ., მაგ., Art. 22 Directive 2013/34/EU, 2013 O.J. (L 182) 19 (მშობელი/შვილობილი კომპანიის სტატუსის დასადგენად გამოყოფს „კონტროლის" შვიდ განსხვავებულ ტესტს); Art. 2(13)–(14) Regulation (EU) 2015/ 848, 2015 O.J. (L 141) 19.

დება ხმის მიცემის თაობაზე შეთანხმებები, რომლებიც საკონტროლო ჯგუფებს ქმნის; და შეზღუდვები არსებული მაკონტროლებლის ხმის მიცემის უფლებებზე ხშირად შეცდომაში შემყვანი შეიძლება იყოს.[34]

5.1.2.3 გარეშე ჯგუფები

განსაკუთრებულ გამოწვევას ქმნის ე.წ. „არაადაპტირებადი“ კრდიტორები, ანუ პირები, რომელთა ვალი აქვს კორპორაციას რაღაც მიზეზით, მაგრამ ამ პირებს თავიანთი რისკის დაზღვევა არ შეუძლიათ.[35] ასეთი ჯგუფის ყველაზე ნათელი მაგალითია კორპორაციული დელიქტის მსხვერპლნი და სახელმწიფო, როგორც რეგულაციური მოთხოვნების სუბიექტი.[36] ეკონომიკური თვალსაზრისით, ანაზღაურების ვალდებულება ზიანის მიმყენებლებს აიძულებს, გაიღონ თავიანთი ქმედებების შესაბამისი სოციალური ხარჯები, რაც, შესაბამისად, ახალისებს მათ, რათა ხარჯების თავიდან ასარიდებლად გარკვეული ზომები მიიღონ. თუმცა, რადგანაც შეზღუდული პასუხისმგებლობა იცავს მაკონტროლებელი პირების ქონებას, რომლებიც სარგებლობენ კომპანიის ქმედებებით, დელიქტური სამართლის ეს ფუნქცია ისეთივე ეფექტური აღარ არის.[37] ეს განსაკუთრებით თვალში საცემია, როდესაც აქციონერები ამცირებენ საწარმოს კაპიტალს, ან გადააქვთ აქტივები სარისკო ოპერაციების განმახორციელებელი კომპანიიდან სწორედ იმიტომ, რომ მათი პოტენციური დელიქტური პასუხისმგებლობა მინიმალური გახდეს.[38]

ამიტომ კორპორაციის მიერ ჩადენილი დელიქტის მსხვერპლს უფრო მეტი დაცვა სჭირდება, ვიდრე ფინანსური პრობლემების მქონე კომპანიის სხვა კრედიტორებს, და ამ მიზნით ბევრი ზომა გატარდა. მაგალითად, ასეთ კრედიტორებს შეიძლება, პრიორიტეტული მოთხოვნის უფლება ჰქონდეთ სხვა

[34] მაგალითად, მცირერიცხოვანი აქციონერების კომპანიაში კონტროლისთვის შეიძლება ხმების 51% იყოს საჭირო, მსხვილ საჯარო კომპანიაში კი 10-20 პროცენტიც საკმარისი იყოს.

[35] ასეთი მოსარჩელეების კლასიფიკაციისთვის იხ. Lucian A. Bebchuk and Jesse M. Fried, *The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy*, 105 Yale Law Journal 857 (1996). სახელშეკრულებო კრედიტორებიც, როგორებიცაა: მუშები, მომხმარებლები და სავაჭრო კრედიტორები, შეიძლება მუდმივად იცვლიდნენ გარემოებებს, რადგან შეცვლის ხარჯი მათი მოთხოვნების ოდენობასთან მიმართებით მცირეა. თუმცა სავაჭრო კრედიტორები ხშირად არ ცვლიან იმ პირობებს, რომლებითაც სესხს გასცემენ, მაგრამ ცვლიან სესხად გაცემული თანხის *ოდენობას* მსესხებლის რისკიანობის გათვალისწინებით: იხ. Mitchell A. Petersen and Raghuram J. Rajan, *Trade Credit: Theories and Evidence*, 10 Review of Financial Studies 661, 678–9 (1997).

[36] თუმცა სახელმწიფოს შეუძლია აღსრულების ინტენსივობის დარეგულირება: იხ., მაგ., Katharina Pistor, *Who Tolls the Bells for Firms? Tales from Transition Economies*, 46 Columbia Journal of Transnational Law 612 (2007).

[37] იხ. Steven Shavell, Foundations of the Economic Analysis of Law, 230–2 (2004).

[38] საფრთხის შემცველ ინდუსტრიაში მოღვაწე საწარმოების ემპირიული კვლევა აჩვენებს, რომ ეს ხდება: იხ. Al H. Ringleb and Steven N. Wiggins, *Liability and Large-Scale, Long-Term Hazards*, 98 Journal of Political Economy 574 (1990).

კრედიტორებთან შედარებით გადახდისუუნარობის საქმისწარმოების დროს. [39] ალტერნატიულად, აქციონერებმა შეიძლება პროპორციულად პასუხი აგონ დელიქტურ ზიანზე, ან სრულად პასუხისმგებელი იყვნენ ასანაზღაურებელ ზიანზე ისეთ შემთხვევებში, როდესაც აქციონერები პირდაპირ აკონტროლებენ კომპანიის სარისკო საქმიანობას.[40] და მაინც, ასეთი კრედიტორების ეფექტური დაცვის მექანიზმები ჩვენს ძირითად იურისდიქციებში იშვიათია, თუმცა ბრაზილია ალბათ ყველაზე შორს მიდის ამ კუთხით: აქციონერები შეუზღუდავად პასუხისმგებელი არიან დელიქტურ ზიანზე კორპორაციული საფარველის გაჭოლვის საფუძველზე, როდესაც კორპორაციის ქონება არ არის საკმარისი დასაქმებულთათვის, მომხმარებლებისთვის ან გარემოსთვის მიყენებული ზიანის ასანაზღაურებლად.[41]

რამდენიმე იურისდიქცია იყენებს შემდეგ სამართლებრივ სტრატეგიას, რომელიც მაინცდამაინც კორპორაციული სამართლის ნაწილი არ არის – საშიში საქმიანობის განმახორციელებელ კომპანიებს ევალებათ გარკვეული დონის დაზღვევის შეძენა. მაგალითად, ბევრ ევროპულ ქვეყანაში, ბრაზილიასა და იაპონიაში ასეთი მოთხოვნები არსებობს ავტომობილებისა და სამუშაო ადგილზე უბედური შემთხვევების დროს ან ტოქსიკური მასალების დამუშავების ბიზნესში. ამ მოთხოვნებს ხშირად ემატება საკანონმდებლო დათქმა, რომ გადახდისუუნარობის პროცესში დელიქტის მიმყენებლის უფლებები, დაზღვევიდან გამომდინარე, პირდაპირ გადაეცემა მსხვერპლს. თუმცა, ამ მოთხოვნების გამო, ბიზნესმა შეიძლება, ნაკლებად აირჩიოს კორპორაციული ფორმა ხარჯების ექსტერნალიზაციის მიზნებისთვის, რაც თითოეულ კორპორაციაზე იქნება დამოკიდებული.

5.1.3 კრედიტორთა კოორდინაციისა და წარმომადგენლობითი პრობლემები

იურიდიული პირის დაცვის ფუნქცია არის, უპირატესობა მიანიჭოს იურიდიული პირის კრედიტორების მოთხოვნებს მისი აქტივების მიმართ ამ იურიდიული პირის მესაკუთრეების, კომპანიის შემთხვევაში, აქციონერებისა და მათი კრედიტორების მოთხოვნებთან შედარებით. ამის აღსრულებისათვის სამართალმა უნდა შეზღუდოს მესაკუთრეები (და მათი კრედიტორები), რათა

[39] David W. Leebron, *Limited Liability, Torts Victims, and Creditors*, 91 Columbia Law Review 1565 (1991).

[40] პროპორციული მიდგომისთვის იხ. Henry Hansmann and Reinier Kraakman, *Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts*, 100 Yale Law Journal 1879 (1991); კონტროლის შესახებ იხ. Nina A. Mendelson, *A Control-Based Approach to Shareholder Liability*, 102 Columbia Law Review 1203 (2002).

[41] Art. 28 Consumer Protection Code (consumers); Lei 9.605 of 1998 (environment). დასაქმებულების წინაშე აქციონერთა პასუხისმგებლობას სასამართლოები არ ზღუდავენ მომხმარებელთა დაცვის სამართლის ანალოგიის საფუძველზე. იხ. Bruno Salama, O Fim da Responsabilidade Limitada no Brasil (2014).

მოთხოვნები დაიკმაყოფილონ საწარმოს ქონებიდან იმ დროს, როცა ამას კრედიტორები ცდილობენ. გამყოფი ხაზი გადახდისუნარიანობაა – როდესაც პირს აღარ შეუძლია კრედიტორების ანაზღაურება თავისი ქონებიდან, მაშინ კანონმა უნდა უზრუნველყოს, რომ აქციონერები კომპანიისგან რაიმე თანხას არ მიიღებენ.

ეს ხორციელდება იმით, რომ კრედიტორები ანაცვლებენ საწარმოს მესაკუთრეებს და იკავებენ აქციონერთა ადგილს. კრედიტორები საწარმოს ქონების მესაკუთრეები ხდებიან, რამდენადაც ეს საჭიროა მათი მოთხოვნების შესასრულებლად, და ეს უფლება მათ ენიჭებათ, როდესაც საწარმო დაარღვევს კრედიტორების წინაშე ნაკისრ ვალდებულებებს.[42] კრედიტორს შეუძლია, სასამართლო გზით აღასრულოს თავისი მოთხოვნა მოვალის ქონებიდან და სწორედ ასეთი აღსრულების შიში აიძულებს საწარმოს, რომ ვალდებულება შეასრულოს. როცა საწარმო *ზოგადად* ვეღარ ასრულებს კრედიტორების წინაშე ვალდებულებებს, კრედიტორებს შეუძლიათ, აირჩიონ, რომ საწარმოს ქონების მესაკუთრეები გახდნენ.[43]

თუმცა ამის შედეგად კრედიტორების კოორდინაციის პრობლემა იქმნება. თუ კრედიტორები თავიანთ მოთხოვნებს ინდივიდუალურად აღასრულებენ, ამან შეიძლება, საწარმოს ბიზნესის დაშლა გამოიწვიოს. თუ საწარმოს ქონება მეტი ღირებულებისაა ერთად, ვიდრე დაშლილი, მაშინ კრედიტორები იხეირებენ, თუ შეთანხმდებიან, რომ აღსრულების ნაცვლად საწარმოს ვალის რესტრუქტურიზაცია მოხდეს. თუმცა თითოეულ კრედიტორს სტიმული აქვს, რომ ინდივიდუალური მოთხოვნა აღასრულოს: ვინც ამას პირველი იზამს, მოთხოვნას სრულად დაიკმაყოფილებს, რესტრუქტურიზაციის შემთხვევაში კი მისი მოთხოვნა მხოლოდ ნაწილობრივ დაკმაყოფილდება. ამ პრობლემების გადაჭრა გაკოტრების სამართლის მთავარი ფუნქციაა.[44]

როგორც აღვნიშნეთ, ჩვენ მიერ განხილული ყველა იურისდიქცია უფლებას აძლევს კრედიტორებს, რომ გადახდისუუნარო ფირმის წინააღმდეგ გაკოტრების წარმოება დაიწყონ.[45] ამით კრედიტორების ინდივიდუალური

[42] იხ. George G. Triantis, *The Interplay Between Liquidation and Reorganization in Bankruptcy: The Role of Screens, Gatekeepers, and Guillotines*, 16 International Review of Law and Economics 101 (1996); Douglas G. Baird and Robert K. Rasmussen, *Control Rights, Property Rights and the Conceptual Foundations of Corporate Reorganizations*, 87 Virginia Law Review 921 (2001); Robert K. Rasmussen, *Secured Debts, Control Rights and Options*, 25 Cardozo Law Review 1935 (2004).

[43] ჩვენ ვუშვებთ, რომ, როგორც პრაქტიკაში ხშირად ხდება, საწარმოებს, რომლებიც ვალდებულებებს ვერ ასრულებენ, კაპიტალი ამოწურული აქვთ.

[44] Thomas H. Jackson, The Logic and Limits of Bankruptcy Law 7–19 (1986).

[45] გადახდისუუნარობის რამდენიმე განმარტება არსებობს, თუმცა ორი კრიტერიუმი დომინირებს: მოვალე გადახდისუუნაროა, როდესაც მისი ვალდებულებები მის აქტივებს აღემატება („ბალანსის ტესტი“ ან „ზევალიანობა“); ან როდესაც მას განგრძობითად არ შეუძლია ვადამოსული ვალდებულებების შესრულება („ნაღდი ფულის ტესტი“ ან „კომერციული“ გადახდისუუნარობა).

უფლება, რომ კონკრეტული აქტივიდან დაიკმაყოფილონ მოთხოვნა, გარდაიქმნება კოლექტიურ პროცესში მონაწილეობის უფლებად. გაკოტრების სამართალი საწარმოს ახალ სტრუქტურას ქმნის, რომელსაც პირველ თავში აღწერილი კორპორაციული ფორმის ხუთივე ძირითადი მახასიათებელი აქვს იმ უბრალო განსხვავებით, რომ ახლა აქციონერების ნაცვლად საწარმოს მესაკუთრეები *კრედიტორები* არიან.[46] უპირველესად, კრედიტორთა მოთხოვნების შეჩერება გულისხმობს, რომ საწარმოს ქონება ძლიერი ფორმით არის დაცული: საწარმოს კრედიტორების პირად კრედიტორებს კორპორაციის ქონების მიღება აღარ შეუძლიათ, შედეგად, ქონების კონკრეტული ღირებულება ნარჩუნდება;[47] მეორე, კრედიტორებს შეზღუდული პასუხისმგებლობა აქვთ საწარმოს შემდგომ ვალებზე, რაც ხელს უწყობს საწარმოს ბიზნესსაქმიანობის გაგრძელებას;[48] გაკოტრებისას კრედიტორების მოთხოვნების თავისუფლად გადაცემა შეიძლება, როგორც აქციონერთა მოთხოვნების გადახდისუნარიანი საწარმოს შემთხვევაში;[49] მეოთხე, გაკოტრების საქმისწარმოებისას განისაზღვრება გარკვეული ფორმის დელეგირებული მართვა, რომელიც გამიჯნულია ინდივიდუალური კრედიტორებისგან და წესრიგდება შესაბამისი უფლებამოსილების წესებით, რასაც, ჩვეულებრივ, „კრიზისის მენეჯერის“ ფორმა აქვს; მეხუთე, „კრიზისის მენეჯერი“ პასუხისმგებელია კრედიტორების წინაშე.

იმის გათვალისწინებით, რამდენად მნიშვნელოვანია ბიზნესის შეწყვეტის ან გაგრძელების გადაწყვეტილება, იურისდიქციები გაკოტრების პროცესის სხვადასხვა ფორმას გვთავაზობენ სხვადასხვა ტიპის უფლებამოსილებითა და კონტროლის სტრუქტურით. *ლიკვიდაციის* პროცედურა მიმართულია საწარმოს ქონების აუქციონის გზით გაყიდვისკენ, ხოლო *რეორგანიზაციის* ან „გადარჩენის“ პროცესში ხდება საწარმოს კრედიტორების წინაშე ვალდებულებების თაობაზე ხელახალი მოლაპარაკება.[50] რა თქმა უნდა, კრედიტორებს ხშირად არ უნდათ გაკოტრების „ფორმალური“ პროცედურის დაწყება. იმიტომ, რომ საწარმოს გაკოტრების პროცესი კითხვის ნიშნის ქვეშ აყენებს საწარმოს მომავალს, შედეგად საწარმოს მიმწოდებლები და მომხმარებლე-

[46] ჩვენ აქ ტერმინ „მესაკუთრეებს“ ფუნქციური თვალსაზრისით ვიყენებთ, რომელიც აღვწერეთ პირველ თავში, და ვგულისხმობთ ჯგუფს, რომელიც აკონტროლებს საწარმოს ქონებას (იხ. თავი 1.2.5). იურისდიქციების მიხედვით განსხვავდება, რა მასშტაბით გადაეცემა კონტროლი აქციონერებიდან კრედიტორებზე (იხ. თავი 5.3.2).

[47] ეს მნიშვნელოვანი განსხვავებაა ფიზიკურ პირებთან დაკავშირებით მოქმედი გადახდისუუნარობის კანონმდებლობისგან, რომელიც ნაკლებ ეფექტურად იცავს პირს, სულ მცირე, უზრუნველყოფილი კრედიტორებისგან.

[48] კრედიტორების პასუხისმგებლობა შეზღუდულია მოვალის ქონების შესაბამისი წილის ღირებულებით: რაც ნიშნავს, რომ ისინი ვერ დაკარგავენ მოვალის დარჩენილ ქონებაზე მეტს.

[49] იხ. Victoria Ivashina, Benjamin Iverson, and David C. Smith, *The Ownership and Trading of Debt Claims in Chapter 11 Restructurings*, 119 Journal of Financial Economics 316 (2016); Wei Jiang, Kai Li, and Wei Wang, *Hedge Funds and Chapter 11*, 67 Journal of Finance 513 (2012).

[50] იხ., მაგ., UNCITRAL, Legislative Guide on Insolvency Law 26–31 (2004).

ბი აღარ ელიან საწარმოს მიერ ვალდებულების შესრულებას, ეს კი, თავის მხრივ, ამცირებს საწარმოს აქტივების გასაყიდ ფასს. შედეგად, ხშირია, რომ საწარმო და კრედიტორები თანხმდებიან მოქმედების გეგმაზე, რომლითაც თავიდან ირიდებენ გაკოტრების ფორმალურ პროცესს, თუმცა შედეგობრივად იმავე მიზნებს აღწევენ. ამას შეიძლება ჰქონდეს „მოგვარების“ ფორმა, – გაკოტრების წარმოების ჩრდილში მიმდინარე რეორგანიზაცია, – თუ კრედიტორები მხარს უჭერენ მენეჯმენტს და ბიზნესმოდელს. ალტერნატიულად, ამას შეიძლება ჰქონდეს გაყიდვის ფორმა – ლიკვიდაცია – როცა საწარმოს ბიზნესი „წინასწარ შეფუთული“ იყიდება ფორმალური პროცესის დაწყებამდე. კრედიტორთა შორის კოორდინაციისა და წარმომადგენლობის ხარჯები განაპირობებს მოგვარების ან „წინასწარ შეფუთული“ სქემის განხორციელების შანსებს იმის მიხედვით, რამდენი კრედიტორია და რამდენად ჰეტეროგენული არიან მოლაპარაკებებში ჩართული კრედიტორები.[51] ამის გამო გაკოტრების სამართლის როლიც შესაბამისად უფრო მნიშვნელოვანი ხდება.[52]

კრედიტორებს მნიშვნელოვანი გავლენა აქვთ გაკოტრების ფორმის შერჩევის პროცესში (მაგალითად, „წინასწარ შეფუთული“ რესტრუქტურიზაციის გეგმის არჩევისას). ამასთან შედარებით, რამდენიმე იურისდიქცია აძლევს საწარმოებს უფლებას, ხელშეკრულებები დადონ კრედიტორებთან სპეციალური პროცედურის ფარგლებში[53] და მათ საერთოდ არ აქვთ თავიანთი გეგმის შემუშავების უფლება.[54] ასეთი მიდგომა შეიძლება გამართლებული იყოს იმით, რომ არსებობს სხვადასხვა ორგანიზაციული ფორმა და თითოეულს გარკვე-

[51] იხ., მაგ., Stuart C. Gilson, Kose John, and Larry L.P. Lang, *Troubled Debt Restructurings: An Empirical Study of Private Reorganization of Firms in Default*, 27 Journal of Financial Economics 315, 354 (1990); Paul Asquith, Robert Gertner, and David Scharfstein, *Anatomy of Financial Distress: An Examination of Junk-Bond Issuers*, 109 Quarterly Journal of Economics 625, 655 (1994); Antje Brunner and Jan Pieter Krahnan, *Multiple Lenders and Corporate Distress: Evidence on Debt Restructuring*, 75 Review of Economic Studies 415 (2008).

[52] აქტივისტი ინვესტორების მოთხოვნების ვაჭრობას ასევე შეუძლია ვალის სტრუქტურის კონცენტრაცია და კოორდინაციის ხარჯების შემცირება: იხ. Ivashina et al., note 49.

[53] დიდ ბრიტანეთში ადრე უზრუნველყოფილ კრედიტორებს შეეძლოთ, მთხოვნა აღესრულებინათ საწარმოს სრულ ქონებაზე პროცედურის საშუალებით, რომელსაც „მმართველობა“ ერქვა. თუმცა ეს საშაულება 2002 წლის Enterprise Act-ით გაუქმდა საწარმოების უმეტესობისთვის. იხ. John Armour and Sandra Frisby, *Rethinking Receivership*, 21 Oxford Journal of Legal Studies 73 (2001).

[54] „გაკოტრების ხელშეკრულებებმა“ რომ იმუშაოს, საწარმოს უნდა შეეძლოს ისეთი არჩევანის გაკეთება, რომელიც ბოჭავს *ყველა* კრედიტორს, სხვაგვარად კოორდინაციის პრობლემა ვერ მოგვარდება: იხ. Alan Schwartz, *A Contract Theory Approach to Bankruptcy*, 107 Yale Law Journal 1807 (1998); Stanley D. Longhofer and Stephen R. Peters, *Protection for Whom? Creditor Conflict and Bankruptcy*, 6 American Law and Economics Review 249 (2004). თუმცა მხარეებს თავისუფლად შეუძლია ქონების სხვადასხვა შვილობილს შორის განაწილება, რაც საშუალებას აძლევს მათ, რომ განსაზღვროს ქონების ის ნაწილი, რომელსაც შეეხება გაკოტრების წარმოება: იხ. Baird and Casey, note 21.

ული იმპერატიული მახასიათებლები აქვს.[55] გაკოტრების ასეთი პროცედურის მცირე არჩევანის შემთხვევაში შეიძლება ჩამოყალიბდეს სასამართლო განმარტების პრეცედენტები. ამით ის უფრო ღირებული ხდება მხარეებისათვის, რადგან სასამართლო მიდგომა ნათელია. ეს გავლენას ახდენს ასევე კრედიტორების გადაწყვეტილებაზე, რამდენ სესხს გასცემენ.[56] სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, გაკოტრების სამართლის სტანდარტიზაცია უფრო ადვილს ხდის მხარეებისთვის, შეაფასონ, რა გარემოებებში უხდებათ მოლაპარაკებები. გარდა ამისა, იმპერატიული ნორმები მხარეებს უკრძალავს გაკოტრების ისეთ პროცედურაზე შეთანხმებას, რომელიც მათ სასარგებლოდ მოქმედებს გარეშე კრედიტორების ინტერესების ხარჯზე.[57]

ჩვენ ახლა განვიხილავთ ჩვენი იურისდიქციების მიერ ამ პრობლემების მოსაგვარებლად გამოყენებულ სამართლებრივ სტრატეგიებს. პირველ რიგში, შევეხებით აქციონერ-კრედიტორის წარმომადგენლობის პრობლემის (რბილ) კონტროლს გადახდისუნარიან საწარმოებში, და შემდეგ – ასეთი პრობლემების (მკაცრ) კონტროლს, კრედიტორების კოორდინაციისა და წარმომადგენლობის პრობლემებთან ერთად, გადახდისუუნარო საწარმოებში.

5.2 გადახდისუნარიანი საწარმოები

კორპორაციული სამართალი აქციონერებისა და კრედიტორთა წარმომადგენლობის პრობლემების მოგვარებას თუ ცდილობს, ამისათვის იყენებს *ex ante* სტრატეგიებს: აფილირებას და წესებს.[58] აფილირების სტრატეგია, როგორც ვნახავთ, უფრო მიმართულია ბაზარზე აღებულ სესხებზე, ხოლო წესების სტრატეგია უფრო გამოსადეგია ბანკებისგან მიღებული დაფინანსების შემთხვევაში.

5.2.1 აფილირების სტრატეგია – ინფორმაციის სავალდებულო ღიაობა

კრედიტორები ხელშეკრულებას არ დებენ მოვალის ფინანსური მდგომარეობის შესახებ ინფორმაციის მიღების გარეშე, თუ ისინი არ ენდობიან საწარმოს რეპუტაციას ან სხვა საჯაროდ ხელმისაწვდომ ინფორმაციას. ამასთან, დიდი კრედიტორები ხშირად იქმნიან ურთიერთობის შეწყვეტის შესაძლებლობას, როგორიც არის სესხის გადახდის დაჩქარების უფლება (სახელშეკრუ-

[55] იხ. თავი 1.3.1 და 1.4.1.

[56] იხ. Oliver Hart, Firms, Contracts, and Financial Structure (1995); Alan Schwartz, *A Normative Theory of Business Bankruptcy*, 91 Virginia Law Review 1199 (2005).

[57] იხ., ზოგადად, Lucian Ayre Bebchuk, and Jesse M. Fried, *The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy*, 105 Yale Law Journal 857, 882–91 (1996).

[58] ამის მიზეზი ის არის, რომ მთავარი მოვლენა, რომელიც *ex post* სტრატეგიების გამოყენებას იწვევს, საწარმოს *გადახდისუუნარობაა.*

ლებო პირობების დარღვევის შემთხვევაში მოვალემ მაშინვე უნდა დაფაროს დავალიანება) ან/და უზრუნველყოფის საშუალებები (გადახდა ხდება კონკრეტული ქონების მიმართ უზრუნველყოფის ღონისძიების აღსრულებით). [59]

საკორპორაციო სამართალი ასეთ გარიგებებს ხელს უწყობს იმით, რომ ავალებს კომპანიებს, გაამჟღავნონ კონკრეტული ძირითადი ინფორმაცია. ყველაზე ნათელი მაგალითია კომპანიის კორპორაციული ფორმის აღნიშვნა პრეფიქსით, მაგალითად, „შპს“, „სს“ და ა.შ.[60] კომპანიებს ასევე ევალებათ, საჯარო რეესტრში წარადგინონ წესდებები, სადაც მითითებულია კომპანიის სახელი, კაპიტალი, აქციათა კლასები და სხვა ინფორმაცია.[61] ამ ძირითადი ვალდებულებების გარდა, იურისდიქციებს სხვადასხვა მოთხოვნა აქვთ ინფორმაციის ღიაობასთან დაკავშირებით – ისინი დამოკიდებულია კომპანიის ტიპზე, და არა იურისდიქციაზე, რომელშიც არის კომპანია დაფუძნებული.

ინფორმაციის ღიაობის ვალდებულებები უფრო მეტად სასარგებლოა კრედიტორებისთვის, რომლებიც საბაზრო პროდუქტებით აწვდიან სესხს, განსხვავებით ბანკებისგან.[62] ბანკები მსესხებელ კომპანიებში უფრო დიდ ინვესტიციას ახორციელებენ და ამიტომ მეტი სტიმული აქვთ, რათა მოვალეები გაცხრილონ და თვალი ადევნონ მათ საქმიანობას. ბანკებს ამისათვის კარგად განვითარებული შესაძლებლობები აქვთ, ისინი აფასებენ რისკს და აკვირდებიან მსესხებლის საქმიანობას. ბანკებს უღირთ კერძო ინფორმაციის შეგროვებასა და ანალიზში ფულის დახარჯვა, რადგან ამით კონკურენტებთან შედარებით უკეთ დამუშავებული პირობების შეთავაზება შეუძლიათ მსესხებლებისათვის. ეს ქმნის „ურთიერთობაზე დაფუძნებული სესხების“ მოდელს, სადაც მსესხებლისათვის უფრო ძვირია სხვა გამსესხებელთან ურთიერთობის დაწყება, რომელსაც არ ესმის მისი ბიზნესის რისკები და ბენეფიტები ისე კარგად, როგორც არსებულ გამსესხებელს. რა თქმა უნდა, ფინანსური ინფორმაცია მსესხებლის შესახებ ბანკებისთვის სასარგებლოა, მაგრამ ბანკს აქვს სტიმული და საკმარისი ძალაუფლება, რომ, უბრალოდ, მსესხებლისგან მოითხოვოს ინფორმაცია განგრძობითად, როგორც სესხის წინაპირობა.

საკითხი განსხვავებულია საჯარო ბაზარზე მოქმედი ინვესტორებისათვის ორი მიზეზის გამო: პირველი, ასეთი ინვესტორები ბანკებთან შედარებით დაფინანსების გაცილებით მცირე ნაწილს აწვდიან კომპანიას. შედეგად, მათ მიერ მსესხებლის შესახებ ინფორმაციის შეგროვება და ანალიზი უფრო მეტ

[59] იხ., მაგ., Robert E. Scott, *The Truth about Secured Financing*, 82 Cornell Law Review 1436 (1997).

[60] იხ. Jonathan R. Macey, *The Limited Liability Company: Lessons for Corporate Law*, 73 Washington University Law Quarterly 433, 439–40 (1995).

[61] იხ., მაგ., Arts. 2–3 Directive 2009/101/EC, 2009 O.J. (L 258) 11 (EU); Revised Model Business Corporation Act § 2.02(a) (U.S.); Art. 32, II, *a* Lei 8.934 of 1984 (Brazil); Art. 911(3) Companies Act (იაპონია).

[62] ინფორმაციის ღიაობა სავალდებულო უნდა იყოს თუ ნებაყოფლობითი, განხილულია 9.1.2 თავში.

კოორდინაციის ხარჯთან არის დაკავშირებული; მეორე, ახალი კერძო ინფორმაციის გამო მათ შეიძლება, ვერ მისცენ სესხი საჯარო ბაზრის შიდა ვაჭრობის (insider trading) შეზღუდვებიდან გამომდინარე. ამიტომ აფილირების სტრატეგია ინფორმაციის სავალდებულო ღიაობის ფორმით უფრო სასარგებლოა საჯარო წყაროდან მიღებული სესხის შემთხვევაში და უფრო ნაკლებად – საბანკო სესხებისას.

5.2.1.1 მცირე კორპორაციები (closely held corporations)

ბანკები გარე ფინანსირების მთავარ წყაროს წარმოადგენენ პატარა კომპანიებისთვის,[63] ამიტომ ინფორმაციის ღიაობა უფრო ნაკლები დატვირთვისაა დიდ კომპანიებთან შედარებით. მცირე კორპორაციებს ყველა იურისდიქციაში აქვთ ფინანსური ანგარიშგებების მომზადების ვალდებულება, მაგრამ აშშ-ში მათ არ ევალებათ ამ ინფორმაციის, აქციონერთა გარდა, სხვა პირებისათვის მიწოდება.[64] ამისგან განსხვავებით, ჩვენს სხვა იურისდიქციებში ვიწრო კომპანიებს ფინანსური ანგარიშგებების მომზადება ევალებათ (არსებული აღრიცხვის სტანდარტების შესაბამისად) და ეს ანგარიშგებები საჯაროდ უნდა იყოს ხელმისაწვდომი.[65] თუმცა ეს წესები ხშირად შერბილებულია მცირე კომპანიებისთვის, რადგან ამ ანგარიშგებების მომზადების ხარჯები მათთვის არაპროპორციულად დიდია.[66]

5.2.1.2 საჯაროდ მოვაჭრე კორპორაციები

საჯაროდ მოვაჭრე კორპორაციების მიერ ინფორმაციის ღიაობის სერიოზული შეზღუდვებია დაწესებული ჩვენს ყველა იურისდიქციაში.[67] აშშ-ის ფასიანი ქაღალდების შესახებ კანონმდებლობით საჯაროდ მოვაჭრე კომპანიამ, რომელიც გამოსცემს საჯარო ფასიან ქაღალდს, ბონდების ჩათვლით, ასეთი გამოცემის ფასსა და გამომცემის ფინანსურ მდგომარეობასთან დაკავშირებული ყველა არსებითი ინფორმაცია უნდა გაამჟღავნოს SEC-ისთვის წარდგე-

[63] იხ. Alicia M. Robb and David T. Robinson, *The Capital Structure Decisions of New Firms*, 27 Review of Financial Studies 153 (2014).

[64] იხ. William J. Carney, *The Production of Corporate Law*, 71 Southern California Law Review 715, 761 (1998).

[65] იხ. Art. 2(1)(f) Directive 2009/101/EC (“First Company Law Directive (Recast)”), 2009 O.J. (L 258) 11 and Accounting Directive 2013/14/EU, 2013 O.J. (L 182) 19 (EU); Arts. 176 and 289 Lei das Sociedades por Ações (Brazil); Art. 440 Companies Act (იაპონია).

[66] იხ., მაგ., Art. 14 Accounting Directive (ევროკავშირი იყენებს გარდამავალ პირობებს ისე, რომ ყველაზე პატარა საწარმოებს ყველაზე მეტი გამონაკლისი ეხებათ); Art. 440 Companies Act (იაპონია: მოგებისა და ზარალის თაობაზე ინფორმაციის ღიაობის ვალდებულება მხოლოდ დიდ კომპანიებს აქვთ).

[67] იხ. ასევე თავი 9.1.2.5.

ნილ სარეგისტრაციო განაცხადში.[68] ევროკავშირში მოქმედი ღიაობის წესები სულ უფრო მეტად ემსგავსება აშშ-ის მოთხოვნებს.[69]

ასევე მნიშვნელოვნად დაემსგავსა ერთმანეთს ფინანსური ანგარიშგებების ფორმები. აშშ-ში საჯაროდ მოვაჭრე საწარმოებმა პერიოდულად უნდა წარადგინონ ფინანსური ანგარიშგებები, რომლებიც მომზადებულია GAAP-ის მოთხოვნების შესაბამისად.[70] ევროკავშირის წევრ სახელმწიფოებში სხვადასხვა შიდა სტანდარტი არსებობდა, მაგრამ 2005 წლიდან ევროკავშირში საჯაროდ მოვაჭრე საწარმოებმა უნდა გამოიყენონ ფინანსური აღრიცხვის საერთაშორისო სტანდარტები ("IFRS"), რომლებიც ფინანსური ანგარიშგების ანგლოამერიკული მოდელის მსგავსია – კერძოდ მათი კონსოლიდირებული ფინანსური ანგარიშგებების.[71] ბრაზილიაში საჯაროდ მოვაჭრე კომპანიებმაც IFRS უნდა გამოიყენონ.[72] იაპონიაშიც გატარდა ინფორმაციის ღიაობასა და აღრიცხვასთან დაკავშირებული რეფორმები, რითაც იაპონური GAAP IFRS-ს დაუახლოვდა, იაპონურ ფირმებს კი ნებაყოფლობით შეუძლიათ IFRS-ის სტანდარტების არჩევა;[73] მეორე მხრივ, როგორც მე-9 თავში ვნახავთ, რეალური განსხვავებები არსებობს ამ ვალდებულებების აღსრულების კუთხით.[74]

5.2.1.3 კორპორაციული ჯგუფები

ინფორმაციის ღიაობის ვალდებულებები განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია კორპორაციული ჯგუფების კონტექსტში, რადგან კორპორაციული ჯგუფის კრედიტორები აქციონერთა ოპორტუნიზმის რისკის ქვეშ არიან.[75] ალბათ, აქედან გამომდინარე, ჯგუფების აღრიცხვის სტანდარტები ყველაზე მეტად არის ჰარმონიზებული. შესაბამისად, როგორც განვიხილეთ, საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებულ ჯგუფებს ჩვენს ყველა იურისდიქციაში ევალებათ, მოამზადონ კონსოლიდირებული ანგარიშები GAAP-ის ან IFRS-ის „ეკვივალენტური" სტანდარტების შესაბამისად. თუმცა რეგულატორების მცდელობა, რომ საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებულმა ყველა კომპანიამ IFRS სტანდარტები გამოიყენოს, ბევრ დაბრკოლებას წააწყდა, განსაკუთრებით

[68] Securities Act 1933 §§ 5–7.

[69] იხ. Prospectus Directive 2003/71/EC, 2003 O.J. (L 345) 64; Transparency Directive 2004/109/EC, 2004 O.J. (L 390) 38, ორივე როგორც შეიცვალა Directive 2010/73/EU.

[70] იხ., მაგ., Securities Exchange Act 1934, § 13; Sarbanes-Oxley Act, §§ 401, 409; Regulation S-X. იხ. ასევე Chapter 9.1.2.6.

[71] Regulation 1606/2002 on the Application of International Accounting Standards (The "IAS Regulation"), 2002 O.J. (L 243) 1. იხ. თავი 9.1.2.6.

[72] CVM Instruction No. 457 of 2010, Art. 1º.

[73] იხ. Accounting Standards Board of Japan and IASB, *Agreement on Initiatives to Accelerate the Convergence of Accounting Standards* (8 August 2007); IFRS, *IFRS Application Around the World–Jurisdictional Profile: Japan* (2014).

[74] იხ. თავი 9.2.

[75] იხ. თავი 5.1.2.2.

აშშ-ში.[76] ამასთან, არსებითი განსხვავებები არსებობს ჯგუფებს შორის, რომლებიც საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებული არ არიან. კერძოდ, მხოლოდ ბრაზილია (ფორმალურ ჯგუფებზე) და ევროკავშირი (დიდ ჯგუფებზე) ავრცელებს კონსოლიდირებული ანგარიშგების მომზადების ვალდებულებას ვიწრო ჯგუფებზე.[77] გარდა ამისა, იურისდიქციების უმეტესობა ავალებს საჯარო კომპანიებს, გაამჟღავნონ ინფორმაცია ჯგუფის შიგნით გარიგებებზე, თუმცა გერმანული სამართალი, თავისი აღრიცხვის სტანდარტების კონსერვატიულობიდან გამომდინარე, მოსალოდნელზე ნაკლებად იცავს კრედიტორებს. გარდა იმ მცირე ოდენობის შემთხვევებისა, როდესაც კომპანიები მიეკუთვნებიან ე.წ. „ფორმალურ“ სახელშეკრულებო ჯგუფს,[78] გერმანიის *კონცერნული სამართალი* კონტროლირებულ საწარმოებს ავალებს, კრედიტორებს მიაწოდონ აუდიტირებული, სამეთვალყურეო საბჭოსათვის წარსადგენი ფართო რეპორტის მხოლოდ *მოკლე შინაარსი* – მას *Abhangigkeitsbericht* ან „დამოკიდებულების“ რეპორტი ეწოდება.[79]

5.2.1.4 კორპორაციის ინტერესების გამტარებლების როლი

ინფორმაციის სავალდებულო ღიაობის ხარისხი შეიძლება გაიზარდოს სანდო მესამე პირების ან „კორპორაციის ინტერესების გამტარებლების“ მიერ ინფორმაციის გადამოწმებით.[80] მართლაც, აუდიტორებს იქირავებენ, რათა შეამოწმონ აღრიცხვის რეპორტები და საკრედიტო ბიუროები; უფრო მეტად მნიშვნელოვანი გახდა, შეაგროვონ და გაავრცელონ ინფორმაცია მსესხებლის საკრედიტო ისტორიის თაობაზე.[81] უფრო დიდი მსესხებლებისთვის საკრედიტო შეფასების სააგენტოები მოგვევლინნენ მთავარ შუამავლებად, რომ-

[76] იხ., მაგ., SEC (U.S.), *Work Plan for the Consolidation of Incorporating IFRS into the Financial Reporting System for U.S. Issuers*, Final Staff Report (2012); SEC (U.S.), *Strategic Plan: Fiscal Years 2014–18*, 8 (2014); European Commission, *State of Play on Convergence Between IFRS and Third Country GAAP*, Staff Working Paper SEC(2011) 991 final.

[77] Arts. 22–3 Accounting Directive (EU); Art. 275 Lei das Sociedades por Ações (ბრაზილია, თუმცა ასეთი ფორმალური ჯგუფები ბრაზილიის კორპორაციულ პრაქტიკაში იშვიათად გვხვდება).

[78] ე.წ. ფორმალური ჯგუფები სავაჭრო რეესტრში მითითებულია როგორც საწარმოები, რომლებმაც დადეს „კონტროლის შეთანხმება“: იხ. §§ 291, 294 Aktiengesetz. ზუსტი ციფრები უცნობია, თუმცა მიიჩნევა, რომ გერმანიის კორპორაციული ჯგუფების მხოლოდ უმცირესობამ აირჩია ასეთი ფორმალური სტრუქტურა: იხ. Volker Emmerich and Mathias Habersack, Konzernrecht 198 (10th edn., 2013). იხ. ასევე თავი 5.3.1.2. შეადარე Art. 2497–II Civil Code (იტალია), რომლის მიხედვით გაკონტროლებულმა კომპანიამ უნდა გაამჟღავნოს მაკონტროლებელი პირის გავლენა მის მართვასა და გადაწყვეტილებებზე.

[79] იხ. § 312 Aktiengesetz; Uwe Hüffer and Jens Koch, Aktiengesetz (12th edn., 2016), § 312 para 38. იხ. ასევე თავი 6.2.1.1 (დაკავშირებულ პირებთან დადებული გარიგების თაობაზე ინფორმაციის ღიაობის ვალდებულება).

[80] იხ. თავი 2.4.2.3.

[81] იხ. Simeon Djankov, Caralee McLiesh, and Andrei Shleifer, *Private Credit in 129 Countries*, 84 Journal of Financial Economics 299 (2007).

ლებმაც კრედიტორების ტრადიციული საგამოძიებო ფუნქციები იტვირთეს, განსაკუთრებით, როდესაც სესხი სხვადასხვა მექანიზმით გაიცემა და მოიცავს როგორც ბონდებს ისე საბანკო სესხებს.[82]

ყველა ძირითად იურისდიქციაში საჯაროდ მოვაჭრე კომპანიებს ევალებათ გარე აუდიტორების გამოყენება მათი ფინანსური ანგარიშგებების შესამოწმებლად. გარდა ამისა, ბევრ იურისდიქციაში სავალდებულოა უფრო დიდი კომპანიების პროფესიული აუდიტი.[83]

მოვალის ფინანსური ანგარიშების შემოწმებისას და ბონდის გამომშვების დარღვევის რისკის შეფასებისას აუდიტორები და საკრედიტო შეფასების სააგენტოები საწარმოსთვის კრედიტის აღების ხარჯებს ამცირებენ, რადგან ზრდიან საწარმოს რეპუტაციულ ღირებულებას. შუამავლობის ეს ასპექტი ჩვენს ყველა იურისდიქციაში გამყარებულია ლიცენზირების მოთხოვნით: აუდიტორებისა და საკრედიტო შეფასების სააგენტოებისთვის დადგენილია ოპერაციული სტანდარტები და *ex post* პასუხისმგებლობა, რითაც დაზღვეულია აუდიტორებისა და საკრედიტო შეფასების სააგენტოების მხრიდან „დარღვევების“ რისკი.[84]

აუდიტორებმა უნდა უზრუნველყონ, რომ კომპანიის ფინანსური ანგარიშები ასახავს შესაბამის კანონებსა და აღრიცხვის სტანდარტებს. აქციონერები და კრედიტორები ასევე მოელიან, რომ აუდიტორები აღმოაჩენენ დირექტორთა მიერ ფიდუციური მოვალეობების დარღვევებს.[85] მიუხედავად იმისა, რომ აუდიტორები მხოლოდ ფინანსური ანგარიშების სისწორის შემოწმების ვალდებულებას იღებენ, მათ მეტად სთხოვენ, უფრო ფართო პასუხისმგებლობები აიღონ.[86] 1990-იან წლებში რამდენიმე საკანონმდებლო ნაბიჯი გადაიდგა აუდიტორთა პასუხისმგებლობის დასარეგულირებლად,[87] თუმცა ისინი მალევე გაუქმდა ენრონის, პარმალატისა და 2000-იანი წლების სხვა სააღრიცხვო სკანდალების შემდეგ.[88] მაგრამ არტურ ანდერსონის წინააღმდეგ სისხლისსამართლებრივმა გამოძიებამ ენრონის სკანდალთან დაკავშირებით აჩვენა

[82] იხ. Arnoud W.A. Boot, Todd T. Milbourn, and Anjolein Schmeits, *Credit Ratings as Coordination Mechanisms*, 19 Review of Financial Studies 80 (2006).

[83] იხ. Art. 34 Accounting Directive (EU); Art. 328 Companies Act (Japan); Art. 3º Lei 11.638 of 2007 (Brazil).

[84] იხ. John Armour et al., Principles of Financial Regulation ch. 6 (2016).

[85] იხ. თავი 6.2.1.1.

[86] იხ. John C. Coffee, Jr., Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance, at 168 (2006); Paul L. Davies and Sarah Worthington, Gower and Davies' Principles of Modern Company Law 847–53 (9th edn., 2012).

[87] აშშ-ის შესახებ იხ. John C. Coffee, *What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990s*, 89 Cornell Law Review 269 (2004); იაპონიის შესახებ, Arts. 34-2-2 et seq. Certified Public Accountant Act (revised, 2007); for France, Art. L. 822-18 Code de commerce (სამწლიანი ხანდაზმულობის პერიოდი); იტალიის შესახებ, Art. 164 Testo Unico della Finanza; დიდ ბრიტანეთში, Limited Liability Partnership Act 2000.

[88] იხ. §§ 101–9 Sarbanes-Oxley Act 2001 (U.S.); Commission Communication COM(2003) 286, *Reinforcing the Statutory Audit in the EU*, 2003 O.J. (C 236) 2; Directive 2006/43/EC on statutory audits of annual accounts and consolidated accounts, 2006 O.J. (L 157) 87.

აუდიტორთა რეპუტაციის შელახვის საფრთხეები და აჩვენა აუდიტორთა პასუხისმგებლობის შეზღუდვის საჭიროება.[89]

ენრონის სკანდალის შემდეგ აშშ-მა და ევროკავშირმა დაადგინეს მოთხოვნები საჯაროდ მოვაჭრე საწარმოების აუდიტორთა დამოუკიდებლობის საგარანტიოდ, მათ შორის, აუდიტორული ფირმების მიერ სხვა ტიპის მომსახურების გაწევა აიკრძალა და სავალდებულო გახდა აუდიტორული პარტნიორების როტაცია.[90] ევროკავშირმა გაზარდა შეზღუდვები და ახლა საჯაროდ მოვაჭრე კომპანიებს ევალებათ 10 წელიწადში ერთხელ აუდიტორული *ფირმების* შეცვლა.[91] არსებობს რაღაც მტკიცებულება, რომელიც აჩვენებს, რომ პარტნიორთა სავალდებულო როტაცია ამცირებს აუდიტორული შეცდომების რისკებს, [92] მაგრამ აუდიტორული ფირმების როტაცია რთულია ასეთ კონცენტრირებულ ბაზარზე, განსაკუთრებით, როცა არააუდიტორული მომსახურების გაწევაზე შეზღუდვები არსებობს და მათი ეფექტიანობის მაჩვენებლები საკმაოდ სადავოა.[93]

ამის მსგავსად, მას შემდეგ, რაც საკრედიტო შეფასების სააგენტოებმა ეფექტურად ვერ შეაფასეს იპოთეკაზე დაფუძნებული ფინანსური პროდუქტები ფინანსურ კრიზისამდე, ამ სააგენტოებზე რეგულაციური ზედამხედველობა გაიზარდა. მართალია, საკრედიტო შეფასების სააგენტოები ამცირებენ ინფორმაციულ ასიმეტრიულობას,[94] თუმცა მათ ინტერესთა კონფლიქტი აქვთ, რადგან მომსახურების საფასურს თავად გამომშვები იხდის.[95] შესაბამისად, ჩვენს ყველა იურისდიქციაში შემოიღეს რეგულაციის ზომები, როგორებიცაა: ლიცენზირების მოთხოვნა, უხეში გაუფრთხილებლობისათვის პასუხისმგებ-

[89] იხ., მაგ., Commission Recommendation concerning the limitation of the civil liability of statutory auditors and audit firms, 2008 O.J. (L 162) 39 (EU); Walter Doralt, Alexander Hellgardt, Klaus J. Hopt, Patrick C. Leyens, Markus Roth, and Reinhard Zimmermann, *Auditors' Liability and its Impact on the European Financial Markets*, 67 Cambridge Law Journal 62 (2008).

[90] Sarbanes-Oxley Act of 2002, §§ 201, 202 (U.S.: rotation after 5 years); Arts. 22 and 42 Directive 2006/43/EC on statutory audits, 2006 O.J. (L 157) 87, as amended by Directive 2014/56/EU, 2014 O.J. (L 158) 196 (ევროკავშირი: როტაცია ყოველ 7 წელიწადში).

[91] Art. 17 Regulation (EU) No 537/2014 on specific requirements regarding statutory audit of public-interest entities, 2014 O.J. (L 158) 77.

[92] Henry Laurion, Alastair Lawrence, and James Ryans, *U.S. Audit Partner Rotations*, WorkingPaper, Berkeley Haas School of Business (2015).

[93] იხ., მაგ., Mara Cameran, Giulia Negri, and Angela K. Pettinicchio, *The Audit Mandatory Rotation Rule: The State of the Art*, 3(2) Journal of Financial Perspectives (2015). ბრაზილიაში არსებობს აუდიტორული ფირმების 5 წელიწადში ერთხელ შეცვლის ვალდებულება, თუმცა იგივე არ ეხება პარტნიორებს: იქვე.

[94] იხ. Amir Sufi, *The Real Effect of Debt Certification: Evidence from the Introduction of Bank Loan Ratings*, 22 Review of Financial Studies 1659 (2009).

[95] იხ. Lawrence J. White, *Markets: The Credit Rating Agencies*, 24 Journal of Economic Perspectives 211 (2010); John M. Griffin and Dragon Y. Tang, *Did Credit Rating Agencies Make Unbiased Assumptions on CDOs?,* 101 American Economic Review: Papers & Proceedings 125 (2011).

ლობა, შეფასების მეთოდოლოგიის გამჭვირვალობა, სექტორში კონკურენციის ზრდის ხელშეწყობა.[96]

საკრედიტო შეფასების სააგენტოების, როგორც კორპორაციის ინტერესების გამტარებლების ეფექტურობის, მთავარი პრობლემა ის არის, რომ ინსტიტუციური ინვესტორების მარეგულირებელი წესებიდან გამომდინარე, სააგენტოები იყენებენ მინიმალურ შეფასების მოთხოვნებს, რაც გარკვეული ტიპის ქონების კლასში ინვესტირების წინაპირობაა. თუ ინვესტორები ამ შეფასებას მხოლოდ რეგულაციური პირობების დასაკმაყოფილებლად იყენებენ და არა საინფორმაციო მიზნებისათვის, მაშინ სააგენტოების მომსახურების ცუდი ხარისხი პრობლემას არ ქმნის.[97] ამ პრობლემის საპასუხოდ, მსოფლიოს მასშტაბით კანონმდებლებმა სცადეს, შეემცირებინათ ინსტიტუციური ინვესტორების მიერ საკრედიტო შეფასებებზე დაფუძნებით გადაწყვეტილებების მიღება.[98]

5.2.2 წესების სტრატეგია: საწესდებო კაპიტალი

ინფორმაციის სავალდებულო ღიაობა თუ კრედიტორებს თავის დაცვაში ეხმარება, წესების სტრატეგია მათთვის სტანდარტული ფორმით დაცვას აწესებს. ყველაზე მნიშვნელოვანი წესები ტრადიციულად „საწესდებო კაპიტალს“ უკავშირდება.[99] ისინი კორპორაციის ფინანსირების სამი სხვადასხვა ასპექტით გვხვდება, რომლებსაც მიმდევრობით განვიხილავთ: (1) მინიმალური საწყისი კაპიტალის მოთხოვნები; (2) აქციონერებზე თანხების განაწილების შეზღუდვები; და (3) სავალდებულო ქმედებები, თუ საზოგადოების კაპიტალი სერიოზულად შემცირდა.

როგორც განვიხილეთ,[100] სამართლის ასეთი სტანდარტული პირობებით დაცვა ყველაზე კარგად მუშაობს, როდესაც კრედიტორები (შედარებით) ჰო-

[96] იხ. Regulation (EC) No 1060/2009 on Credit Rating Agencies, 2009 O.J. (L 302) 1, as amended by Regulation (EC) No 462/2013, 2013 O.J. (L 146) 1 (EU); Dodd-Frank Act of 2010, §§931–939H (U.S.); CVM Instruction No. 521 of 2012 (Brazil); Art. 38(iii), Arts. 66-27–Art. 66-49 Financial Instruments and Exchange Act (Japan) (იაპონური რეგულაციით CRA-ზე პასუხისმგებლობა არ ვრცელდება).

[97] იხ. Christian C. Opp, Marcus M. Opp, and Milton Harris, *Rating Agencies in the Face of Regulation*, 108 Journal of Financial Economics 46 (2013).

[98] იხ., მაგ., SEC (U.S.), *Report on Review of Reliance on Credit Rating Agencies,* Staff Report (2011); European Commission, *EU Response to the Financial Stability Board (FSB): EU Action Plan to Reduce Reliance on Credit Rating Agency (CRA) Ratings*, Directorate General Internal Market and Services Staff Working Paper (2014).

[99] „ნომინალური ღირებულების“ იურისდიქციებში საწესდებო კაპიტალი არის, სულ მცირე, ჯამური ნომინალური ღირებულება გამოცემული აქციებისა (რაც, ზოგადად, გამოშვების ფასზე დაბალია), და შეიძლება გავრცელდეს მთლიან კაპიტალზე (ე.წ. „აქციის პრემია“). იურისდიქციებში, სადაც დაშვებულია „ნომინალური ღირებულების გარეშე“ აქციები, საწესდებო კაპიტალი თავიდან განისაზღვრება კომპანიის დამფუძნებლების მიერ კომპანიის გამოშვებული აქციების საერთო ღირებულებამდე ნებისმიერი ოდენობის თანხით.

[100] თავი 5.1.2.

მოგენური არიან და (შედარებით) ადვილად შეუძლიათ კოორდინაცია: სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, როდესაც მთავარ გამსესხებლებს ბანკები წარმოადგენენ. ამით აიხსნება, რატომ გამოიყენება ეს სტრატეგია აშშ-თან შედარებით უფრო ხშირად სხვაგან და რატომ მცირდება მისი გამოყენების შემთხვევები, ზოგადად, ბოლო დროს.

5.2.2.1 მინიმალური კაპიტალი

ჩვენი იურისდიქციებიდან მხოლოდ ევროპული იურისდიქციები აწესებენ მინიმალური ინვესტიციის ზღვარს, რათა შეიქმნას კორპორაციული ფორმა (ე.წ. „მინიმალური კაპიტალის“ წესები). ევროკავშირის სამართლის საჯარო კორპორაციის დასაფუძნებლად საჭიროა 25 000 ევროს ოდენობით საწესდებო კაპიტალი, თუმცა წევრ ქვეყნებს, სურვილის შემთხვევაში, უფრო მაღალი ზღვრის დაწესებაც შეუძლიათ.[101] მართალია, სხვა იურისდიქციებთან შედარებით, სადაც ასეთი ზღვარი საერთოდ არ არსებობს, ეს ციფრი მაღალი ჩანს,[102] მაგრამ იმ კომპანიების რეალურ ბიზნესსაჭიროებებთან შედარებით, რომლებიც საჯარო კორპორაციის ფორმით ყალიბდებიან, ციფრი საკმაოდ მცირეა. ამის შედეგად ევროკავშირის მინიმალური კაპიტალის მოთხოვნა კორპორაციის სტატუსის მოპოვების განსაკუთრებულ წინაღობად არ ითვლება.[103] ამასთან, ჩვენს ყველა იურისდიქციაში დაშვებულია კერძო კომპანიის დაფუძნება მინიმალური კაპიტალის გარეშე.[104]

საეჭვოა, რომ მინიმალური კაპიტალის მოთხოვნები დაფუძნებისას რეალურად იცავს კრედიტორებს, რადგან, თუ კომპანია გაკოტრების საქმეს დაიწყებს, მისი თავდაპირველი კაპიტალი დიდი ხნის დახარჯული იქნება. ამასთან, კაპიტა-

[101] იხ. Art. 6 Directive 2012/30/EU (“Second Company Law Directive (Recast)”), 2012 O.J. (L 315) 74 (applicable to AG, SA, SpA, plc, etc).

[102] აშშ-ის შესახებ იხ. Bayless Manning and James J. Hanks, Legal Capital (4th edn., 2013). იაპონიამ გააუქმა მინიმალური კაპიტალის მოთხოვნები 2005 წელს. მსგავსად ბრაზილიაც არ აწესებს მინიმალური კაპიტალის მოთხოვნებს.

[103] KPMG, *Feasibility Study on an Alternative to the Capital Maintenance Regime Established by the Second Company Law Directive 77/91/EEC of 13 December 1976 and an Examination of the Impact on Profit Distribution of the New EU-Accounting Regime: Main Report* (2008). თეორიულად, კაპიტალის რეგულაცია შეიძლება უფრო ფართო იყოს და ითხოვდეს, რომ კომპანიამ შეინარჩუნოს ვალისა და კაპიტალის გარკვეული შეფარდება. თუმცა, რადგან სხვადასხვა ბიზნესს სხვადასხვა რისკი აქვს, არ არის ნათელი, რამდენად გამოსადეგი იქნება ასეთი ზოგადი შეფარდება.

[104] იხ. Reiner Braun, Horst Eidenmüller, Andreas Engert, and Lars Hornuf, *Does Charter Competition Foster Entrepreneurship? A Difference-in-Difference Approach to European Company Law Reforms*, 51 Journal of Common Market Studies 399 (2013). იტალია ჩვენი იურისდიქციებიდან ბოლო იყო, რომელმაც დაუშვა კომპანიის დაფუძნება მინიმალური საწესდებო კაპიტალის გარეშე, ცვლილება 2013 წელს მოხდა: იხ. Art. 2463-II Civil Code (Italy). შემოთავაზებები ევროკავშირის ერთწევრიანი კომპანიის ფორმის თაობაზე თუ განხორციელდა, შესაძლებელს გახდის მინიმალური კაპიტალის გარეშე საწარმოს შექმნას მთელ ევროკავშირში: იხ. European Commission, *Proposal for a Directive on Single-Member Private Limited Liability Companies*, 2014/0120 (COD).

ლის შეზღუდვების შემცირებას ან გაუქმებას ევროპაში მოჰყვა ბიზნესის ზრდა.[105] გარდა ამისა, მეწარმეთა უმრავლესობა *რაღაც* კაპიტალს მაინც დებს ახალდაფუძნებულ საწარმოში, თუნდაც კაპიტალის წესების არარსებობისას.[106] ამის ახსნა რთულია: შეიძლება ნიშნავდეს, რომ კაპიტალის არსებობა მეწარმის „სერიოზულობის“ მაჩვენებელია, რითაც ისინი აჩვენებენ, რომ პროექტში არატრივიალურ ინვესტიციას ახორციელებენ;[107] ან მათ, უბრალოდ, სურთ, თავიდან აირიდონ პასუხისმგებლობა, თუ გადახდისუუნარობის ფონზე დაიწყებენ ბიზნესს.[108]

5.2.2.2 ქონების განაწილების შეზღუდვები

სამეწარმეო სამართლით, ზოგადად, შეზღუდულია აქციონერებზე ქონების განაწილება, – მათ შორის, დივიდენდების ან აქციების გამოსყიდვის სახით, – რათა არ მოხდეს ქონების შემცირება.[109] მართალია, ეს შეზღუდვები იურისდიქციების მიხედვით იცვლება, თუმცა ყველაზე ხშირი შეზღუდვა ეხება დივიდენდების ისეთ განაწილებას, რომელიც ამცირებს კაპიტალს – ანუ, თუ გასანაწილებელი თანხა მეტია კომპანიის აქტივების საბალანსო ღირებულებისა და მისი საწესდებო კაპიტალის სხვაობაზე, როგორც ეს ნაჩვენებია კომპანიის ბალანსზე.[110]

ქონების განაწილების შემზღუდავი წესები შეიძლება ისეთ სტანდარტულ წესებად მივიჩნიოთ, რომელთა „არჩევაც“ საწარმოებს შეუძლიათ. ამ კუთხით საწარმო, რომლის საწესდებო კაპიტალი მინიმალურ კაპიტალს აღემატება, თავისი არჩევანით აკეთებს ამას და არა იმიტომ, რომ ეს სავალდებულო მოთხოვნაა.[111]

[105] იხ. John Armour and Douglas J. Cumming, *Bankruptcy Law and Entrepreneurship*, 10 American Law and Economics Review 303 (2008); Braun et al., note 104.

[106] იხ. Marco Becht, Colin Mayer, and Hannes F. Wagner, *Where Do Firms Incorporate? Deregulation and the Cost of Entry*, 14 Journal of Corporate Finance 241 (2008) (მას შემდეგ, რაც საფრანგეთმა შპს-ის მინიმალური კაპიტალის მოთხოვნები გაუუქმა 2003 წელს, საწარმოების 86.8 პროცენტმა დადგენილ 7500 ევროზე ნაკლები ოდენობით განსაზღვრა თავისი კაპიტალი, თუმცა მხოლოდ 4.9 პროცენტმა დაადგინა 1 ევროს ოდენობით მინიმალური კაპიტალი).

[107] იხ. John Hudson, *The Limited Liability Company: Success, Failure and Future*, 161 Royal Bank of Scotland Review 26 (1989); Horst Eidenmüller, Barbara Grunewald, and Ulrich Noack, *Minimum Capital and the System of Legal Capital*, in Legal Capital in Europe, 1, 25–7 (Marcus Lutter ed., 2006).

[108] იხ. თავი 5.3.1.

[109] იხ. note 7-ის ტექსტი.

[110] დივიდენდების განაწილების შემზღუდავი წესების თაობაზე იხ. Brian R. Cheffins, Company Law: Theory, Structure and Operation 534–5 (1997); Holger Fleischer, *Disguised Distributions and Capital Maintenance in European Company Law*, in Lutter, note 107, 94.

[111] Wolfgang Schön, *The Future of Legal Capital*, 5 European Business Organization Law Review 429, 438–9 (2004). თუმცა საწარმოებს რეალური არჩევანი არ აქვთ ისეთ იურისდიქციებში, სადაც გამოშვებული აქციების სრული ფასი კაპიტალად აღიქმება, როგორც ეს დიდ ბრიტანეთშია, შესაბამისად, საწესდებო კაპიტალის მოზიდვა ვერ ხდება ისე, რომ მასზე

ასეთ სიტუაციაში ქონების განაწილების შეზღუდვები, უბრალოდ, აძლიერებს აქციონერთა პირობის სანდოობას, რომ ისინი საწარმოს კაპიტალს შეინარჩუნებენ. მსესხებლის თვალთახედვიდან ასეთი წესების „არჩევის“ უპირატესობა ის არის, რომ რამდენიმე კრედიტორთან მოლაპარაკებებისას მცირდება სპეციალური (სავარაუდოდ, განსხვავებული) სახელშეკრულებო პირობების მოლაპარაკების ტრანსაქციული დანახარჯები.[112] კრედიტორების თვალთახედვით, საწესდებო კაპიტალი შეიძლება არასაკმარისი იყოს დაცვისთვის. კრედიტორების ჰეტეროგენულობა გამოიწვევს იმას, რომ ზოგიერთი მათგანი მოითხოვს დამატებით პირობებს, ისევე როგორც „ყველასთვის ერთნაირ“ საწესდებო კაპიტალს, რის გამოც იმდენად ვეღარ დაიზოგება ტრანსაქციული დანახარჯები.[113]

ქონების განაწილების შეზღუდვები რამდენად ბლოკავს აქციონერებისთვის გადახდებს, დამოკიდებულია, რამდენი ტიპის გარიგებას მოიცავს ასეთი შეზღუდვები. ბევრ იურისდიქციაში, მათ შორის: გერმანიაში, აშშ-სა და დიდ ბრიტანეთში, შეზღუდვები ეხება არა მარტო დივიდენდების განაწილების ან აქციათა გამოსყიდვის გარიგებებს, არამედ ისეთ გარიგებებს კომპანიასა და აქციონერებს შორის, რომლებიც სასამართლომ შეიძლება „ქონების დაფარულ განაწილებად“ მიიჩნიოს.[114]

აშშ-ში ქონების განაწილებაზე დაწესებული შეზღუდვების ეფექტურობას ჩრდილს აყენებს ბევრ შტატში აქციონერების ან, ზოგ შემთხვევაში, დირექტორთა ბორდისთვის კომპანიის საწესდებო კაპიტალის შემცირების უფლების მიცემა კრედიტორთა თანხმობის გარეშე, რითაც მცირდება კრედიტორების დაცვის დონე.[115] ამის კონტრასტულად სხვა იურისდიქციებში საჭიროა, საწეს-

არ გავრცელდეს განაწილებასთან დაკავშირებული შეზღუდვები: იხ. Eilís Ferran, *The Place for Creditor Protection on the Agenda for Modernisation of Company Law in the European Union*, 3 European Company and Financial Law Review 178, 196 (2006).

[112] იხ. Yaxuan Xi and John Wald, *State Laws and Debt Covenants*, 51 Journal of Law & Economics 179 (2008) (აშშ-ის შტატებში საწარმოებს, რომლებზეც „უფრო მკაცრი“ შეზღუდვები ვრცელდება დივიდენდების განაწილებასთან დაკავშირებით, სესხის ხელშეკრულებებში ნაკლები ვალდებულებები აქვთ). თუმცა იხ., ასევე, Edward B. Rock, *Adapting to the New Shareholder-Centric Reality*, 161 University of Pennsylvania Law Review 1907, 1984–6 (2012) (ამ შედეგებს კითხვის ნიშნის ქვეშ აყენებს და ხაზს უსვამს, რომ შტატებს შორის დივიდენდების თაობაზე შეზღუდვები არსებითად არ განსხვავდება).

[113] იხ. Kanda, note 26, 440; Kahan, note 26, 609–10.

[114] დიდი ბრიტანეთის შესახებ იხ. *Progress Property Co Ltd v Moorgarth Group Ltd* [2010] UKSC 55; გერმანიის შესახებ, იხ. Fleischer, note 110; აშშ-ს შესახებ იხ., მაგ., Rock, note 112, at 1953–6 (დელავერი). ბრაზილიის შესახებ იხ. Art. 177, § 1º, VI Criminal Code („ფიქციური“ დივიდენდების განაწილება დანაშაულს წარმოადგენს). ასეთი წესი არ არსებობს საფრანგეთსა და იტალიაში: იხ. Pierre-Henri Conac, Luca Enriques, and Martin Gelter, *Constraining Dominant Shareholders' Self-Dealing: The Legal Framework in France, Germany, and Italy*, 4 European Company and Financial Law Review 491 (2007).

[115] თუმცა შედეგობრივი შეზღუდვა არსებობს იმ ფორმით, რომ ამ ზომის დივიდენდები, რომლებიც „ამცირებს საწარმოს მიერ ვალის გადახდის უნარს“, უკანონოდ მიიჩნევა: re *Int'l Radiator Co.*, 92 Atlantic Reporter 255, 255 (Del. Cl., 1914). გარდა ამისა, თაღლითური განაწილებების შესახებ კანონი ზღუდავს გადახდისუუნარო კომპანიების მიერ დივიდენდების განაწილებას: იხ. თავი 5.3.1.3.

დებო კაპიტალის შემცირებას თან ახლდეს დაცვის შესაბამისი მექანიზმები, მაგალითად, მესამე პირის გარანტია ან ვეტოს უფლება არსებული კრედიტორებისთვის. [116]

ქონების განაწილების შეზღუდვების ეფექტურობა ასევე დამოკიდებულია აღრიცხვის მეთოდოლოგიაზე. კონსერვატიული აღრიცხვა საწარმოს მიმდინარე ღირებულებაზე ნაკლებ ინფორმაციას გვაწვდის, თუმცა უფრო მეტად იცავს კრედიტორებს, ვიდრე „სწორი და სამართლიანი ხედვით“ აღრიცხვა, როცა საქმე ეხება დივიდენდების განაწილების დისკრეციას ან სხვაგვარად ქონების აქციონერებზე განაწილებას, რითაც უზრუნველყოფილია კომპანიის ვალი.[117] US GAAP-ის გამოყენებით შეიძლება აიხსნას მოგების განაწილებასთან დაკავშირებული სახელშეკრულებო პირობების სიმცირე აშშ-ის საჯაროდ მოვაჭრე კორპორაციებში. [118] ეს, მეორე მხრივ, კითხვის ნიშნის ქვეშ აყენებს საწესდებო კაპიტალზე დაწესებული შეზღუდვების სარგებელს მას შემდეგ, რაც საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებული ბევრი ევროპული საწარმო გადავიდა IFRS-ის შესაბამისად აღრიცხვაზე.[119]

5.2.2.3 კაპიტალის დაკარგვა

ზოგიერთ იურისდიქციაში – განსაკუთრებით ევროპაში, მაგრამ არა აშშ-ში – არსებობს წესები, რომლებიც სავალდებულოდ ხდის კაპიტალის სერიოზული დანაკარგის შემთხვევაში გარკვეული ნაბიჯების გადადგმას. ევროკავშირის სამართლით, საჭიროა, საჯარო კომპანიებმა მოიწვიონ აქციონერთა კრება, რომელზეც განიხილავენ კომპანიის ლიკვიდაციას ან სხვა შესაბამის ზომებს „კაპიტალის სერიოზული დანაკარგის“ დროს, რაც ნიშნავს შემთხვევას, როდესაც კომპანიის აქტივები ნაკლებია კომპანიის საწესდებო კაპიტალის ნახევარზე.[120] ზოგიერთ ევროპულ იურისდიქციაში უფრო მკაცრი წესებია, რომლებითაც საწარმოს მმართველებს ევალებათ, ახალი ინვესტიციები მოიძიონ ან შეწყვიტონ საქმიანობა, თუ ქონების წმინდა ღირებულება გარ-

[116] იხ. Art. 36 Second Company Law Directive (Recast) (EU); Arts. 447 and 449 Japanese Companies Act (Japan); Art. 174 Lei das Sociedades por Ações (Brazil). ამ წესებს ზოგჯერ ევროკავშირში „კაპიტალის შენარჩუნების წესებს“ უწოდებენ, ხოლო იაპონიაში – „კაპიტალის უცვლელობის“ წესებს.

[117] იხ. Bernhard Pellens and Thorsten Sellhorn, *Creditor Protection through IFRS Reporting and Solvency Tests*, in Lutter, note 107, 365; იხ., აგრეთვე, Schön, note 111.

[118] იხ. Joy Begley and R. Freedman, *The Changing Role of Accounting Numbers in Public Lending Agreements*, 18 Accounting Horizons 81 (2004); Christoph Kuhner, *The Future of Creditor Protection through Capital Maintenance Rules in European Company Law–An Economic Perspective*, in Lutter, note 107, 341.

[119] Ferran, note 111, 200–15. იხ., ასევე, თავი 5.2.1.2.

[120] იხ. Art. 19 Second Company Law Directive (Recast). ევროკავშირის სამართალი კრედიტორებს ასევე იცავს კაპიტალის შემცირებისგან წესდების ცვლილებების ან აქციების გამოსყიდვის შედეგად (თუმცა არა ისეთი შემცირებისას, რომელიც ასახავს მუდმივ დანაკარგებს, რადგან აქ აქციონერთა ოპორტუნიზმი ნაკლები პრობლემაა): ibid., Arts. 20–21, 36–37.

კვეულ დონეზე ნაკლებია.[121] საფრანგეთსა და იტალიაში კომპანიის ლიკვიდაცია უნდა დაიწყოს, თუ მისი ქონების ღირებულება საწესდებო კაპიტალის ნახევარზე ნაკლებია (საფრანგეთში) ან საწესდებო კაპიტალისა და კანონისმიერი მინიმალური კაპიტალის ჯამის ორ მესამედზე ნაკლებია (იტალიაში), ხოლო აქციონერები ვერ გამოასწორებენ სიტუაციას.[122] გერმანიაში კომპანიის გადახდისუუნარობის საქმისწარმოება უნდა დაიწყოს, თუ მისი ქონების ღირებულება ნულზე ნაკლებია.[123]

თეორიულად, ამ წესებს შეუძლია გააძლიეროს საწესდებო კაპიტალის, როგორც ფინანსური უზრუნველყოფის, სანდოობა კრედიტორებისათვის, ფინანსური ინსტიტუტების შემთხვევაში გამოყენებული კაპიტალის ადეკვატურობის წესების მსგავსად. თუმცა კაპიტალის ზღვრების სიმცირის გამო ყველაზე მკაცრი კაპიტალის დაკარგვის წესებიც კი უფრო მეტად კონცენტრირებულია, რომ კომპანიებმა დროულად დაიწყონ გაკოტრება, ვიდრე უზრუნველყონ კაპიტალის ადეკვატურობა.[124] ლიკვიდაციის ან გადახდისუუნარობის წარმოების ნაადრევად დაწყება ნამდვილად შეამცირებს „ბინდის პერიოდს“, როდესაც აქციონერთა ოპორტუნისტულ ქცევას კრედიტორთა დაზიანება შეუძლია. თუმცა გაკოტრების ნაადრევად დაწყების ხარჯი შეიძლება უფრო დიდი იყოს. ასეთი ხარჯების თავიდან არიდება მოლაპარაკებებით არის შესაძლებელი, თუმცა, რაც უფრო ჰეტეროგენულია საწარმოს კრედიტორები, ნაკლები შანსია, რომ მოლაპარაკება წარმატებული იქნება.[125]

5.3 გადახდისუუნარო საწარმოები

მოვალეს თუ ფინანსური პრობლემები აქვს, სავარაუდოდ, მისი ქონება არ იქნება საკმარისი, რათა ყველა კრედიტორის მოთხოვნა დაკმაყოფილდეს

[121] ეს საბალანსო ტესტია, და არა ფულადი სახსრების მოძრაობის ტესტი. იხ. note 45.

[122] იხ. Art. L. 224-2 Code de commerce (France); Arts. 2447 and 2482–3 Civil Code (Italy). თუმცა, Art. 182-VI Legge Fallimentare არ ავრცელებს ამ ვალდებულებას, თუ კომპანია რეორგანიზაციის პროცესს იწყებს.

[123] §§ 15a and 19 Insolvenzordnung (Germany). თუმცა არსებობს გამონაკლისი კომპანიებისთვის, რომლებსაც უარყოფითი ნეტო აქტივები აქვთ („სესხის სიჭარბე“), მაგრამ რომელთა საქმიანობის განგრძობადობასაც „მაღალი შანსი“ აქვს (§19(2) Insolvenzordnung).

[124] იხ. Lorenzo Stanghellini, *Directors' Duties and the OptimalTiming of Insolvency: A Reassessment of the "Recapitalize or Liquidate" Rule*, in Il Diritto delle Società Oggi. Innovazioni e Persistenze 731 (Paolo Benazzo, Mario Cera, and Sergio Patriarca eds., 2011).

[125] გარდა ამისა, "guillotine" წესმა შეიძლება გამოიწვიოს, რომ (ზოგიერთი) კრედიტორი იძულებულია, დასთანხმდეს ნაკლებ წილს ნებისმიერი მოლაპარაკების დროს. Feruzzi Finanziaria-ს სასამართლოს გარეთ რესტრუქტურიზაციის დროს 1993 წელს საწარმოს მაკონტროლებლებმა (ყველაზე დიდმა კრედიტორებმა), გაკოტრების უშუალო საფრთხიდან გამომდინარე, კომპანიას წარუდგინეს „დაეთანხმე ან დატოვე“ შეთავაზება, სადაც ნამეტის უმეტესობა დიდმა კრედიტორებმა სხვა კრედიტორების ხარჯზე მიითვისეს: იხ. Alessandro Penati and Luigi Zingales, *Efficiency and Distribution in Financial Restructuring: The Case of the Ferruzzi Group*, Working Paper (1997), at http://faculty.chicagobooth.edu.

და მათ კოლექტიურად დაასრულონ საწარმოსთან ურთიერთობა. ასეთ გარემოებებში წინა პლანზე გადმოდის მმართველობის სტრატეგიები: გაკოტრებისას კრედიტორებს შეიძლება ჰქონდეთ საწარმოს „კრიზისის მმართველის“ დანიშვნის უფლებები და გაკოტრების გეგმასთან დაკავშირებით გადაწყვეტილების მიღების უფლებები. ამას ემატება სხვა სტრატეგიები, უმთავრესად სტანდარტები და რწმუნებულებითი სტრატეგიები. ისინი ორ ფაზას ფარავენ: პირველი, გაკოტრებაში გარდამავალ პერიოდს და, მეორე, თავად გაკოტრების პროცესს.[126] შესაბამისი სტრატეგიები უფრო მეტად აგვარებენ აქციონერ-კრედიტორის კონფლიქტს პირველ ფაზაში და კრედიტორ-კრედიტორის კონფლიქტს მეორე ფაზაში. იქიდან გამომდინარე, რომ ეს სტრატეგიები *ex post* გამოიყენება, აღნიშნული გავლენას ახდენს კრედიტორებთან დადებულ ხელშეკრულებებზე, *ex ante* ვალის სტრუქტურიზებისას და მოგვიანებით მოლაპარაკებების განახლების დროს.

5.3.1 სტანდარტების სტრატეგია

კორპორაციის კრედიტორების დასაცავად სტანდარტები ფართოდ გამოიყენება. ამ სტრატეგიის განხორციელების ფორმებს სხვადასხვა სახელი აქვს (მაგალითებს შორის არის *faute de gestion,* უკანონო ვაჭრობა და თაღლითური ქონების გადაცემები), თუმცა თითოეული *ex post* პასუხისმგებლობას აკისრებს სტანდარტული ფორმით გადახდისუუნარო კომპანიასთან დაკავშირებულ პირებს. სტანდარტების სტრატეგიის *ex post* ხასიათიდან გამომდინარე, მათი გამოყენება მხოლოდ მას შემდეგ ხდება, რაც სასესხო ურთიერთობაში რამე პრობლემა წარმოიშობა, ანუ მოვალე კომპანიას ფინანსური პრობლემები აქვს. უფრო კონკრეტულად, ეს მოვალეობები სამ კატეგორიად იყოფა იმის მიხედვით, ვის მიემართება ესა თუ ის სტანდარტი: (1) დირექტორებს; (2) მაკონტროლებელ აქციონერებს; და (3) „ფავორიტ“ კრედიტორებს. ზუსტად იმიტომ, რომ ეს სტრატეგია არარელევანტურია, თუ კომპანიას პრობლემები არ აქვს, მასზე უფრო ნაკლები გავლენას აქვს კრედიტორების კოორდინაციის ხარჯებს, ვიდრე წესების სტრატეგიის შემთხვევაში. სამაგიეროდ, ყველა სხვა სტანდარტის სტრატეგიის მსგავსად, მათთვის მნიშვნელოვანია სასამართლო ინსტიტუციების ეფექტურობა, რომლებიც ამ სტანდარტებს იყენებენ.

5.3.1.1 დირექტორები

ჩვენს თითოეულ იურისდიქციაში დირექტორებს, მათ შორის *de facto* და ჩრდილოვან დირექტორებს (shadow directors), შეიძლება, პირადი პა-

[126] სანამ დაიწყება და როცა ის სრულდება, გაკოტრების პროცესი შეიძლება აფილირების სტრატეგიის ნიმუშად აღვიქვათ, რადგან კრედიტორებს საწარმოდან ერთობლივად გასვლის საშუალებას აძლევს. და მაინც, მიმდინარეობისას იგი დანამდვილებით მმართველობითი საკითხებით არის დაინტერესებული.

სუხისმგებლობა დაეკისროთ კრედიტორების ზიანის ზრდისთვის, რომელიც გამომდინარეობს ბორდის გაუფრთხილებლობის ან თაღლითობისგან, მაშინ, როდესაც კომპანია ან გადახდისუუნაროა, ან გადახდისუუნარობასთან ახლოს არის.[127] ასეთი მოვალეობები შეიძლება სხვადასხვაგვარად იყოს ჩამოყალიბებული და მათი აღსრულება განსხვავებული ინტენსივობით ხდება, რაც შესაბამისი დოზით ახდენს გავლენას დირექტორთა სტიმულებზე: პირველი, შედარებით ნაკლებად მძიმე სტანდარტი, რომელიც ამ მოვალეობის შინაარსს განსაზღვრავს („თაღლითობა“ ან „*scienter*“), მოქმედებს დირექტორის ქცევის დროს, რომელიც იმდენად საზიანოა კრედიტორებისთვის, რომ კითხვის ნიშნის ქვეშ დგება დირექტორის სუბიექტური კეთილსინდისიერება. უფრო ინტენსიური სტანდარტი („გაუფრთხილებლობა“) პასუხისმგებლობას აკისრებს დირექტორს გადახდისუუნარო კომპანიის ფინანსური მდგომარეობის გაუფრთხილებლად გაუარესებისთვის; მეორე, სტანდარტის ინტენსიურობა შეიძლება შეიცვალოს იმის მიხედვით, როდის იწყებს სტანდარტი მოქმედებას: რაც უფრო დიდია ის ფინანსური სირთულე, რომელშიც კომპანია უნდა აღმოჩნდეს, რომ სტანდარტი ამოქმედდეს, უფრო მეტი ეფექტი აქვს მას დირექტორების სტიმულებზე; მესამე განზომილება, რომლის მიხედვით სტანდარტის ინტენსიურობა იცვლება, აღსრულებაა. აღსრულება უფრო ეფექტურია, თუ მოვალეობა უშუალოდ კრედიტორების წინაშე აკისრიათ დირექტორებს და შედარებით ნაკლებად ეფექტურია, თუ მოვალეობები არსებობს კომპანიის წინაშე, რადგან მათი აღსრულება მხოლოდ მაშინ მოხდება, თუ კომპანია გაკოტრების საქმის წარმოებას დაიწყებს.[128]

დირექტორების პასუხისმგებლობის საჭირო ინტენსიურობა დამოკიდებულია მესაკუთრეთა სტრუქტურაზე ან/და მოვალე საწარმოს მმართველობის ფორმაზე.[129] აქციონერ-კრედიტორთა წარმომადგენლობის პრობლემა უფრო აქტუალურია ისეთ საწარმოებში, სადაც მენეჯერებისა და აქციონერთა ინტერესები დაახლოებულია, ანუ, როდესაც მესაკუთრეები კონცენტრირებულია ან კომპენსაციის სტრუქტურა და მმართველობის ფორმა ახალისებს დირექტორებს, იმოქმედონ აქციონერთა ინტერესების შესაბამისად. უფრო დიდ საწარმოებში, სადაც მრავალრიცხოვანი მესაკუთრეა და მმართველობის ასეთი სტრუქტურა არ არის, დირექტორებს ნაკლები სტიმული აქვთ, ისეთი გადაწყვეტილებები მიიღონ, რომლებითაც ხელს შეუწყობენ აქციონერთა ინტერესებს კრედიტორების ხარჯზე. ასეთ გარემოებებში დირექტორთა პასუხისმგებლობამ კრედიტორების ინტერესებისათვის მიყენებული ზიანის გამო შეიძლება ზედმეტად შეაკავოს დირექტორები და მათ არ გასწიონ ოპტიმალუ-

[127] იხ., ასევე, თავი 3.4.1.

[128] თუმცა ზოგიერთ იურისდიქციაში (მაგ., დელავერი) გადახდისუუნარო კომპანიის კრედიტორებს შეუძლიათ დერივაციული სარჩელის შეტანა: იხ. *Quadrant Structured Products Co. Ltd. v. Vertin*, 115 Atlantic Reporter 3d 535 (Del. Ch., 2015).

[129] იხ. note 14-ის ტექსტი.

რი რისკი.[130] ამიტომ დირექტორთა პასუხისმგებლობა ყველაზე გამოსადეგია ისეთ დროს, როდესაც დირექტორებისა და აქციონერების ინტერესები დაახლოებულია.

ჩვენს იურისდიქციებს შორის კრედიტორების წინაშე დირექტორების პასუხისმგებლობის ყველაზე დაბალი სტანდარტი არის აშშ-ში. ეს შეესაბამება მის გრძელ ისტორიას, სადაც კომპანიას მრავალრიცხოვანი მესაკუთრე ჰყავს და მენეჯერებს დიდი ავტონომია აქვთ.[131] აშშ-ის შტატების უმეტესობა იყენებს დირექტორის ერთგულების ვალდებულების შებრუნების ტექნიკას გადახდისუუნარო საწარმოებში და მოვალეობა არსებობს კორპორაციის და არა ინდივიდუალური კრედიტორების წინაშე.[132] რამდენიმე შტატში იყო დირექტორების პირდაპირი დელიქტური პასუხისმგებლობის დადგენის მცდელობა „გადახდისუუნარობის გაღრმავების“ გამო, ანუ კრედიტორთა მარგინალური დანაკარგის ზრდა იმის გამო, რომ დირექტორებმა არ დაასრულეს გადახდისუუნარო საწარმოს საქმიანობა,[133] თუმცა ამის შესაძლებლობა პირდაპირ გამოირიცხა დელავერში.[134] გარდა ამისა, თუ გარიგება პირდაპირ ან არაპირდაპირ არღვევს ქონების განაწილების 5.2.2.2 თავში განხილულ შეზღუდვებს, ამან შეიძლება გამოიწვიოს იმ დირექტორების გაუფრთხილებელი ქმედების გამო პასუხისმგებლობა, რომლებიც მეთვალყურეობდნენ ან დაეთანხმნენ ასეთ განაწილებას.[135]

დიდ ბრიტანეთში, აშშ-ის მსგავსად, იცვლება გადახდისუუნარო საწარმოს დირექტორების ერთგულების მოვალეობის შინაარსი, რომელიც მარტო კომპანიის წინაშე არსებობს.[136] ეს მოიცავს დირექტორების გულმოდგინების მოვალეობასაც.[137] დიდ ბრიტანეთში ასევე დადგენილია დირექტორების დამატებითი გაუფრთხილებლობისთვის პასუხისმგებლობა „უკანონო ვაჭრობის“ გამო, როდესაც დირექტორები არ უფრთხილდებიან კრედიტორების ინტერე-

[130] იხ., ასევე, Cheffins, note 110, 537–48; Henry T.C. Hu and Jay Lawrence Westbrook, *Abolition of the Corporate Duty to Creditors*, 107 Columbia Law Review 1321 (2007).

[131] იხ., მაგ., Mark J. Roe, Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance (1994).

[132] *North American Catholic Education Programming Foundation v. Gheewalla*, 930 Atlantic Reporter 2d 92, 98–102 (Del., 2007); *Quadrant Structured Products*, note 128.

[133] იხ., მაგ., *Official Committee of Unsecured Creditors v. R.F. Laffertey & Co*, 267 Federal Reporter 3d 340 (3d. Circuit, 2001) (Pennsylvania).

[134] *Trenwick America Litigation Trust v. Ernst & Young LLP, 906 Atlantic Reporter 2d 168, 204–7 (Delaware Chancery, 2006).*

[135] Delaware General Corporation Law §174. აღსანიშნავია, რომ გაუფრთხილებლობის სტანდარტზე დაფუძნებულ პასუხისმგებლობას არ გამორიცხავს დირექტორის ზოგადი ზრუნვის ვალდებულების გაქარწყლება §102(b)(7) მუხლის შესაბამისად.

[136] *West Mercia Safetywear Ltd v. Dodd [1989] 4 Butterworths Company Law Cases 30, 33; § 172(3) Companies Act 2006 (UK); Kuwait Asia Bank EC v. National Mutual Life Nominees Ltd [1991] 1 Appeal Cases 187, 217–19.*

[137] *Roberts v Frohlich [2011] EWHC 257 (Ch), [2011] 2 Butterworths Company Law Cases 625.*

სებს მას შემდეგ, რაც გადაუდებელი გახდა გადახდისუუნარობის პროცესის დაწყება. [138]

კონტინენტური ევროპის იურისდიქციებში დირექტორების წინააღმდეგ პასუხისმგებლობის უფრო ინტენსიური სტანდარტები გამოიყენება, რადგან ამ ქვეყნებში მსხვილ კომპანიებში მესაკუთრეთა ბაზა შედარებით კონცენტრირებულია. ამასთან, ფინანსური პრობლემების მქონე საწარმოს დირექტორები არა მარტო გაუფრთხილებლობისათვის აგებენ პასუხს, კომპანიის მიმართ მოვალეობიდან გამომდინარე,[139] არამედ ზოგიერთ იურისდიქციაში, როგორებიცაა იტალია და საფრანგეთი, დირექტორებს შეიძლება პასუხისმგებლობა დაეკისროთ, თუ კაპიტალის სერიოზული დანაკარგის დროს არ მიიღებენ შესაბამის ზომებს.[140]

იაპონიაში დირექტორების მოვალეობები კიდევ უფრო ადრე აქტიურდება, რადგან კრედიტორებს შეუძლიათ, დირექტორების წინაშე პირდაპირ წარადგინონ ანაზღაურების მოთხოვნა იმ ზიანისთვის, რომელიც მათ განიცადეს დირექტორების მიერ უხეში გაუფრთხილებლობით თავიანთი მოვალეობების შესრულებისას, თუნდაც კომპანია გადახდისუნარიანი იყოს.[141] ეს პასუხისმგებლობა იშვიათად ეკისრებათ საჯაროდ მოვაჭრე კომპანიების დირექტორებს, თუმცა მცირე კომპანიებში მათთან დაკავშირებული დავები ხშირია.[142] იაპონიის უზენაესმა სასამართლომ ასევე განავითარა დირექტორების ზედამხედველობის დოქტრინა, რომლის თანახმად, არააღმასრულებელი დირექტორები პასუხისმგებელი არიან კრედიტორების წინაშე, თუ ისინი უხეში გაუფრთხილებლობის გამო ვერ შეძლებენ მენეჯერების ქცევის გაკონტროლებას. ბოლოს, 1990-იან წლებში აქციონერთა დავების რიცხვის ზრდის შემდეგ დირექტორთა

[138] Insolvency Act 1986 §§ 214, 246ZA (UK). არსებობს გაუფრთხილებლობაზე დაფუძნებული პასუხისმგებლობის სტანდარტი დირექტორებისთვის, რომლებიც ნებას აძლევენ კომპანიას, უკანონოდ გაანაწილოს თანხები: *Bairstow v Queens Moat House plc* [2001] EWCA Civ 712.

[139] საფრანგეთში იხ., L. 225–251 Code de commerce, და ასევე ყველასთვის საშიში Art. L. 651-2 Code de commerce (*insuffisance d'actifs);* იხ., ასევე, note 155-ს ტექსტი; გერმანიაში § 43 GmbH-Gesetz, §§ 93 and 116 Aktiengesetz; იტალიაში, Art. 2394 and 2394-II Civil Code.

[140] კაპიტალის დანაკარგებზე იხ. თავი 5.2.2.3. პასუხისმგებლობის თაობაზე იხ. note 151 (გერმანია და იტალია); Art. L. 651–2 Code de commerce (France).

[141] Art. 429 Companies Act. მართალია, ამ მუხლის თანახმად, სარჩელების უმრავლესობის წარდგენა ხდება, როცა კომპანია გადახდისუუნაროა, თუმცა მოსარჩელეები სარგებლობენ იმით, რომ მათ არ უხდებათ, ამტკიცონ, რომ კომპანია შესაბამის დროს გადახდისუუნარო იყო. იტალიაშიც არსებობს მსგავსი წესი (Art. 2394 Civil Code), თუმცა სარჩელები იშვიათია.

[142] მეოცე საუკუნის მეორე ნახევარში ასზე მეტი საქმე გამოქვეყნდა, მათი 90 პროცენტზე მეტი კი კრედიტორებმა დაიწყეს. რა თქმა უნდა, ზოგჯერ დირექტორები არ მიიჩნევიან პასუხისმგებლად. იხ., მაგ., Kochi District Court, 10 September 2014, 1452 Kinyu Shoji Hanrei 42. ყველაზე ფართომასშტაბიანი კვლევა იხ.: Kazushi Yoshihara, *Commentaries to Art. 429*, in Commentaries of the Companies Act, Vol.9, at 337–419 (Shinsaku Iwahara ed., 2014) (in Japanese).

პასუხისმგებლობაზე საკანონმდებლო ხანდაზმულობის ვადა დაწესდა,[143] თუმცა ეს კრედიტორთა უფლებებს არ შეხებია.

ბრაზილია სპეციალური გამონაკლისია, რამდენადაც მენეჯერების ფიდუციური მოვალეობები, რომლებიც ეკისრებათ კომპანიის წინაშე, ფორმალურად არ იცვლება გადახდისუუნარობის დროს.[144] ამით, რა თქმა უნდა, არ გამოირიცხება დირექტორების პასუხისმგებლობა, თუ ისინი დააზიანებენ კომპანიას (და შედეგად მის კრედიტორებს) უკანონო ქმედებით ან ფიდუციური მოვალეობის დარღვევის შედეგად.

ჩვენ მიერ განხილულ იურისდიქციებს შორის კიდევ ერთი მნიშვნელოვანი განსხვავება არის საჯარო აღსრულებაში. უმეტეს იურისდიქციაში არსებობს დირექტორების დისკვალიფიკაციის სქემა, რომელიც უფლებას აძლევს სახელმწიფოს, სანქცია დააკისროს დირექტორს, როდესაც იგი კრედიტორების სასარგებლო მოქმედების შესაბამის სტანდარტს არ ემორჩილება (მათ შორის, არღვევს აღრიცხვის წესებს ან ფიდუციურ მოვალეობებს), კერძოდ, აუკრძალოს დირექტორს კომპანიის მართვაში მონაწილეობა.[145] ამით უფრო მეტად იზრდება შეკავების ინტენსიურობა, განსაკუთრებით, როდესაც სამოქალაქო პასუხისმგებლობის შეკავების ეფექტი არცთუ ისე დიდია, დირექტორის ქონებრივი შეზღუდვებიდან გამომდინარე.[146] მაგალითად, დიდ ბრიტანეთში ყველა შესაძლო დარღვევის გამოძიება უნდა მოხდეს კორპორაციის გაკოტრების პროცესში, რათა დაიწყოს შესაძლო დისკვალიფიკაციის პროცედურა.[147] ამის შედეგად დიდ ბრიტანეთში დისკვალიფიკაცია დაახლოებით 100-ჯერ უფრო ხშირია, ვიდრე გადახდისუუნარო კომპანიის დირექტორის წინააღმდეგ სამოქალაქო დავაში გამოტანილი გადაწყვეტილება.[148] დისკვალიფიკაციას შედარებით შეზღუდული როლი აქვს სხვა იურისდიქციებში, განსაკუთრებით აშშ-ში, სადაც მხოლოდ საჯარო კომპანიების დირექტორების დისკვალიფიკაცია არის შესაძლებელი და კრედიტორების დაცვის მექანიზმად არ გამოიყენება.

[143] იხ. Arts. 425–7 Companies Act (იაპონია).

[144] Arts. 153 et seq. Lei das Sociedades por Ações (Brazil).

[145] იხ. Art. L. 653-8 Code de commerce (France); Arts. 216–17 and 223–24 Legge Fallimentare (იტალია) (თუ დადგინდება სისხლისსამართლებრივი პასუხისმგებლობა, მაგრამ ეს ვრცელდება მხოლოდ უხეშად გაუფრთხილებელ ქცევაზე); Art. 331(1)(iii) Companies Act (Japan); Company Directors Disqualification Act 1986 (UK); Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990, 15 U.S. Code §§ 77t(e), 78u(d)(2) (U.S.); Art. 147, § 1º Lei das Sociedades por Ações (Brazil).

[146] იხ. note 129-ის ტექსტი.

[147] Company Directors Disqualification Act 1986, § 7. Since 2015, ამ პროცესის დროს შეიძლება დაწესდეს კომპენსაციის ვალდებულება: ibid., §§ 15A–15C.

[148] იხ. Insolvency Service, *Enforcement Outcomes April to June 2015*, Table 1; John Armour, *Enforcement Strategies in UK Company Law: A Roadmap and Empirical Assessment*, in Rationality in Company Law 71 (John Armour and Jennifer Payne eds., 2009).

დირექტორებს, რომლებიც კანონისმიერ მოვალეობებს არღვევენ და აუარესებენ კომპანიის ფინანსურ მდგომარეობას, შეიძლება, სისხლისსამართლებრივი პასუხისმგებლობა დაეკისროთ. აშშ-ში, როგორც მე-9 თავში ვნახავთ, განსაკუთრებული ყურადღება ეთმობა თაღლითობის ამკრძალავ ნორმებს, რომლებიც იცავს ინვესტორებს ფასიანი ქაღალდების გამომშვების მიერ გაუფრთხილებლად არასწორი ინფორმაციის გამჟღავნების შემთხვევებში. სისხლისსამართლებრივი პასუხისმგებლობის ნორმები უფრო სპეციფიკურია ევროპასა და ბრაზილიაში.[149] საფრანგეთში დირექტორებს, რომლებიც ოპორტუნისტულად იქცევიან, როდესაც კომპანია უახლოვდება გადახდისუუნარობას, 5 წლით თავისუფლების აღკვეთა ემუქრებათ.[150] გერმანიასა და იტალიაში უფრო მეტად ინკლუზიური მიდგომაა, რადგან დირექტორებს შეიძლება დაეკისროთ კრიმინალური სანქციები, თუ დაარღვევენ კაპიტალის დანაკარგის დროს საერთო კრების მოწვევის მოვალეობას (გერმანია), ან თუ ვერ შეძლებენ, გაუფრთხილებლობით, რომ თავიდან აირიდონ კომპანიის ფინანსური მდგომარეობის გაუარესება (იტალია).[151]

5.3.1.2 აქციონერები

ყველა იურისდიქციაში არსებობს გადახდისუუნარო კორპორაციის ვალზე აქციონერთა პასუხისმგებლობის საშუალება, თუმცა ამ მეთოდების გამოყენება, ზოგადად, ხდება მხოლოდ მაკონტროლებელი ან მმართველი აქციონერების მიმართ, რომლებიც „ბოროტად იყენებენ“ კორპორაციულ ფორმას.[152] სამი ძირითადი მეთოდია *de facto* ან ჩრდილოვანი დირექტორების დოქტრინა, აქციონერთა სუბორდინაცია და „კორპორაციული საფარველის გაჭოლვა“.[153] ამასთან, ზოგიერთ იურისდიქციაში განსხვავებული სტანდარტები ვრცელდება კორპორაციულ ჯგუფებზე.

[149] იხ. Arts. 168 et seq. Lei 11.101 of 2005.

[150] Arts. L. 654-1 to L. 654-3 Code de commerce.

[151] გერმანიაში იხ. § 401, Aktiengesetz and § 84 GmbH ასევე Heribert Hirte, Kapitalgesellschaftsrecht 135–6 (5th edn., 2006) (მიმოიხილავს წამყვან სასამართლო გადაწყვეტილებებს გერმანიაში); იტალიაში იხ. Corte di Cassazione, Sez. V penale, 9 October 2014, No. 8863 ((სისხლისსამართლებრივი პასუხისმგებლობა, თუ უმოქმედობა იწვევს ან აუარესებს კომპანიის ფინანსურ სირთულეებს). საფრანგეთმა ახლახან გააუქმა მსგავსი შინაარსის სისხლისსამართლებრივი ნორმა (წინა Arts. L. 241-6, 1° and. L. 242-29, 1° Code de commerce, როგორც გაუქმდა Loi No. 2012-387 of 22 March 2012).

[152] ბრაზილიაში, სადაც საკორპორაციო საფარველი ხშირად ირღვევა, მინორიტარი აქციონერები რუტინულად აგებენ პასუხს შრომითსამართლებრივი ვალდებულებებისათვის.

[153] სარჩელი ასევე შეიძლება აღიძრას აქციონერების წინააღმდეგ მრავალ იურისდიქციაში, რათა გაბათილდეს განაწილება, რადგან დარღვეულია 5.2.2.2 თავში განხილული განაწილების წესები, ან მოხდა თაღლითური გადაცემა, ან გამოყენებული იყო *actio pauliana* ძალაუფლება: იხ. თავი 5.3.1.3. რამდენადაც პასუხისმგებლობა გაუფრთხილებლობის სტანდარტს ეფუძნება, ის დამოკიდებულია ამ სტანდარტის ხარისხზე, თუმცა ასევე მნიშვნელოვანია განაწილების შემზღუდავი წესების ეფექტურობა.

de facto ან ჩრდილოვანი დირექტორების დოქტრინა[154] დირექტორთა პასუხისმგებლობას ავრცელებს პირზე, რომელიც მოქმედებს როგორც ბორდის წევრი, ან აკონტროლებს ბორდს ისე, რომ ფორმალურად მის წევრად დანიშნული არ არის. მაგალითად, ფრანგული სამართლის თანახმად, მაკონტროლებელ აქციონერს, რომელიც მიუთითებს კომპანიის მენეჯმენტს, რომ დაარღვიონ თავიანთი ფიდუციური მოვალეობები, შეიძლება დაეკისროს კომპანიისთვის მიყენებული ზიანის ანაზღაურება (*insuffisance d'actifs*).[155] ამ დოქტრინის სხვა ვერსიები გამოიყენება დანარჩენ იურისდიქციებში, აშშ-ისა და ბრაზილიის გარდა.[156] დიდი ბრიტანეთი განასხვავებს გადახდისუნარიან და გადახდისუუნარო შვილობილ კომპანიებს: მშობელი კომპანია *არ* მიიჩნევა გადახდისუნარიანი შვილობილი კომპანიის ჩრდილოვან დირექტორად, რადგან ის კონტროლს ახორციელებს შვილობილი კომპანიის ბორდზე, თუმცა ეს მოცემულობა არ გამოიყენება ისეთი ვალდებულებების მიმართ, რომლებიც გამოწვეულია შვილობილი კომპანიის გადახდისუუნარობით. [157]

აქციონერთა პასუხისმგებლობის მეორე ფორმა გულისხმობს მაკონტროლებელი აქციონერების მიერ გაკოტრებული კომპანიის ქონების მიმართ დაყენებული ვალის მოთხოვნების სუბორდინაციას.[158] ზოგიერთ იურისდიქციაში (გერმანია და ბრაზილია), დიდი აქციონერების სესხები ავტომატურად სუბორდინირებულია, [159] ხოლო სხვა იურისდიქციებში (იტალია და აშშ) ეს დამოკიდებულია გარემოებებზე ან აქციონერების ქცევაზე.[160] ამის რაციონალობაა ის,

[154] ზოგიერთ იურისდიქციაში, როგორიცაა დიდი ბრიტანეთი, ჩრდილოვანი დირექტორები მალულად ახდენენ გავლენას დირექტორებზე, რაც განასხვავებს მათ *de facto* დირექტორებისგან, რომლებიც ღიად მოქმედებენ როგორც დირექტორები, თუმცა დირექტორებ არ არიან (იხ., მაგ., *Re Hydrodan (Corby) Ltd* [1994] Butterworths Company Law Cases 161). ჩვენ ამ ტერმინებს ერთი მნიშვნელობით ვიყენებთ.

[155] Art. L. 651-2 Code de commerce. იხ. André Jacquemont, Droit des Entreprises en Difficulté, 605–9 (8th edn., 2013).

[156] გერმანიაში იხ. Bundesgerichtshof Zivilsachen 104, 44; for Italy, Corte di Cassazione, 14 September 1999, No. 9795, 27 Giurisprudenza Commerciale II 167 (2000); იაპონიაში Art. 429 Companies Act; for the UK, §§ 250–1 Companies Act 2006; *Secretary of State for Trade and Industry v. Deverell* [2001] Chancery Division 340, 354–5.

[157] შეადარე Companies Act 2006 (UK) §251(3); Insolvency Act 1986 (UK) §251.

[158] იხ., ზოგადად, Martin Gelter and Juerg Roth, *Subordination of Shareholder Loans from a Legal and Economic Perspective*, 5 Journal for Institutional Comparisons 40 (2007). ტექნიკურად სუბორდინაცია აქციონერის მოთხოვნას სესხიდან კაპიტალზე მოთხოვნად გადააქცევს, თუმცა პასუხისმგებლობის კუთხით შედეგი მსგავსია.

[159] გერმანიაში იხ. §§ 39 (10%-ზე მეტი აქციის მფლობელი აქციონერის სესხის სუბორდინაცია კაპიტალზე) და 135 (ასეთი სესხის გადახდის თავიდან არიდება გადახდისუუნარობიდან ერთი წლის განმავლობაში) Insolvenzordnung; Dirk A. Verse, *Shareholder Loans in Corporate Insolvency–A New Approach to an Old Problem*, 9 German Law Journal 1109 (2008); for Brazil, Art. 83, VIII Lei 11.101 of 2005 (აქციონერთა სესხების ავტომატური სუბორდინაცია).

[160] *Taylor v. Standard Gas and Electronic Corporation, 306 United States Reports 307 (1939); Pepper v. Litton, 308 United States Reports 295 (1939) (აშშ: როცა აქციონერის მოქმედება „არასამართლიანია"); იტალიაში Art. 2467 (დახურული კომპანიები) and Art.*

რომ შეაკავოს გადახდისუუნარო საწარმოებში ზედმეტი ინვესტიცია, თუმცა ასეთმა დოქტრინამ ბეწვის ხიდზე უნდა გაიაროს, ამის შეკავებასა და მაკონტროლებელი აქციონერებისთვის უფლების მინიჭებას შორის, რათა აქციონერებმა დამატებითი კაპიტალის საშუალებით შეძლონ საწარმოს გადარჩენა. [161] ალბათ, სწორედ ამ სირთულეების გამო დოქტრინა არ გამოიყენება საფრანგეთსა და დიდ ბრიტანეთში.[162]

ბოლოს, ყველა იურისდიქციაში სასამართლოს შეუძლია „კორპორაციული საფარველის გაჭოლვა“ განსაკუთრებულ გარემოებებში; ეს გულისხმობს, რომ მაკონტროლებელი აქციონერები ან კორპორაციული ჯგუფის მაკონტროლებლები პასუხს აგებენ კომპანიის ვალზე. ზოგადად, სასამართლოები საკორპორაციო ფორმას მარტივად არ უგულებელყოფენ.[163] აქედან გამონაკლისი ბრაზილიაა, სადაც კორპორაციული საფარველის გაჭოლვა ხშირად ხდება. არცერთ იურისდიქციაში ეს დოქტრინა არ გამოიყენება საჯაროდ მოვაჭრე კომპანიების წინააღმდეგ ან, ბრაზილიის გარდა, პასიური (არამაკონტროლებელი) აქციონერების წინააღმდეგ და ყველაზე წარმატებული შემთხვევები არსებობს თაღლითობის დროს: ეს გულისხმობს უხეშ არასწორ განცხადებებს ან *ex post* აქციონერების ოპორტუნიზმს.[164] შესაბამისად, აშშ-ში კორპორაციული საფარველის გაჭოლვა დასაშვებია, როდესაც (1) მაკონტროლებელი აქციონერები კომპანიის ერთიანობას უგულებელყოფენ იმით, რომ არ იცავენ ფორმალობებს, ურევენ პირად და კომპანიის ქონებას, ან არაადეკვატური კაპიტალიზაცია აქვს კომპანიას, და (2) არსებობს თაღლითობის ან „უსამართლობის“ ელემენტი, როცა აქციონერებმა აშკარად ოპორტუნისტულად იმოქმედეს. იაპონიასა და ევროკავშირის იურისდიქციათა უმეტესობაში ამ დოქტრინას მსგავსად იყენებენ, როგორც ბრაზილია იყენებს მას კრედიტორების შემთხვევაში.[165]

2497-II (ჯგუფებში) Civil Code (სადაც საწარმოს ფინანსური მდგომარეობა მოითხოვს კაპიტალშენატანს და არა სესხს).

[161] იხ. Martin Gelter, *The Subordination of Shareholder Loans in Bankruptcy*, 26 International Review of Law & Economics 478 (2006).

[162] საფრანგეთში იხ. Maurice Cozian et al., Droit des Sociétés 152 (28th edn., 2015); დიდ ბრიტანეთში *Salomon v. A. Salomon & Co Ltd* [1897] Appeal Cases 22.

[163] იხ., მაგ., *Prest v Petrodel Resources Ltd* [2013] UKSC 34 (UK); Stephen M. Bainbridge, *Abolishing Veil Piercing*, 26 Journal of Corporation Law 479 (2001) (U.S.).

[164] აშშ-ში იხ.: Peter B. Oh, *Veil-Piercing*, 89 Texas Law Review 81 (2010); John H. Matheson, *Why Courts Pierce: An Empirical Study of Piercing the Corporate Veil*, 7 Berkeley Business Law Journal 1 (2010); გერმანიაში: Uwe Hüffer and Jens Koch, Aktiengesetz (12th edn., 2016), § 1 paras 15–33: Durchgriffslehre; დიდ ბრიტანეთში: Davies and Worthington, note 86, 217–22; ბრაზილიაში: Meyerhof Salama, note 41. იაპონიაში საფარველის დარღვევაზე ხშირად მიმდინარეობს დავა მას შემდეგ, რაც ის უზენაესმა სასამართლომ გამოიყენა 1969 წლის 27 თებერვლის გადაწყვეტილებაში, 23 Minshu 511.

[165] მართალია, გერმანული სასამართლოები პოლიტიკური ასპექტების გავლენას აფასებენ საფარველის დარღვევის დროს, თუმცა ამას მცირე პრაქტიკული მნიშვნელობა აქვს: იხ. Friedrich Kübler and Heinz-Dieter Assmann, Gesellschaftrecht § 23 I 2 (6th edn., 2006). ბრაზილიაში იხ. Art. 50 Civil Code; იაპონიაში იხ. Marco Ventoruzzo et al., Comparative Corporate Law 175–8 (2015).

მაგალითად, საფრანგეთში გადახდისუუნარობის პროცედურა შეიძლება აქციონერებზე გავრცელდეს, თუ მათ უგულებელყვეს კომპანიის ერთიანობა (*action en confusion de patrimoine*).[166] ბრაზილია ჩვენს იურისდიქციებს შორის უნიკალურია იმით, რომ იქ ნებადართულია საფარველის დარღვევა თაღლითობის ან ბოროტად გამოყენების გარეშეც, კონკრეტული კრედიტორების სასარგებლოდ, როგორებიცაა: დასაქმებულები, მომხმარებლები და გარემოს დაცვის რეგულაციების დარღვევის შედეგად დაზიანებული პირები. [167]

კორპორაციული საფარველის გაჭოლვა, მიიჩნევა, რომ, ზოგადად, ისეთსავე ფუნქციას ასრულებს, როგორც აქციონერთა პასუხისმგებლობა *de facto* ან ჩრდილოვანი დირექტორობის გამო, ან აქციონერთა სესხების სუბორდინაცია. თუმცა ზოგიერთ იურისდიქციაში სასამართლოები მიიჩნევენ, რომ კომპანიის იურიდიული პირობის „გვერდზე გადადება“ ერთი მხარის მიმართ იმავეს უნდა ნიშნავდეს სხვა მხარეების მიმართაც, რაც ნიშნავს, რომ კორპორაციული საფარველის გაჭოლვა უფრო მკაცრი ინსტრუმენტია ოპორტუნიზმის საკონტროლოდ, ვიდრე დანარჩენი ორი დოქტრინა, რომელთა გამოყენება უფრო კონკრეტული მიზნებისთვისაც შეიძლება.

კორპორაციული საფარველის გაჭოლვის დოქტრინა ასევე ხანდახან კორპორაციული ჯგუფების კრედიტორების დასაცავად გამოიყენება. აშშში „არსებითი გაერთიანების“ დოქტრინა გაკოტრების სასამართლოებს საშუალებას აძლევს, ორი დაკავშირებული კორპორაციის ქონება ერთ მასაში განიხილოს.[168] ბრაზილიურ სასამართლოებს იგივე უფლებამოსილება აქვთ, თუმცა მას ძალიან ლიბერალურად იყენებენ.[169] ფრანგული “*action en confusion de patrimoine*”-ს მსგავსად, ამით პასუხობენ მოვალის ოპორტუნიზმს, როცა მოვალე მალავს ქონებას კორპორაციის სხვადასხვა ჯიბეში, ან გაფანტავს მას ჯგუფის სხვადასხვა კომპანიას შორის. თუმცა ამ დოქტრინით, ერთი კორპორაციის კრედიტორები უკეთეს მდგომარეობაში არიან მეორე კორპორაციის კრედიტორებთან შედარებით, რის გამოც მისი გამოყენება ყველაზე სწორია, როდესაც ყველა კრედიტორი მოტყუებულია, ან იმ კრედიტორებმა, რომლებიც ზიანდებიან, მოვალესთან შეთანხმებით იმოქმედეს. [170]

[166] Arts. L. 621–2 (*sauvegarde*), L. 631–7 (*redressement judiciaire*) and L. 641–1 (*liquidation judiciaire*) Code de commerce (France).

[167] იხ. note 41 და მისი ტექსტი.

[168] იხ., მაგ., *In Re Augie/Restivio Baking Co*, 860 Federal Reporter 2d 506 (2d Cir. 1988). იხ. ასევე Irit Mevorach, *The Appropriate Treatment of Corporate Groups in Insolvency*, 8 European Business Organization Law Review 179 (2007).

[169] იხ., მაგ., *In re Rede Energia S.A.*, Case No. 14-10078 (SCC) (Bankr S.D.N.Y., 2014) (წარუმატებლად იდავეს, რომ ბრაზილიაში შინაარსობრივი გაერთიანების ლიბერალური გამოყენება აშშ-ის საჯარო წესრიგს ეწინააღმდეგება).

[170] იხ. Douglas G. Baird, The Elements of Bankruptcy 158–66 (5th edn., 2010).

საფარველის გაჭოლვა გაცილებით იშვიათია კომპანიის ჯგუფებში, ვიდრე კომპანიებსა და მაკონტროლებელ ფიზიკურ პირ აქციონერებს შორის.[171] ამიტომ კრედიტორთა დაცვის განსაკუთრებული სტანდარტები ვრცელდება ჯგუფებზე ზოგიერთ იურისდიქციაში. გერმანიის *საკონცერნო სამართალი* ასეთი კანონის ყველაზე კარგად განვითარებული მაგალითია, რომელიც ცდილობს, ჯგუფის ინტერესები მთლიანობაში დააბალანსოს კრედიტორებისა და ჯგუფის ინდივიდუალური კომპანიის აქციონერების ინტერესების მიმართ.[172] ჯგუფებში, სადაც მხარეები დებენ „კონტროლის ხელშეკრულებას“, მშობელმა კომპანიამ, ჯგუფის ინტერესებიდან გამომდინარე, ზიანი უნდა აუნაზღაუროს შვილობილ კომპანიებს.[173] თუ ასე არ მოხდება, შვილობილი კომპანიის კრედიტორებს შეუძლიათ ამ ანაზღაურების თაობაზე ჩივილი, ან შეუძლიათ, ზიანის ანაზღაურება მოითხოვონ მშობელი კომპანიის დირექტორებისგან.[174] თუ მაკონტროლებელ კომპანიას არ დაუდია კონტროლის ხელშეკრულება (ე.ი. *de facto* ჯგუფში), მან შვილობილს უნდა აუნაზღაუროს შვილობილის ინტერესების საწინააღმდეგო მოქმედებიდან გამომდინარე ზიანი.[175] თუ მშობელი ამას არ შეასრულებს, შვილობილი კომპანიის კრედიტორებს შეუძლიათ, ზიანის ანაზღაურება მოსთხოვონ მშობელ კომპანიას.[176]

გერმანიის სამართალი, რომელიც ორიენტირებულია ინდივიდუალური კომპანიის ინტერესების დაცვაზე, განსხვავდება თანამშრომლობაზე ორიენტირებული ფრანგული სამართლის მიდგომისგან ამ საკითხისადმი. ფრანგული სასამართლო პრაქტიკის თანახმად, ჯგუფის მაკონტროლებელი პასუხს არ აგებს, თუ შვილობილ კომპანიას დაავალებს, იმოქმედოს ჯგუფის ინტერესებში საკუთარი ინტერესების ნაცვლად, იმ პირობით, რომ (1) ჯგუფი სტაბილურია; (2) ასრულებს ერთგვაროვან ბიზნესპოლიტიკას; და (3) თანაბრად ანაწილებს

[171] აშშ-ში Oh, note 164, at 130–2, და Matheson, note 164, at 58 – ორივე აღწერს, რომ სასამართლოები უფრო ხშირად არღვევენ საფარველს, რათა ფიზიკური პირის ქონებამდე მივიდნენ, ვიდრე კორპორაციული აქციონერების შემთხვევაში. ბრაზილიაში შრომითი კანონმდებლობა ფორმალურად სოლიდარულ პასუხისმგებლობას აკისრებს ჯგუფის წევრ კომპანიებს შრომითი ვალდებულებებისათვის (Art. 2º Consolidação das Leis do Trabalho), თუმცა სასამართლო გადაწყვეტილებებით იგივე მოპყრობა ვრცელდება ინდივიდუალურ მაკონტროლებელ აქციონერებზე.

[172] იხ. Emmerich and Habersack, note 78; შედარებითი პერსპექტივისთვის იხ. Klaus J. Hopt, *Groups of Companies: A Comparative Study of the Economics, Law, and Regulation of Corporate Groups*, in The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance (Jeffrey N. Gordon and Wolf-Georg Ringe eds., 2017).

[173] იხ. § 302 Aktiengesetz. სახელშეკრულებო და *de facto* ჯგუფებს შორის განსხვავებისთვის იხ. § 18 Aktiengesetz.

[174] იხ. §§ 302 და 309 Aktiengesetz (შვილობილი კომპანია სს-ა); Emmerich and Habersack, note 78, 566–7 (შვილობილი კომპანია შპს-ა).

[175] იხ. § 311 Aktiengesetz (შვილობილი კომპანია სს-ა). Emmerich and Habersack, note 78, 535 (შვილობილი კომპანია შპს-ა). იგივე მიდგომა არსებობს იტალიაში: იხ. Art. 2497 Civil Code.

[176] იხ. § 317 Aktiengesetz; Bundesgerichtshof Zivilsachen 149, 10 (*Bremer Vulkan*) and Bundesgerichtshof Zivilsachen 173, 246 (*Trihotel*).

ჯგუფის ხარჯებსა და შემოსავალს ყველა წევრზე.[177] ფრანგული სამართლის ორიენტაცია „საწარმოზე“, მიჩნევა, რომ უფრო ფუნქციური მიდგომაა[178] და ამით უპირატესია გერმანული სამართლის *საკონცერნო სამართლის* ანაზღაურების მოთხოვნაზე, რომელიც უფრო მეტად იცავს კონკრეტული შვილობილი კომპანიის კრედიტორებს. თუმცა ფრანგული სასამართლოები მხედველობაში იღებენ კრედიტორთა ინტერესებს, როდესაც იყენებენ სამართლიანი თანამშრომლობის დოქტრინას,[179] მაშინ, როცა გერმანულმა სასამართლოებმა ამ ბოლოს დაადგინეს უფრო დაბალანსებული დოქტრინა მცირე კომპანიებში მშობელი კომპანიის ისეთი ჩარევის მიმართ, რომელიც „საფრთხეს უქმნის კომპანიის გადახდისუნარიანობას“ (*Existenzvernichtungshaftung*).[180] ამის მსგავსად, დიდ ბრიტანეთში მშობელი კომპანიის გადახდისუუნარო კომპანიის „ჩრდილოვან დირექტორად“ მიჩნევის შანსი მეტია, რითაც გადახდისუნარიანი ჯგუფის აქციონერთა ინტერესები ბალანსდება კრედიტორების ინტერესების მიმართ.[181]

5.3.1.3 კრედიტორები და სხვა მესამე პირები

სტანდარტების სტრატეგია ასევე სხვადასხვა ფორმით გამოიყენება კრედიტორებისა და სხვა მესამე პირების შემთხვევაში. ზოგჯერ მათი გამოყენება ხდება, რომ მესამე პირებმა შუამავლის როლი შეასრულონ, ან სხვა შემთხვევაში რომ ერთ კრედიტორს არ შეექმნას სხვებთან შედარებით უკეთესი მდგომარეობა, ან, უმეტესად, ორივეს მიღწევას ისახავს სტრატეგია მიზნად.

პირველი მიდგომა უკავშირდება მესამე პირებს, რომლებიც გადახდისუუნარობის დადგომამდე ცოტა ხნით ადრე მოვალესთან დებენ ხელშეკრულებებს, რომლებიც მოვალისთვის საზიანო პირობებს შეიცავს. ასეთ მესამე პირებთან დადებული ხელშეკრულება შეიძლება *ex post* გაუქმდეს მოვალის გაკოტრების წარმოებისას, რის გამოც მათ მიღებული სარგებლის დაბრუნება ევალებათ. ეს შედეგები დგება *action pauliana*-ს დოქტრინიდან გამომდინარე კონტინენტურ ევროპასა და ბრაზილიაში, ქონების თაღლითური გადაცემის

[177] ეს დადგინდა ცნობილ *Rozenblum*-ის საქმეში (Cour de Cassation (Ch. Crim.) 4 February 1985, 1985 Revue des Sociétés 648), a criminal “abus de biens sociaux” case. შედარებითსამართლებრივი განსხვავებებისთვის იხ. European Commission Informal Company Law Expert Group, *Report on the Recognition of the Interest of the Group*, section 2.2 (2016).

[178] იხ., მაგ., Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law (2011), 59–65.

[179] იხ. Marie-Emma Boursier, *Le Fait Justificatif de Groupe dans l’Abus de Biens Sociaux: EntreEfficacité et Clandestinité*, 125 Revue des Sociétés 273 (2005); Report of the Reflection Group,note 178, at 63.

[180] იხ. note 176; Mathias Habersack, *Trihotel–Das Ende der Debatte*?, 37 Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 533 (2008); Hüffer and Koch, note 164, § 1 paras. 21–33.

[181] იხ. note 154 და თანმხლები ტექსტი.

დოქტრინიდან – აშშ-სა და იაპონიაში და „არასაბაზრო ფასით დადებული გარიგებების“ დოქტრინიდან – დიდ ბრიტანეთში.[182] სტანდარტების სტრატეგია მესამე პირებს აკისრებს შუამავლის როლს, რადგან ისინი ეჭვით უყურებენ გადახდისუუნარო მოვალეების მიერ დადებულ გარიგებებს, რომლებიც შეიძლება აქციონერების მიერ აქტივების შეცვლის მცდელობა იყოს.[183] კორპორაციის ინტერესების გამტარებლებს მხოლოდ იმ შემთხვევაში შეუძლიათ დადებულ გარიგებაზე დაყრდნობა, თუ ისინი „კეთილსინდისიერად“ მოქმედებდნენ,[184] ან, უფრო კონკრეტულად, შეუძლიათ აჩვენონ, დადების დროს გონივრული საფუძველი ჰქონდათ, ევარაუდათ, რომ გარიგება მოვალის ბიზნესისთვის სასარგებლო პირობებს შეიცავდა.[185]

სტრატეგიის მეორე ტიპი უკავშირდება „შიდა“ კრედიტორებს, რომლებიც გავლენას ახდენენ მოვალეზე სხვა კრედიტორების საზიანოდ. ერთი ვარიანტი აკვირდება მენეჯმენტის გადაწყვეტილებებში მათ მონაწილეობას, როცა ძლიერ კრედიტორებს, როგორიცაა ბანკები, შეიძლება პასუხისმგებლობა დაეკისროთ, როგორც *de facto* დირექტორებს, ან, თუ *animus societatis* დადგინდება – როგორც გადახდისუუნარო საწარმოს პარტნიორებს. ზოგიერთ იურისდიქციაში, როგორიცაა დიდი ბრიტანეთი, პასუხისმგებლობა დგება ნებისმიერი ისეთი პირისა, რომელიც შეგნებულად წარმართავს კომპანიის ბიზნესს იმ მიზნით, რომ თაღლითურად მოატყუოს კრედიტორები, ხოლო სხვა იურისდიქციებში, როგორებიცაა იტალია და აშშ, მრავალი დოქტრინა არსებობს, რომლებიც პასუხისმგებლობას აკისრებენ გადახდისუუნარო საწარმოების მსესხებლებს.[186] თუმცა ზედმეტი შეკავების რისკი რეალურია: ბანკებმა შეიძლება სიფრთხილე გამოიჩინონ და არ ეცადონ საწარმოს მდგომარეობის გამოკეთებას, რადგან ეშინიათ პასუხისმგებლობის, მიუხედავად იმისა, სასამართლოები იშვიათად აკისრებენ ბანკებს პასუხისმგებ-

[182] იხ. Arts. 130, 168, and 172, Lei 11.101 of 2005 (Brazil); Arts. L. 632-1 and L. 632-2 Code de commerce (France); § 129 Insolvenzordnung (Germany); Art. 64-7 Legge Fallimentare (Italy); Uniform Fraudulent Conveyance Act and the Bankruptcy Code (11 U.S. Code) § 548 (U.S.); Art. 424 Civil Code and Art. 160 Bankruptcy Act (Japan); §§ 238, 241, 423–5 Insolvency Act 1986 (UK).

[183] იხ. Douglas G. Baird and Thomas H. Jackson, *Fraudulent Conveyance Law and Its Proper Domain*, 38 Vanderbilt Law Review 829 (1985); John Armour, *Transactions at an Undervalue*, in Vulnerable Transactions in Corporate Insolvency 46–7 (John Armour and Howard N. Bennett eds., 2003).

[184] იხ. § 8(a) Uniform Fraudulent Transfer Act (U.S.) (თუმცა პირველადი მიმღებები თავს ვერ დაიცავენ კეთილსინდისიერებაზე მითითებით გაკოტრების კოდექსის თანახმად, 11 U.S. Code § 548); Art. 67 Legge Fallimentare (Italy).

[185] იხ. § 238(5) Insolvency Act 1986 (UK).

[186] იხ. დიდ ბრიტანეთში, § 213 Insolvency Act 1986; *Morris v Bank of India* [2005] 2 Butterworths Company Law Cases 328; იტალიაში იხ. Corte di Cassazione, 28 March 2006, No. 7029, Diritto Fallimentare II/630 (2006) (*de facto* director); აშშ-ში იხ., Lynn M. LoPucki and Christopher R. Mirick, Strategies for Creditors in Bankruptcy Proceedings (6th edn., 2014).

ლობას მხოლოდ იმიტომ, რომ ისინი თავიანთი სესხის დაცვას ცდილობდნენ. [187]

სტანდარტების სტრატეგია კიდევ ერთი ფორმით ვრცელდება „შიდა“ კრედიტორებზე, როდესაც საქმე ეხება ე.წ. „უპირატეს“ გარიგებებს – გარიგებებს, რომლებიც კონკრეტულ კრედიტორს სხვებთან შედარებით უკეთეს მდგომარეობაში აყენებს საწარმოს გაკოტრების შემთხვევაში. კონტინენტურ ევროპასა და ბრაზილიაში *actio pauliana* შეიძლება გამოიყენონ ასეთ დროს,[188] თუ უმთავრესად დადგინდება, რომ კრედიტორი არაკეთილსინდისიერად მოქმედებდა, რაც ზოგ შემთხვევაში იგულისხმება.[189] ამის მსგავსად, იაპონიაში კრედიტორმა, რომელმაც სარგებელი მიიღო, უნდა იცოდეს კომპანიის გადახდისუუნარობის შესახებ.[190] აშშ-სა და დიდ ბრიტანეთში, ამისგან განსხვავებით, ცოდნა ან არაკეთილსინდისიერება საჭირო არ არის, თუმცა დიდ ბრიტანეთში საჭიროა იმის ჩვენება, რომ *მოვალეს* ჰქონდა კრედიტორებისთვის უპირატესობის მინიჭების სურვილი და აშშ-ში მხოლოდ გაკოტრებამდე 90 ან ნაკლები დღით ადრე დადებული გარიგებების გაუქმება არის ნებადართული.[191] თუმცა პრეფერენციული გარიგებების გაუქმების რაციონალობა კითხვის ნიშნის ქვეშ დააყენეს: გამომდინარე იქიდან, რომ ამით დანაკარგები ნაწილდება კრედიტორებს შორის და მისი აღსრულება ხარჯიანია, ამან შეიძლება, საერთო კეთილდღეობა შეამციროს.[192]

5.3.2 მმართველობის სტრატეგიები

5.3.2.1 დანიშვნის უფლებები

ჩვენს ყველა იურისდიქციაში კრედიტორებს შეუძლიათ, გადახდისუუნარო კომპანიის ქონების მმართველები შეცვალონ, თუ გაკოტრების საქმისწარმოებას დაიწყებენ. ცალკეულ კრედიტორს შეუძლია ამ უფლებამოსილების გამოყენება, თუ აჩვენებს, რომ მოვალე გადახდისუუნაროა „ფულის მოძრაობის“ (“cash-flow”) თვალსაზრისით – ის ვერ გადაიხდის ვალს, როცა მისი და-

[187] საფრანგეთში იხ. Cozian et al., note 162, at 161; გერმანიაში, § 826 BGB (“Insolvenzverschleppung”); იტალიაში Corte di Cassazione SU, 28 March 2006, No. 7028, 2007 Diritto della Banca e del Mercato Finanziario 149; დიდ ბრიტანეთში იხ. Davies and Worthington, note 86, 232–3; for the U.S. Baird and Rasmussen, note 22.

[188] Note 182-ში ციტირებული წყაროები.

[189] იხ., მაგ., Arts. 66 and 67(1) Legge Fallimentare (Italy). იხ. ასევე § 135 Insolvenzordnung (Germany), განხილული note 159-ში (გადახდისუუნარობიდან ერთი წლის განმავლობაში აქციონერის სესხის ყველა გადახდა ავტომატურად ბათილდება).

[190] Art. 162 Bankruptcy Act (იაპონია).

[191] § 239 Insolvency Act 1986 (UK); Bankruptcy Code, 11 U.S. Code § 547 (აშშ-ში ეს „განგრძობადი“ პერიოდი შიდა პირებისთვის გრძელდება ერთ წლამდე ვადით).

[192] Alan Schwartz, *A Normative Theory of Business Bankruptcy*, 91 Virginia Law Review 1199, 1224–31 (2005).

ფარვის ვადა მოვა.[193] აშშ-ში განცხადების წარდგენა ერთად სამ კრედიტორს შეუძლია.[194] უმეტეს იურისდიქციაში მენეჯერებს შეუძლიათ პროფილაქტიკურად პროცესის დაწყება, სანამ კომპანია გადახდისუუნარო გახდება, აშშ-ში კი უნიკალურად არ არსებობს რამე მოთხოვნა, რომ პროცესის დაწყების დროს კომპანია გადახდისუუნარობის ზღვარზე უნდა იყოს.[195]

ჩვენი იურისდიქციების უმრავლესობაში გაკოტრების წარმოებაში გადასვლის შედეგად ბორდი ეფექტურად შორდება კორპორაციის ქონების მართვას და მას ენაცვლება ან ზედამხედველობს „ადმინისტრატორი“ ან „კრიზისის მმართველი“, რომლის წინაშეც პასუხისმგებლობა ეკისრებათ ოპერაციულ მენეჯერებს.[196] ზოგადად, მისი დანიშვნის უფლება კრედიტორებს აქვთ და არა აქციონერებს. თუმცა კრედიტორების ასეთი უფლება ხშირად სასამართლოს ზედამხედველობის ქვეშ ხორციელდება[197] და ამით სასამართლო არსებულ სქემაში მინდობილი პირის ფუნქციას ასრულებს. ზოგიერთ იურისდიქციაში ასეთი მინდობილი პირის როლი უპირატესია იმ კუთხით, რომ სასამართლოებს ექსკლუზიურად შეუძლიათ კრიზისის მმართველის შერჩევა.[198]

კრიზისის მმართველის ალტერნატივაა არსებული მენეჯერების დატოვება *in situ*.[199] ეს ამცირებს ხარჯებს, რომლებიც უკავშირდება კრიზისის მმართველის მიერ ბიზნესის გაცნობას და იყენებს იმ ადამიანურ კაპიტალს, რომელიც მენეჯერებს აქვთ. ასეთ დროს სასამართლოს, როგორც მინდობილი პირის ფუნქცია, უფრო მყარად გამოიყენება, რათა გაკონტროლდეს აქციონერ-კრე-

[193] იხ. Arts. L. 631-1 Code de commerce (*redressement judiciaire*) and L. 640-1 and 640-5 (*liquidation judiciare*) (France); § 14(1) Insolvenzordnung (Germany); Arts. 5 et seq. Legge Fallimentare (Italy); § 123(1)(e) Insolvency Act 1986 (UK); Arts. 15 and 16 Bankruptcy Act (Japan); Art. 94, I and 97, IV Lei 11.101 of 2005 (Brazil).

[194] Bankruptcy Code, 11 U.S. Code §§ 303(b)(1).

[195] იხ. § 18 Insolvenzordnung (Germany); Art. L. 620–1 Code de commerce (France: *procédure de sauvegarde*); Art. 160 Legge Fallimentare (Italy: *concordato preventivo*); Insolvency Act 1986 Sch B1 22, 27(2)(a) (UK); Art. 97, IV Lei 11.101 of 2005 (Brazil); Art. 21 Civil Rehabilitation Act and Art. 17 Corporate Reorganization Act (Japan); compare Bankruptcy Code, 11 U.S. Code § 301(a) (აშშ: ნებაყოფლობითი განცახდება – არ არის საჭირო, მოვალეს ფინანსური სიძნელეები ჰქონდეს).

[196] იხ. Arts. L. 622-1 (*procédure de sauvegarde*), L. 631-9 (*redressement judiciaire*) and L. 641-1 (*liquidation judiciaire*) Code de commerce (France); § 56 Insolvenzordnung (Germany); Art. 21 Legge Fallimentare (Italy); Insolvency Act 1986 Schedule B1 59, 61, 64 (UK); Bankruptcy Code, 11 U.S. Code § 323 (U.S.); Art. 22 Lei 11.101 of 2005 (Brazil).

[197] იხ. § 56 Insolvenzordnung (Germany); Insolvency Act 1986 § 139 and Schedule B1 14 (UK); Bankruptcy Code, 11 U.S. Code § 702 (U.S.).

[198] იხ. Arts. L. 621-4 (*procédure de sauvegarde*), L. 631-9 (*redressement judiciaire*) and L. 641-1 (*liquidation judiciaire*) Code de commerce (France); Art. 27 Legge Fallimentare (Italy); Art. 74 Bankruptcy Act (Japan); Art. 99, IX Lei 11.101 of 2005 (Brazil).

[199] იხ. European Commission, Recommendation of 12 March 2004 on a new approach to business failure and insolvency, C(2014) 1500 final (the “Restructuring Recommendation”), 6.

დიტორის წარმომადგენლობის ხარჯი. ასეთი მეთოდით „რეორგანიზაცია“ ან საწარმოს „გადარჩენა“ ჩვენს ძირითად იურისდიქციებში უფრო ხშირად ხდება. მაგალითად, რეორგანიზაციის პროცესში აშშ-ის გაკოტრების კოდექსის მე-11 თავის თანახმად, მენეჯერები ინარჩუნებენ თავიანთ პოზიციას და აკონტროლებენ კომპანიის ქონებას, თუმცა ფიდუციური მოვალეობები აკისრიათ კრედიტორების წინაშე.[200] კრედიტორებს შეუძლიათ, მიმართონ სასამართლოს და სთხოვონ მინდობილი პირის დანიშვნა, რომელიც კონტროლს აიღებს ხელში, ან პროცესის გადანაცვლება მე-7 თავის შესაბამისად, სადაც მინდობილი პირი გაკოტრებისას ინიშნება კრედიტორების მიერ, როგორც კრიზისის მმართველი.[201]

იაპონიას, საფრანგეთს, გერმანიასა და ბრაზილიას აშშ-ის მიდგომასთან შედარებით რბილი ვერსია აქვთ არჩეული. გერმანიაში სასამართლოებმა უნდა დართონ ნება ბორდს, კორპორაციის ქონების კონტროლი გააგრძელონ, მეურვის ზედამხედველობის ქვეშ, გარდა იმ შემთხვევებისა, როდესაც მტკიცებულებები აჩვენებს, რომ ამით კრედიტორები ზიანდებიან.[202] იაპონიაში სასამართლოებს შეუძლიათ, არ დანიშნონ კრიზისის მმართველი, თუ ამის მოთხოვნით მიმართავს კრედიტორი ან სხვა დაინტერესებული მხარე, ხოლო საფრანგეთში სასამართლოებს იგივე არჩევანი აქვთ პატარა კორპორაციების შემთხვევაში.[203] ბრაზილიაში მენეჯერები ინარჩუნებენ თანამდებობას რეორგანიზაციის პროცესში, გარდა იმ შემთხვევისა, როდესაც მათ განახორციელეს აკრძალული ქმედებები ან რეორგანიზაციის გეგმით სხვაგვარად არის გათვალისწინებული.[204] დიდ ბრიტანეთში ადმინისტრატორმა შეიძლება გადაწყვიტოს, რომ არსებულმა მენეჯმენტმა შეინარჩუნოს თანამდებობა თავისი ზედამხედველობის ქვეშ.[205] იტალიის სამართალი ყველაზე ახლოს არის ამერიკულ მოდელთან: რეორგანიზაციის პროცესის დაწყებისას მენეჯმენტი თანამდებობას ინარჩუნებს, თუ გეგმა შეუსაბამოდ არ მიიჩნევა, ან კრედიტორები უარს არ აცხადებენ ასეთ გეგმაზე.[206]

[200] Bankruptcy Code, 11 U.S. Code § 1107 (U.S.). იხ. note 132 და თანმხლები ტექსტი.

[201] Ibid., §§ 1104, 1112.

[202] § 270 Insolvenzordnung (Germany). თუ ამას თავდაპირველ კრედიტორთა კომიტეტი ერთხმად მხარს უჭერს, მაშინ მიიჩნევა, რომ გადაწყვეტილება კრედიტორთათვის სასარგებლოა: ibid., § 270(3).

[203] იხ. Arts. 38 and 64 et seq. Civil Rehabilitation Act 1999 (უბრალო სარეორგანიზაციო პროცესი) და Art. 67 Corporate Reorganization Act 1952 (უფრო ფორმალური პროცედურა სააქციო საზოგადოებებისთვის, რომელიც შეიცვალა 2002 წელს, რათა შემოეღოთ მოვალის მფლობელობის სქემა) (Japan); Arts. L. 621-4 (*sauvegarde*) and L. 631-9 (*redressement judiciaire*) Code de commerce (France) (საწარმოები 20-ზე ნაკლები თანამშრომლით ან 3 000 000 ევროზე ნაკლები ბრუნვით: Art. R. 621-11 Code de commerce).

[204] Arts. 50 IV-V and 64 Lei 11.101 of 2005.

[205] Insolvency Act 1986 (UK) Sch B1, 59-61.

[206] Arts. 167 (*concordato preventivo*) and 27 (*fallimento*), Legge Fallimentare.

პრაქტიკოსებმა განავითარეს ტექნიკა, როდესაც რესტრუქტურიზაცია მიიღწევა მოვალის მენეჯმენტთან ერთად თანამდებობაზე, მიუხედავად გაკოტრებაში არსებული ფორმალური პოზიციისა. ეს მოიცავს მოსალოდნელ რესტრუქტურიზაციაზე ან გაყიდვაზე შეთანხმებას, რომელიც შემდეგ ხორციელდება „წინასწარ განსაზღვრული“ გადახდისუუნარობის პროცესის საშუალებით. კრიზისის მმართველის ფორმალური დანიშვნა მხოლოდ იმდენ ხანს გრძელდება, რაც საკმარისია, რომ მან შეასრულოს კომპანიის მიერ განსაზღვრული გაყიდვის პროცედურა. ამით, ფორმალური პროცედურების შედეგად, აღარ ზიანდება კომპანიის გუდვილი და იზოგება კრიზისის მმართველთა დანიშვნის ხარჯი.[207] ასეთი „წინასწარ განსაზღვრული“ გაკოტრებები, დიდი ხანია, პრაქტიკაში ხორციელდება აშშ-სა და დიდ ბრიტანეთში; [208] და ბოლოდროინდელი რეფორმების შედეგად, რამაც გააადვილა მათი გამოყენება, სხვა იურისდიქციებშიც იზრდება ამ პროცედურის პოპულარობა. [209]

5.3.2.2 გადაწყვეტილების მიღების უფლებები

იურისდიქციათა უმეტესობაში გაკოტრების საქმის წარმოებიდან „გასვლის“ წინადადებას – იქნება ეს გაყიდვით, ბიზნესის დახურვით თუ მისი ბალანსის რესტრუქტურიზაციით – აყენებს კრიზისის მმართველი და ამაზე ვეტოს უფლება აქვთ კრედიტორებს.

თუმცა გამონაკლისია საფრანგეთი, იტალია და აშშ, სადაც „რეორგანიზაციის“ დაწყებისას თავდაპირველ რეორგანიზაციის გეგმას წარადგენს მოვალე კომპანია.[210] თუმცა იმ ბერკეტის ეფექტურობა, რომელიც ამ პროცედუ-

[207] იხ. John Armour, *The Rise of the "Pre-Pack": Corporate Restructuring in the UK and Proposals for Reform*, in Restructuring in Troubled Times: Director and Creditor Perspectives (Robert P. Austin and Fady J.G. Aoun eds., 2012), 43, 58–60.

[208] იხ., მაგ., Elizabeth Tashjian, Ronald C. Lease, and John J. McConnell, *An Empirical Analysis of Prepackaged Bankruptcies*, 40 Journal of Financial Economics 135 (1996) (U.S.); Sandra Frisby, *A Preliminary Analysis of Pre-Packaged Administrations* (2007); Andrea Polo, *Secured Creditor Control in Bankruptcy: Costs and Conflict* (2012), at ssrn.com (UK).

[209] იხ., მაგ., § 270b Insolvenzordnung (გერმანია, 2012 წლიდან); Art. L. 611-7 Code de commerce, as amended by Decree No. 2014-326 (France). იტალიაში ნებადართულია სასამართლოს გარეთ შეთანხმება, რომელიც მბოჭავია კრედიტორებისთვის, რომლებიც მას დაეთანხმებიან; თუმცა უმრავლესობის წესი მოქმედებს ფინანსური კრედიტორებისთვის: Art. 182-II and 182-VII Legge Fallimentare (Italy) (თუმცა შეთანხმებები, რომლებიც იყენებენ „მე-11 თავის“ სტილის რეორგანიზაციას, რომლის ფართო ეკვივალენტიც შემოიღეს 2005 წელს, აღარ არსებობს: Art. 163-II Legge Fallimentare, 2015 წლის ცვლილებებით). ამ მოვლენებს ხელი შეუწყო ევროკავშირის დონეზე რესტრუქტურიზაციის თაობაზე გამოცემულმა რეკომენდაციამ (note 199), 7. იხ. ზოგადად Horst Eidenmüller and Kristin van Zwieten, *Restructuring the European Business Enterprise: The EU Commission Recommendation on a New Approach to Business Failure and Insolvency*, 16 European Business Organization Law Review 625 (2015).

[210] საფრანგეთსა და იტალიაში ეს ხდება *sauvegarde-ის* პროცესში (Art. L. 626-2 Code de commerce) და *concordato preventive-ში* (Art. 161 Legge Fallimentare), აშშ-ში, შესა-

რით მოვალეს ენიჭება, ბოლო დროს შემცირდა. საფრანგეთში კრედიტორებს მოვალის ან კრიზისის მმართველის პარალელურად გეგმის ინიციირება შეუძლიათ მსხვილი კორპორაციების შემთხვევაში.[211] ამის მსგავსად, იტალიაში მსხვილ კრედიტორებს ასევე აქვთ მსგავსი ინიციირების უფლებები.[212] მართალია, აშშ-ში მოვალეს აქვს გაკოტრების დაწყებიდან 120 დღის განმავლობაში გეგმის ინიციირების ექსკლუზიური უფლება,[213] თუმცა კრედიტორები მოვალის დაფინანსების საჭიროებას იყენებენ, რათა რეორგანიზაციის გეგმის შედგენისას მოვალეზე გავლენა მოახდინონ.[214] ამიტომ დროთა განმავლობაში გეგმები უფრო მეტად კრედიტორებისთვის სასარგებლო გახდა.[215]

გაკოტრების დასასრულებლად გეგმაზე შეთანხმება ასევე კრედიტორთა შორის არსებული კონფლიქტის გამო პრობლემური შეიძლება გახდეს.[216] კრედიტორები, რომლებიც შედარებით დაბალი რიგში არიან და მათი დაკმაყოფილება დარჩენილი „ნაღდი ფულით“ უნდა მოხდეს, ანალოგიურად გადახდისუუნარო საწარმოს აქციონერებიც შედარებით მეტად რისკიან მიდგომას არჩევენ. კრედიტორები, რომლებიც მაღალ რიგში არიან, ანუ „ზედმეტად“ უზრუნველყოფილი არიან, – რაც ნიშნავს, რომ ქონება მათ დასაკმაყოფილებლად საჭიროზე მეტია, – ნაკლებად რისკიან გეგმას ანიჭებენ უპირატესობას. თითოეული ჯგუფისათვის გადაწყვეტილების მიღების უფლების მიცემა გაზრდის გარიგების ხარჯებს და ყველაზე ცუდ შემთხვევაში საწარმოს მომავლის თაობაზე შეუსაბამო გადაწყვეტილების მიღება შეიძლება გამოიწვიოს. იურისდიქციები, რომლებიც რეორგანიზაციის გეგმის ვეტოს უფლებას აძლევენ კრედიტორებს, ცდილობენ, ეს პრობლემა იმით გადაჭრან, რომ ხმის უფლება ჰქონდეთ მხოლოდ „საბოლოო მოსარჩელეებს“ (“residual claimants”). შედეგად, იურისდიქციები ხმის უფლებას არ აძლევენ ისეთ კრედიტორებს, რომელთა მოთხოვნები სრულად

ბამისად, ეს ხდება მე-11 თავით განსაზღვრულ პროცესში: Bankruptcy Code, 11 U.S. Code § 1121.

[211] კრედიტორთა კომიტეტის ნებისმიერ წევრს შეუძლია მოვალის გეგმის ალტერნატიული გეგმის შეთავაზება; გეგმის განსახორციელებლად მას უნდა დაეთანხმოს თითოეული კრედიტორთა კომიტეტის ორი მესამედი: Arts. L. 626-30-2 and 626-31 (*sauvegarde*) and L. 631-19 (*redressement judiciaire*) Code de commerce, 2014 წლის ცვლილებებით. თუმცა კორპორაციებში, სადაც არის 150-ზე ნაკლები თანამშრომელი და ბრუნვა 20 მილიონ ევროზე ნაკლებია, სასამართლო ინარჩუნებს დისკრეციას, განსაზღვროს პროცესის შედეგი: Arts. L. 626-9, L. 626-34-1, L. 631-19, and R. 626-52 Code de commerce.

[212] *Concordato preventive-ს* დროს გეგმის წარმოდგენა ასევე შეუძლიათ მოვალის ვალის, სულ მცირე, 10 პროცენტის მფლობელ კრედიტორებს (Art. 163, as amended in 2015).

[213] Bankruptcy Code, 11 U.S. Code § 1121. სასამართლოს შეუძლია, ვადა 180 დღემდე გაზარდოს.

[214] David A. Skeel, Jr., *Creditors' Ball: The "New" New Corporate Governance in Chapter 11*, 152 University of Pennsylvania Law Review 917 (2003).

[215] იხ. Ayotte and Morrison, note 14; Barry E. Adler, Vedran Capkun, and Lawrence A. Weiss, *Value Destruction in the New Era of Chapter 11*, 29 Journal of Law, Economics and Organization 461 (2013).

[216] იხ. Philippe Aghion, Oliver Hart, and John Moore, *The Economics of Bankruptcy Reform*, 8 Journal of Law, Economics, and Organization 523 (1992).

დაკმაყოფილდება, ან ზოგ იურისდიქციაში – დაბალი კლასის კრედიტორებს, რომელთა გასტუმრება „ნაღდი ფულით“ მოხდება გეგმის მიხედვით.[217]

როცა გაკოტრების პროცესი „წინასწარ განსაზღვრულია“, – რაც, როგორც ვნახეთ, საკმაოდ ხშირი ფენომენი გახდა,[218] – ყველა საჭირო თანხმობა წინასწარ არის მოპოვებული, – მათ შორის, თუ საჭიროა, კრედიტორთა ხმებიც. მიღწეული შეთანხმებები უნდა შეესაბამებოდეს ფორმალურ პროცესში გადაწყვეტილების მიღების უფლების მქონე პირთა გადაწყვეტილებებს, სხვაგვარად მხარეებს სტიმული ექნებათ, რომ ფორმალური პროცედურა დაიწყონ.

5.3.2.3 წახალისების სტრატეგიები

მიიჩნევა, რომ ჩვენს იურისდიქციებში რწმუნებულებითი სტრატეგია უფრო მნიშვნელოვან როლს ასრულებს კრედიტორების, ვიდრე აქციონერების დაცვაში, ხოლო საპირისპირო სიტუაციაა ჯილდოს სტრატეგიის შემთხვევაში. ამას ორი მიზეზი უნდა ჰქონდეს: პირველი ასახავს კრედიტორებისა და აქციონერების ინტერესებს შორის არსებულ ძირითად განსხვავებებს. ჯილდოს სტრატეგია, რომელიც სტიმულს აძლევს წარმომადგენელს, რომ იმოქმედოს წარმოდგენილის ინტერესებში, რადგან წილს მიიღებს წარმოდგენილის მოგებიდან, ისეთივე ეფექტური არ არის კრედიტორების წარმომადგენლების შემთხვევაში, რადგან კრედიტორთა მაქსიმალური მოგება გარიგებიდან გამომდინარე ხელშეკრულებით არის დაფიქსირებული.[219] ამის ნაცვლად კრედიტორები მეტ ყურადღებას აქცევენ წაგების ალბათობას – ამიტომ ჯილდოს სტრატეგია, რომელიც მოგების შედეგებში თანამონაწილეობაზეა გათვლილი, შესაფერისი არ არის;[220] მეორე პრობლემა მომდინარეობს კრედიტორთა შიდა წარმომადგენლობის ხარჯებიდან, რომლებიც წარმოიშობა, როდესაც კომპანია კრედიტორთა კონტროლის ქვეშ გადადის. რადგან კომპანიის ქონება განუსაზღვრელია და კრედიტორები ხშირად სხვადასხვა პრიორიტეტის კლასებში ნაწილდებიან, ნაკლებად მოსალოდნელია, ნათლად

[217] იხ. §§ 237 Insolvenzordnung (Germany); Arts. 127 and 177 Legge Fallimentare (Italy); Schedule B1 52 Insolvency Act 1986 (UK); Bankruptcy Code, 11 U.S. Code §§ 1126(f)–(g) (U.S.). Compare Arts. L. 626-30-2 and L. 626-32 Code de commerce (France) (საჭიროა ყველა კრედიტორის ხმა, რომლის ვალიც სრულად არ გასტუმრებულა, თუმცა დამოკიდებულია სასამართლოს გადაწყვეტილებაზე); Art. 45, § 3º Lei 11.101 of 2005 (Brazil).

[218] იხ. თავი 5.3.2.1.

[219] კომპენსაციის სტრუქტურამ შეიძლება შეარბილოს ქონების ჩანაცვლების პრობლემა. იხ. James Brander and Michel Poitevin, *Managerial Compensation and the Agency Problem*, 13 Managerial and Decision Economics 55 (1992); Kose John and Teresa John, *Top-Management Compensation and Capital Structure*, 48 Journal of Finance 949 (1993).

[220] თუმცა, თუ ჯილდოს აქვს საწარმოს წინააღმდეგ საპენსიო ანაზღაურების მოთხოვნის წაყენების უფლება, ჯილდოს სტრატეგიის საფუძველზე მენეჯერების ინტერესები კრედიტორთა ინტერესებს უახლოვდება: იხ. Alex Edmans and Qi Liu, *Inside Debt*, 15 Review of Finance 75 (2011); Chenyang Wei and David Yermack, *Investor Reactions to CEOs' Inside Debt Incentives*, 24 Review of Financial Studies 3813 (2011).

შეფასდეს, რომელ ჯგუფს უნდა მიეცეს ჯილდო და როგორ უნდა მოხდეს მისი გამოთვლა.

გადახდისუუნარო საწარმოებთან მიმართებით მინდობილი პირის ორი ძირითადი ტიპი არსებობს: პირველი არის „კრიზისის მმართველი“, რომელიც მართავს ან ზედამხედველობს გადახდისუუნარო საწარმოს. მართლაც, ბევრ პროცედურაში ამ პირს უწოდებენ „გაკოტრებაში მინდობილ პირს“, რაც ასახავს იმ იდეას, რომ ისინი კორპორაციის ქონების მეურვეები არიან არა საკუთარი თავის, არამედ სხვადასხვა დაინტერესებული მოსარჩელის სასარგებლოდ. [221]

გადახდისუუნარო საწარმოების მმართველობაში მეორე მნიშვნელოვანი მინდობილი პირის როლი აკისრია სასამართლოებს. სასამართლოს აქვს არბიტრის როლი, რომელიც უნდა შეასრულოს სხვადასხვა კლასის მოსარჩელეებს შორის გადახდისუუნარობის პროცესში. რაც უფრო ძირეულია პოტენციური კონფლიქტი, უფრო დიდია სასამართლოს ზედამხედველობის როლი. საფრანგეთი ყველაზე აქტიურად იყენებს სასამართლოებს, რომლებსაც აქვთ კორპორაციის ქონების განაწილებაზე საბოლოო გადაწყვეტილების მიღების უფლება, თუმცა ეს უფლებამოსილება ბოლო დროს მნიშვნელოვნად შევიწროვდა, განსაკუთრებით მსხვილ საწარმოებში.[222] ჩვენს სხვა იურისდიქციებში – და ფრანგულ მსხვილ კომპანიებში – სასამართლოებს არ ევალებათ ფორმალური პროცესის დასრულების გზების დასახვა.[223] ამის ნაცვლად, ისინი ადასტურებენ მნიშვნელოვან გადაწყვეტილებებს და წყვეტენ სხვადასხვა კლასის მოსარჩელეებს შორის წარმოშობილ კონფლიქტებს. ისინი ასევე მეთვალყურეობენ ქონების გაყიდვის თაობაზე მიღებულ გადაწყვეტილებებს.[224] სასამართლოებს არ აქვთ ბაზრის მონაწილეთა მსგავსი ფინანსური სტიმულები, რის გამოც მათი ანალიზი შეიძლება ნაკლებად

[221] „ტრასტის“ ანალოგიაზე იხ. *Ayerst v C&K Construction Ltd* [1976] Appeal Cases 167, 176–80.

[222] იხ. note 211 და თანმხლები ტექსტი.

[223] მაგალითად: გერმანიაში იხ. § 248 Insolvenzordnung (გეგმის დამტკიცება); იაპონიაში – Patrick Shea and Kaori Miyake, *Insolvency-Related Reorganization Procedures in Japan: The Four Cornerstones*, 14 University of California at Los Angeles Pacific Basin Law Review 243 (1996) (ვრცელდება მხოლოდ მე-11 თავით განსაზღვრულის მსგავს პროცედურებზე); დიდ ბრიტანეთში – Insolvency Act 1986 Schedule B1 63, 68 (ადმინისტრატორს შეუძლია, მიმართოს სასამართლოს მითითებების მისაღებად), 70–3 (სასამართლო ამტკიცებს ქონების გაყიდვას შესაბამისი უზრუნველყოფით), 76–9 (ადმინისტრაციული პროცესის გაგრძელება ან შეწყვეტა); იტალიაში – Art. 180 Legge Fallimentare (გეგმის დამტკიცება); აშშ-ში Bankruptcy Code, 11 U.S. Code §§ 1129 (გეგმის დამტკიცება) და 1104 (როცა მოთხოვნილია, ტრასტრის ან შემმოწმებლის დანიშვნა); ბრაზილიაში – Art. 58 Lei 11.101 of 2005 (გეგმის სასამართლოს მიერ დამტკიცება, მიუხედავად იმისა, რომ კრედიტორების ყველა კლასის თანხმობა არ არსებობს).

[224] იხ., მაგ., Bankruptcy Code, 11 U.S. Code § 363(b) (U.S.) (სასამართლო თანხმობა ქონების გაყიდვაზე ჩვეულებრივი ბიზნესსაქმიანობის ფარგლებს გარეთ); Insolvency Act 1986 Sch B1, 60A (დიდი ბრიტანეთი: შესაძლებელია სასამართლოს თანხმობის მოთხოვნა, როცა ქონება იყიდება დაკავშირებულ მხარეზე).

ეფექტურია, თუმცა, რადგან მათ ფინანსური დაინტერესება არ აქვთ, მათი გადაწყვეტილებები ნაკლებად იქნება სტრატეგიული გათვლებით მოტივირებული. ამის შესაბამისად, მტკიცებულებები აჩვენებს, რომ გაკოტრების პროცედურები, რომლებსაც სასამართლო ხელმძღვანელობს, კრედიტორებისთვის არ ქმნის იმაზე ცუდ შედეგებს, ვიდრე ბაზრის მონაწილეების მიერ მიღებული გადაწყვეტილებები.[225]

5.4 საკუთრების რეჟიმი და კრედიტორთა დაცვა

საკორპორაციო სამართალი თითოეულ იურისდიქციაში ანაცვლებს მოვალე-კრედიტორის სამართალს და ხელს უწყობს კორპორაციებსა და მათ კრედიტორებს შორის გარიგებების დადებას. ჩვენ მიერ განხილულ ყველა იურისდიქციაში გამოყენებული აქვთ ერთი და იგივე სამართლებრივი სტრატეგიები: რეგულაციური სტრატეგიები საწარმოებისთვის, რომლებსაც ვალდებულებები არ დაურღვევია (ინფორმაციის სავალდებულო ღიაობა, წესებზე დაფუძნებული კონტროლი და ფინანსური სირთულეების მქონე საწარმოებში გამოყენებული რამდენიმე სტანდარტი), რასაც ემატება მმართველობის სტრატეგიები იმ საწარმოებში, რომლებმაც ვალდებულებები დაარღვიეს.

თუმცა ასეთი მსგავსება ფართო დონეზე ფარავს მიკროდონეზე არსებულ განსხვავებებს. ამ განსხვავებების დახასიათება, ერთი მხრივ, შეიძლება, თუ სახელმწიფოების სამართლებრივ რეჟიმებს გავყოფთ „მოვალის დამცავ“ და „კრედიტორის დამცავ“ რეჟიმებად იმის მიხედვით, რამდენად ხელს უწყობენ ან უშლიან კრედიტორის მიერ ფინანსური სირთულეების მქონე საწარმოს წინააღმდეგ აღსრულებას.[226] შესაბამისად, აშშ-ისა და, შედარებით ნაკლებად, იაპონიის მიდგომა მიიჩნევა, რომ მოვალის დამცავია; დიდი ბრიტანეთისა და, შედარებით ნაკლებად, გერმანიის მიდგომა მიიჩნევა, რომ კრედიტორის დამცავია. თუმცა, იქიდან გამომდინარე, რომ კრედიტორთა ბევრი კლასი არსებობს, გაყოფა კრედიტორის დამცავ და მოვალის დამცავ ორ ჯგუფად შეიძლება, ძალიან მარტივი იყოს. მაგალითად, უზრუნველყოფილი კრედიტორების მოთხოვნების ავტომატური შეჩერება გაკოტრების წარმოებაში „კრედიტორის დამცავ“ მექანიზმად უნდა ჩაითვალოს? პასუხი დამოკიდებულია – უზრუნველყოფილ კრედიტორზე ვსაუბრობთ თუ არაუზრუნველყოფილ კრედიტორზე.

[225] იხ. Edward R. Morrison, *Bankruptcy Decision Making: An Empirical Study of Continuation Bias in Small-Business Bankruptcies*, 50 Journal of Law and Economics 381 (2007); Régis Blazy, Bertrand Chopard, Agnès Fimayer, and Jean-Daniel Guigou, *Employment Preservation vs. Creditors' Repayment Under Bankruptcy Law: The French Dilemma?* 31 International Review of Law & Economics 126 (2011).

[226] იხ., მაგ., Julian R. Franks, Kjell G. Nyborg, and Walter N. Torous, *A Comparison of U.S., UK, and German Insolvency Codes*, 25 Financial Management 86 (1996); Sefa Franken, *Creditor- and Debtor-Oriented Corporate Bankruptcy Regimes Revisited*, 5 European Business Organization Law Review 645 (2004).

ზოგიერთი ამ განსხვავებებს მიაწერს იურისდიქციის წარმომავლობას კონტინენტური ევროპის ან საერთო სამართლის ტრადიციიდან,[227] თუმცა ამ მოსაზრებას კითხვის ნიშნის ქვეშ აყენებს ზოგადი მიდგომის მსგავსებები იურისდიქციებს *შორის*, რომელთაც ამ თავში აღვწერთ, ისევე როგორც მნიშვნელოვანი მიკროდონის განსხვავებები კრედიტორთა უფლებებში, როგორც კონტინენტური ევროპის, ისე საერთო სამართლის *შიგნით*.[228]

როგორც პირველ თავში აღვნიშნეთ, სამართლებრივი სტრატეგიები მნიშვნელოვნად უკავშირდება მესაკუთრეთა სტრუქტურებს, თუმცა არა იმდენად პირდაპირ კრედიტორთა უფლებების შემთხვევაში, რამდენადაც მმართველობის სტრატეგიების განსაზღვრისას. ზოგიერთ სისტემაში ვალით დაფინანსების ძირითად წყარო ბანკებია, რაც გავლენას ახდენს კრედიტორთა უფლებების ეფექტიანობასა და განაწილებაზე. ეს ასახავს იმ შედეგებს, რომლებიც არსებობს მესაკუთრეთა სტრუქტურების მიმართ, როგორც მე-3 და მე-4 თავებში განვიხილეთ. კონცენტრირებული სასესხო მოთხოვნები ამცირებს კრედიტორთა კოორდინაციის ხარჯებს, რითაც უფრო ეფექტურად კონტროლდება მაკონტროლებელი აქციონერისა და კრედიტორის წარმომადგენლობის ხარჯები. იმავდროულად, ბანკების ერთიანი ფინანსური ინტერესი მათ საშუალებას აძლევს, მსესხებელ საწარმოში ისევე აკონტროლოს პოლიტიკა, როგორც სხვა დაინტერესებულმა ჯგუფებმა, იქნება ეს აქციონერები თუ მენეჯერები.[229] თუმცა ბანკის აქტივიზმი, სავარაუდოდ, ცვალებადია ფინანსური სისტემისა და აქციათა მესაკუთრეთა სტრუქტურის მიხედვით.

5.4.1 რეგულაციური თუ სახელშეკრულებო კონტროლი გადახდისუნარიან საწარმოებში?

გადახდისუნარიან საწარმოებს რაც შეეხება, გერმანია და იტალია, ტრადიციულად, ჩვენს იურისდიქციებს შორის ყველაზე მეტ სტანდარტულ პირობას სთავაზობს, რათა ხელი შეუწყოს კრედიტორებთან ხელშეკრულების დადებას – კრედიტორებზე გათვლილი სააღრიცხვო პრინციპებისა და საწესდებო კაპიტალის წესების სახით. აშშ-ს საპირისპირო მიდგომა აქვს – დაწესებული აქვს ბაზარზე ორიენტირებული ინფორმაციის ღიაობის ვალდებულებები და

[227] იხ. Djankov et al., *Private Credit*, note 81.

[228] იხ. Erik Berglöf, Howard Rosenthal, and Ernst-Ludwig von Thadden, The Formation of Legal Institutions for Bankruptcy: A Comparative Study of Legislative History, Working Paper (2001), at vwl. uni-mannheim.de; John Armour, Simon Deakin, Priya Lele, and Mathias Siems, How Do Legal Rules Evolve? Evidence from a Cross-Country Comparison of Shareholder, Creditor and Worker Protection, 57 American Journal of Comparative Law 579, 612–5 (2009).

[229] იხ. Luca Enriques and Jonathan R. Macey, *Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules*, 86 Cornell Law Review 1165, 1202–3 (2001); იხ. ასევე Bruce G. Carruthers and Terence C. Halliday, Rescuing Business: The Making of Corporate Bankruptcy Law in England and the United States (1998).

არ ადგენს კაპიტალის შეზღუდვებს. ჩვენი სხვა იურისდიქციები შუალედურ პოზიციაზე არიან – საფრანგეთი უფრო გერმანიასთან არის ახლოს, დიდი ბრიტანეთი კი აშშ-თან.

გერმანიისა და, შედარებით ნაკლებად, იტალიის სამართლის ტრადიციული მიდგომა ემატება საწარმოების ტიპურ კაპიტალურ სტრუქტურას, როდესაც ისინი სესხს იღებენ ბანკებიდან. თუ სესხი „კონცენტრირებულია“, როგორც საწარმოში, ისე სახელმწიფოში, ამ ინსტიტუციების ხელში, კრედიტორთა კოორდინაცია შედარებით მარტივია; მეორე მხრივ, ეს ხელს უწყობს როგორც ზედამხედველობას, ისე, სადაც საჭიროა, მოლაპარაკებების განახლებას. ასეთ გარემოებებში სტანდარტული პირობების ნაკლოვანებები მინიმალურია,[230] მათი პოტენციური სარგებელი კი შენარჩუნებულია. უფრო ზოგადად, კონცენტრირებული სესხი აადვილებს კრედიტორთა რეაგირებას აქციონერებისა და კრედიტორების წარმომადგენლობის პრობლემაზე, ხოლო კონცენტრირებული აქციონერების ბაზა ამ ხარჯებს ზრდის.[231]

აშშ-ში, ამისგან განსხვავებით, ბანკების კონცენტრაცია შეზღუდული იყო, მესაკუთრეები კი მრავალრიცხოვანი.[232] ასეთ რეჟიმში კორპორაციის ვალი უფრო მრავალგვარი იყო, რაც ზრდიდა კრედიტორების ჰეტეროგენულობისა და კოორდინაციის ხარჯებს, ამით კი ყველასათვის გამოსაყენებელი სტანდარტული პირობების უპირატესობები იკლებს. შედეგად, კრედიტორები საკმარის სარგებელს ვერ იღებდნენ, თუ საწარმოები ამ ნორმებს იცავდნენ, საწარმოებს კი მათთან დაკავშირებული ხარჯის გაწევა მაინც უხდებოდათ. ამიტომ ასეთი სავალდებულო სტანდარტული პირობები ნაკლებად გვხვდება აშშ-ში.

საფრანგეთსა და ბრაზილიაში, გერმანიის მსგავსად, მესაკუთრეები კონცენტრირებული არიან, თუმცა სახელმწიფოს, როგორც კაპიტალის მესაკუთრის, ისე გამსესხებლის როლი (სახელმწიფოს კუთვნილი ბანკების საშუალებით) უზრუნველყოფს, რომ აქ სტანდარტული პირობების დავალდებულების მიმართ შედარებით მარტივი მიდგომა აქვთ. დიდ ბრიტანეთსა და იაპონიაში, აშშ-ის მსგავსად, მესაკუთრეები მრავალრიცხოვანია, თუმცა მათი საბანკო სექტორი ტრადიციულად უფრო კონცენტრირებულია.[233] ამას უკავშირდება ის, რომ იაპონური და ბრიტანული საწარმოებისთვის სესხები ბოლო დრომდე უფრო მეტად ბანკებზე იყო ორიენტირებული. ამას მოჰყვა აშშ-თან შედარებით უფრო მეტი სავალდებულო სტანდარტული პირობის გამოყენება.

[230] განხილულია 23–8 note-ების ტექსტში.

[231] იხ. John Armour, Brian R. Cheffins, and David A. Skeel, *Corporate Ownership Structure and the Evolution of Bankruptcy Law: Lessons from the United Kingdom*, 55 Vanderbilt Law Review 1699 (2002); Jan Mahrt-Smith, *The Interaction of Capital Structure and Ownership Structure*, 78 Journal of Business 787 (2005).

[232] Roe, note 131, at 54–9.

[233] იხ., მაგ., Brian R. Cheffins, Corporate Ownership and Control: British Business Transformed (2008).

თუმცა, როგორც პირველ და მესამე თავებში ვნახეთ, აქციის მესაკუთრეთა მოდელები ბევრ იურისდიქციაში იცვლება. აქციის მესაკუთრეთა თანდათანობით დანაწევრება დიდ გერმანულ კომპანიებში – რადგან ეს ზრდის აქციონერთა კოორდინაციის ხარჯებს – ამცირებს საზრუნავს აქციონერისა და კრედიტორების წარმომადგენლობის ხარჯთან მიმართებით. იმავე გაგებით, აქციის მესაკუთრეთა კონცენტრაცია აშშ-ში მზარდად აქტივისტი ინსტიტუციური ინვესტორების ხელში აშკარად მოსალოდნელია, რომ აქციონერისა და კრედიტორის წარმომადგენლობის ხარჯებს გაზრდის.[234]

თუმცა, წარმოდგენილი ანალიზის შესაბამისად, აქციის მესაკუთრეთა სტრუქტურის ცვლილების შედეგები საკორპორაციო სამართლის მიერ კრედიტორთა დაცვის მექანიზმებისათვის დამოკიდებულია ვალით დაფინანსების სტრუქტურაზე. ევროპის უმეტეს ნაწილში გაიზარდა სავალო დაფინანსების მეორეული ბაზარი, რის გამოც დიდი საჯარო კომპანიების მსესხებლების ბაზა ფრაგმენტირებულია, თუნდაც სესხების უმრავლესობა თავდაპირველად ბანკების მიერ გაიცემოდეს.[235] მართლაც, სასესხო დაფინანსების სფეროში მომხდარი ცვლილებები ისეთივე მნიშვნელოვანია, როგორიც აქციის მესაკუთრეთა ცვლილება. [236] ეს ცვლილება, როგორც ჩანს, დაჩქარდა ფინანსური კრიზისის შედეგად, რადგან ამ დროს ბევრ ბანკში გამკაცრდა კაპიტალის კონტროლი, და, შედეგად, შემცირდა საკრედიტო წყაროები.[237] ამ შემცირების საპასუხოდ, ევროპულმა კომისიამ წამოაყენა პოლიტიკური წინადადებები, ცნობილი როგორც „კაპიტალური ბაზრების ერთობა“, რომელმაც უნდა გააღრმაოს კაპიტალური ბაზრები როგორც კაპიტალის, ისე ვალის შემთხვევაში.[238]

კრედიტორთა გაზრდილი ჰეტეროგენულობა და კოორდინაციის ხარჯები სტანდარტულ „საკრედიტო პირობებს“ ნაკლებად გამოსადეგს ხდის, და შეიძლება დამაბრკოლებელსაც. ამიტომ მეტად ფუნქციური იქნებოდა, თუ მკაცრი პროკრედიტორის მიდგომა ევროპაში, როგორებიცაა: მინიმალური კაპიტალი, ისტორიული ხარჯების აღრიცხვა და მკაცრი პროკრედიტორული მოვალეობები, დირექტორისათვის შერბილებულიყო ბოლო წლებში. თუმცა საპირისპირო განვითარება – საბანკო დაფინანსების ზრდა საკრედიტო ბაზრების ხარჯზე – აშშ-ში არ მომხდარა. ამის შედეგად, უფრო კონცენტრირებულმა აქ-

[234] Rock, note 112.

[235] იხ., მაგ., Deutsche Bank, *Corporate Bond Issuance in Europe: Where Do We Stand and Where Are We Heading?* 31 January 2013.

[236] დიდი ევროპული საწარმოების უმრავლესობას კვლავ მცირერიცხოვანი აქციონერები ჰყავს: იხ. Julian Franks, Colin Mayer, Paolo Volpin, and Hannes Wagner, *The Life Cycle of Family Ownership: International Evidence*, 25 Review of Financial Studies 1675, 1689 (2012) (საფრანგეთში, გერმანიასა და იტალიაში 1000 ყველაზე დიდი საწარმოდან 37 პროცენტს ჰყავს მრავალრიცხოვანი აქციონერები, დიდ ბრიტანეთში – 74 პროცენტს).

[237] იხ., მაგ., Fiorella De Fiore and Harald Uhlig, *Corporate Debt Structure and the Financial Crisis*, ECB Working Paper No 1759 (2015).

[238] European Commission, Action Plan on Building a Capital Market Union, COM(2015) 468 final (2015).

ციონერობამ შეიძლება აქციონერისა და კრედიტორის წარმომადგენლობის ხარჯი გაზარდოს, თუმცა კრედიტორის კოორდინაციის უნარი „კრედიტორების პირობების“ ეფექტურად გამოყენების შანსს მაინც მცირეს ტოვებს. ამიტომ აშშ-ში ნაკლებად აშკარაა იმის საჭიროება, რომ გაიზარდოს კრედიტორთა დაცვის პირობები, რათა პასუხი გაეცეს პოტენციურად მზარდ აქციონერთა ოპორტუნიზმს.

5.4.2 გაკოტრების სამართლის როლი

თუ საწარმოებს ცოტა კრედიტორი ჰყავს, მაშინ კორპორაციის გაკოტრების სამართლის მთავარი ფუნქციაა წარუმატებელი კომპანიების ლიკვიდაცია: თუ საწარმოს ბიზნესის გადარჩენა ღირს, მისი რესტრუქტურიზაცია კერძო „სქემით“ მოხდება.[239] რადგან კრედიტორთა მრავალფეროვნება იზრდება, უფრო მეტად რთულდება კერძო გადაჭრის გზის პოვნა და კრედიტორებისთვის უფრო მეტად ღირებულია ისეთი გაკოტრების პროცედურის არსებობა, რომელიც მმართველობითი სტრატეგიების გამოყენებით ეხმარება კრედიტორს, ხელში აიღონ მოქმედი საწარმოს მმართველობა.[240]

როგორც უკვე ვნახეთ, აშშ-ის გაკოტრების კოდექსის მე-11 თავი საშუალებას აძლევს გადახდისუუნარო საწარმოს მენეჯერებს, სასამართლო ზედამხედველობის ქვეშ გადაარჩინონ ბიზნესი, ხოლო თვითონ სათავეში დარჩნენ. იმავდროულად, დიდი ამერიკული საწარმოები ტრადიციულად სასესხო კაპიტალს იღებენ რამდენიმე სხვადასხვა კრედიტორისგან, – უფრო მეტად, ბონდების და ნაკლებად საბანკო სესხის საშუალებით, – ვიდრე სხვა იურისდიქციებში.[241] ეს შეესაბამება იმ გარემოს, სადაც ბანკები ფრაგმენტირებული არიან და ამიტომ 1978 წელს „მენეჯერების მომხრე“ გაკოტრების კოდექსის მიღებას რეალური ოპონირება ვერ გაუწიეს.[242]

[239] ასეთ გარემოებებში გაკოტრების სამართალში მმართველობითი სტრატეგიების ნაკლებობამ, რომლის მიზანია პრობლემების მქონე საწარმოს საქმიანობის გაგრძელება – და არა მისი დახურვა – შეიძლება რეალურად გაზარდოს წარმატებული შედეგის ალბათობა. იმის შეგნებამ, რომ კრედიტორების შეუთანხმებლობის შემთხვევაში გამანადგურებელი შედეგები დადგება, კრედიტორები შეიძლება მეტად გონზე მოიყვანოს.

[240] იხ. Viral V. Acharya, Rangarajan K. Sundaram, and Kose John, *Cross-Country Variations in Capital Structures: The Role of Bankruptcy Codes*, 20 Journal of Financial Intermediation 25 (2011).

[241] იხ., მაგ., Jenny Corbett and Tim Jenkinson, *How is Investment Financed? A Study of Germany, Japan, the United Kingdom and the United States*, 65 (Suppl.) Manchester School 69, 74–5, 80–1, 85 (1997); William R. Emmons and Frank A. Schmid, *Corporate Governance and Corporate Performance*, in Corporate Governance and Globalization 59, 78 (Stephen S. Cohen and Gavin Boyd eds., 1998) („მარტივად რომ ვთქვათ, აშშ-სა და კანადაში საწარმოები დიდი რაოდენობით თამასუქს უშვებენ, თუმცა G7-ის სხვა ქვეყნებში ეს ასე არ არის“).

[242] იხ. Roe, note 131; ბანკებმა ვერ გაუწიეს 1978 წლის აქტს წინააღმდეგობა, ამის თაობაზე იხ. Carruthers and Halliday, note 229, at 166–94; David A. Skeel, Jr., Debt's Dominion 180–3 (2001).

დიდი ბრიტანეთი საწინააღმდეგო პოლუსზეა. ტრადიციულად, ის ძალიან დადებითად ეპყრობა ინდივიდუალური კრედიტორების უზრუნველყოფის ღონისძიების აღსრულებას სასამართლო ჩართულობის გარეშე, იმდენადაც კი, რომ ბოლო დრომდე ბანკს შეეძლო თავისი უზრუნველყოფა, რომელიც მოვალის სრულ ქონებას ფარავდა, აღესრულებინა და, კერძოდ, გაეკონტროლებინა გადახდისუუნარო საწარმოს ქონების გაყიდვის პროცესი.[243] ეს შეესაბამებოდა შედარებით ძლიერ, კონცენტრირებულ საბანკო სექტორს, სადაც საბანკო სესხთან შედარებით ძალიან იშვიათად გამოიყენება ბონდები.[244] ამის შედეგად, კერძო გადაწყვეტა ძალიან მნიშვნელოვანია დიდი საჯარო საწარმოებისთვისაც კი, რადგან „მკაცრი“ გაკოტრების პროცესის საფრთხე ძლიერი მექანიზმია, რათა დაიმორჩილოს უმართავი მოვალეები *ex ante* და მოლაპარაკებაზე უარის მთქმელი კრედიტორები *ex post*. გაკოტრების წარმოება ასეთ გარემოში გამოიყენება უფრო სერიოზულ შემთხვევებში, – როცა უნდა დაკმაყოფილდეს როგორც ინსტიტუციური ინვესტორების, ისე ბანკების ინტერესები.[245] გერმანია, იტალია და იაპონია იმავე მოდელს მიჰყვებიან. საფრანგეთში გაკოტრების პროცესი უფრო ხშირად გამოიყენება, რისი მიზეზიც არის არა უფრო ძლიერი საბანკო სექტორი, არამედ გაზრდილი სახელმწიფო ჩართულობა.

თუმცა ეს განსხვავებები ქვეყნების სასესხო სტრუქტურებს შორის ნაკლებად მნიშვნელოვანია დღეს, როდესაც იზრდება სასესხო დაფინანსების მეორეული ბაზარი, რაც ხელს უწყობს ევროპულ იურისდიქციებში შუამავლების რიცხვის შემცირებას და აშშ-ის გადახდისუუნარო საწარმოებში სესხის კონცენტრაციას, უფრო მეტად, ჰეჯირების ფონდების ხელში. ამის შედეგად, გაკოტრების სამართლის განსხვავებები შეიძლება, გამოწვეული იყოს უფრო მეტად სასამართლო ინსტიტუტების ფუნქციონირების სხვაობით, რაც ამცირებს იმ ფარგლებს, რა ფარგლებშიც სასამართლოს, როგორც მინდობილ პირს, ეფექტურად შეუძლია, გააკონტროლოს კრედიტორების წარმომადგენლობის ხარჯი გაკოტრების პროცესში.[246]

[243] იხ. Armour and Frisby, note 53.

[244] იხ. Peter Brierley and Gertjan Vleighe, *Corporate Workouts, the London Approach and Financial Stability*, 7 Financial Stability Review 168, 175 (1999).

[245] იხ. Stijn Claessens and Leora F. Klapper, *Bankruptcy Around the World: Explanations of Its Relative Use*, 7 American Law and Economics Review 253, 262 (2005) (აშშ-ში გაკოტრების მაჩვენებელი – საწარმოების პროპორცია, რომლებიც გაკოტრების დაწყებაზე განაცხადს წარადგენენ – ყველა სხვა იურისდიქციასთან შედარებით მაღალი იყო: აშშ – 3.65 პროცენტი, საფრანგეთი – 2.62 პროცენტი, დიდი ბრიტანეთი – 1.65 პროცენტი, გერმანია – 1.03 პროცენტი, იტალია – 0.54 პროცენტი და იაპონია – 0.22 პროცენტი).

[246] იხ., მაგ., Mehnaz Safavian and Siddharth Sharma, *When Do Creditor Rights Work?*, 35 Journal of Comparative Economics 484, 500–2, 506–7 (2007); Kenneth Ayotte and Hayong Yun, *Matching Bankruptcy Laws to Legal Environments*, 25 Journal of Law, Economics & Organization 2 (2009); Mark J. Roe and Federico Cenzi Venezze, *A Capital Market, Corporate Law Approach to Creditor Conduct*, 112 Michigan Law Review 59 (2013).

6

დაკავშირებულ პირთა შორის დადებული გარიგებები

ლუკა ენრიკესი, ჟერარ ჰერტიგი, ჰიდეკი კანდა, მარიანა პარგენდლერი

მესამე და მეოთხე თავებში ჩვენ განვიხილეთ საკორპორაციო სამართლის მიდგომები კორპორაციის მენეჯმენტის განხორციელების დროს წარმომადგენლობით უფლებამოსილებასთან დაკავშირებით; მეხუთე თავში აღინიშნა, რომ ყველა იურისდიქციას მიღებული აქვს სამართლებრივი სტრატეგია, რომლის მიზანია კრედიტორების დაცვა არაკეთილსინდისიერი და ზიანის მომტანი გარიგებებისაგან (გამოყენებული ტერმინი იყო „siphon off assets“, რაც ნიშნავს უკანონო ან არაკეთილსინდისიერი გზით ფულის მითვისებას და კერძო ანგარიშზე განთავსებას). კორპორაციის ფასეულობების სხვაგვარად წარმართვის მექანიზმი არის ასევე მენეჯერებსა და აქციონერებს და კონტროლის განმახორციელებლებსა და საკონტროლო პაკეტის არმქონე აქციონერებს შორის ურთიერთობის ძირითადი საკითხი.

წინამდებარე თავში განხილულია ძირითადი ბენეფიციარებისათვის კორპორაციის კეთილდღეობის (ფასეულობის) მიღების გადახვევის მექანიზმზე (Value Diversion – ზოგადი თვალსაზრისით, აღიარებულია, რომ კორპორაციის ძირითადი მიზანი აქციონერების კეთილდღეობის მაქსიმიზაციაა, თუმცა შესაძლებელია, აქციონერების წარმომადგენლებმა (მაგალითად დირექტორებმა) სხვადასხვა მეთოდის გამოყენებით, როგორებიცაა: ინსაიდერული ვაჭრობა, საკუთარ თავთან გარიგებების დადება და კორპორაციული შესაძლებლობების გამოყენება (კორპორაციული შესაძლებლობის გამოყენება – ეს არის მმართველობის ორგანოს წარმომადგენლების მიერ კორპორაციასთან დაკავშირებული ბიზნესშესაძლებლობის საკუთარი თავის, და არა კორპორაციის, სასარგებლოდ გამოყენება, რაც არის მათი ერთგულების მოვალეობის ნაწილი), გადაუხვიონ კორპორაციის მიზანს და კორპორაციის კეთილდღეობა, აქციონერების ნაცვლად, საკუთარ თავს მოახმარონ, კერძოდ, დაკავშირებულ პირებს შორის დადებულ გარიგებებთან მიმართებით. ამ თავში დაკავშირებულ პირებს შორის დადებულ გარიგებებში იგულისხმება დირექტორებისა და კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერების მიერ კორპორაციასთან გარიგების დადება, კერძოდ, საკუთარ თავთან გარიგების დადება და მენეჯმენტის ანაზღაურება და ტრანსაქციები, სადაც დაკავშირებულმა პირებმა შეიძლება მიისაკუთრონ კორპორაციის ფასეულობა კორპო-

რაციული შესაძლებლობის გამოყენებისა და კორპორაციის აქციებით ვაჭრობის გზით.[1]

საკუთარ თავთან გარიგების დადების დროს გავლენიან მენეჯერს ან კონტროლის განმახორციელებელ აქციონერს შეუძლია კომპანიასთან გარიგების დადება კომპანიისთვის ნაკლებად სასურველი პირობების მიხედვით, განსხვავებით ისეთი გარიგებისგან, რომელიც შეიძლება დაუკავშირებელ მხარეებს შორის დადებულიყო. საკუთარ თავთან გარიგების დადება, ძირითადად, უკავშირდება აქტივის ან მომსახურების შეძენას დაკავშირებული მხარეების მიერ, მაგალითად, როდესაც კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერი საკუთარ კომპანიაზე ყიდის გამოსაშვები პროდუქციის ნაწილებს. მაგრამ საკუთარ თავთან გარიგების დადება ასევე უკავშირდება სხვა ისეთ ტრანსაქციებს, როგორებიცაა კომპანიის მიერ დედა კომპანიისთვის გარანტორად დადგომა და გარიგებების დადება მენეჯერების ახლო ნათესავებთან ან მათი ოჯახების მიერ კონტროლირებად კომპანიებთან. ასეთ დროს სახეზეა ინტერესთა კონფლიქტი. კომპანიებს არ შეუძლიათ, თავი აარიდონ მენეჯმენტთან ანაზღაურების შესახებ გარიგების დადებას, რომელიც მენეჯმენტისთვის, ტექნიკური თვალსაზრისით, არის საკუთარ თავთან გარიგების დადება, თუმცა ზედმეტ კითხვებს ნაკლებად იწვევს. მიუხედავად ამისა, როგორც აღნიშნულია მესამე თავში, არსებობს რისკი, რომ მოხდება ანაზღაურების დონის აღრევა უმაღლეს მენეჯმენტსა და ბორდს შორის. მაგალითად, დირექტორებმა შეიძლება დაამტკიცონ გადაჭარბებული ანაზღაურება იმიტომ, რომ უნდათ დიდი შემოსავალი, ან ეშინიათ ადგილების დაკარგვისა, ბორდში თუ წინააღმდეგი იქნებიან.[2] კონტროლის განმახორციელებელმა აქციონერებმა შეიძლება, თავის მხრივ, მხარი დაუჭირონ მაღალ ანაზღაურებას, თუ იკავებენ მენეჯერის პოზიციებს, ან მხარი დაუჭირონ სხვა მენეჯერებისათვის, რომლებიც აუარესებენ უმცირესობაში მყოფი აქციონერების უფლებებს, მაღალი ანაზღაურების მიცემას.[3]

კორპორაციული შესაძლებლობების გამოყენების დროს დაკავშირებული მხარეები იყენებენ ბიზნესშესაძლებლობებს, რომლებიც შეთავაზებული უნდა ყოფილიყო იმ კორპორაციებისათვის, რომლებსაც ისინი ხელმძღვანელობენ.[4] როდესაც მიმდინარეობს აქციებით ვაჭრობა ჯერ კიდევ გაუხმაურებელ, აქ-

[1] იხ. Robert C. Clark, Corporate Law 141–5 (1986). ამ თავში თუ ეს განსხვავებულად არ არის მითითებული, საკორპორაციო სამართლის პირობები ვრცელდება საჯარო ან ღია ტიპის კორპორაციებზე, მიუხედავად იმისა, არის თუ არა მისი აქციები დაშვებული საფონდო ბირჟაზე.

[2] იხ. Lucian Bebchuk and Jesse Fried, Pay Without Performance 25–57 (2004).

[3] იხ. Jacob Kastiel, *Executive Compensation in Controlled Companies*, 90 Indiana Law Journal 1131 (2015).

[4] ცნობილი მაგალითი არის პეპსი-კოლას შეძენა სხვა სასმელების მწარმოებელი კომპანიის აღმასრულებელი მენეჯერის მიერ. იხ. *Guth v. Loft, Inc.*, 5 Atlantic Reporter 2d 503 (Delaware Supreme Court 1939).

ციების ფასთან დაკავშირებული სენსიტიური კორპორაციული ინფორმაციის გამოყენებით (ე.წ. ინსაიდერული ვაჭრობა), დირექტორებმა, მენეჯერებმა და კონტროლის განმახორციელებელმა აქციონერებმა ასეთი ინფორმაციის გამოყენებით შეიძლება მიითვისონ კორპორაციის ფასეულობების ნაწილი აქციების ყიდვით ან გაყიდვით იქამდე, სანამ ეს ინფორმაცია გავლენას მოახდენს აქციების ფასზე.

დაკავშირებულ მხარეებს შორის დადებული გარიგება შეიძლება მოექცეს უფრო ფართო განმარტების ე.წ. „tunneling"-ის[5] ქვეშ, რომელიც ფარავს ინსაიდერების მიერ კორპორაციის ფასეულობის (აქტივებს, კომპანიის შემოსავალსა და ხარჯვით ნაწილს ან კომპანიის წილებს) გაფლანგვის ყველა ფორმას.[6] მომდევნო თავებში ჩვენ შევხვდებით კორპორაციის ფასეულობის გაფლანგვის უფრო ვიწრო საკითხებს, მათ შორის ისეთ საკითხებთან დაკავშირებით, როგორებიცაა: დედისა და შვილობილი კომპანიის შერწყმა და უმცირესობაში მყოფი აქციონერების გაძევება კომპანიიდან (მე-7 თავი), კერძო ბენეფიტების მითვისება კომპანიიდან კონტროლის ცვლილებასთან დაკავშირებული ტრანსაქციების დროს (მე-8 თავი) და კომპანიის ბენეფიტების მითვისება, ინსაიდერული ვაჭრობის გარდა, ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებული სხვა მანიპულაციების დროს (მე-9 თავი).

6.1 რატომ არის დაკავშირებულ პირთა შორის დადებული გარიგებები ნებადართული?

უპირველეს ყოვლისა, უნდა დავსვათ კითხვა: რატომ არის დაკავშირებულ პირთა შორის დადებული გარიგებები ნებადართული, მიუხედავად იმისა, რომ იძლევა ინსაიდერების მიერ მდგომარეობის ბოროტად გამოყენების საშუალებას?

თავდაპირველად უნდა განვიხილოთ საკუთარ თავთან გარიგებების დადება და კორპორაციული შესაძლებლობების გამოყენება. დირექტორები, მენეჯერები და კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერები ხშირად არიან პატარა კომპანიებთან გარიგების დამდები ერთადერთი მხარე: გარეშე პირებმა შესაძლოა, ვერ მოახერხონ, შეაფასონ პერსპექტივები არათანაზომიერი ტრანსაქციის ხარჯების გარეშე ან კომერციული საიდუმლოებისა თუ კონფიდენციალური გეგმების გამჟღავნების გარეშე, რასაც ჩვეულებრივ შემთხვევაში კომპანიები არ გაამჟღავნებდნენ. ანალოგიურად, საკუთარ თავთან შეიძ-

[5] იხ. Simon Johnson, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, *Tunneling*, 90(2) American Economic Review 22 (2000): ტერმინი თავდაპირველად გამოყენებულ იქნა იმისათვის, რომ დაეხასიათებინათ უმცირესობაში მყოფი აქციონერების ექსპროპრიაცია ჩეხეთის რესპუბლიკაში (როგორც აქტივის გადატანა მიწისქვეშა გვირაბის მეშვეობით)".

[6] იხ. Vladimir Atanasov, Bernard Black, and Conrad S. Ciccotello, *Law and Tunneling*, 37 Journal of Corporation Law 1 (2011).

ლება მოხდეს გარიგების დადება და კორპორაციული შესაძლებლობა გადაეცეს ინსაიდერს, რადგან ინსაიდერმა იცის კომპანია ან/და კორპორაციული შესაძლებლობის მოგებიანობა უფრო უკეთესად, ვიდრე დაუკავშირებელმა, თუმცა არასანდო, მხარემ.

უფრო მეტიც, მენეჯმენტის ანაზღაურებისა და კომპანიის აქციებით ვაჭრობის აკრძალვა აბსურდი იქნებოდა. როგორც არავინ დათანხმდება, იმუშაოს უსასყიდლოდ კორპორაციისთვის, ასევე, შეუძლებელია, ავუკრძალოთ მენეჯერებს, ინვესტირება მოახდინონ საკუთარ კომპანიაში, ან ავუკრძალოთ კონტროლის განმახორციელებელ აქციონერებს კომპანიის აქციების გასხვისება.

ანალოგიურად, მხოლოდ დაკავშირებულ პირთა შორის გარიგების დადების აკრძალვამ შეუძლებელია, შედეგი მოიტანოს. ასეთი აკრძალვა ნაკლებად სავარაუდოა, რომ შეამცირებს კომპანიის აქტივის ერთჯერად მითვისებას (ე.წ. „მოიპარე და გაიქეცი ტრანსაქცია“ – “steal-and-run transactions”), რაც ისედაც აკრძალულია სხვადასხვა სახელმწიფოში მოქმედი კერძო და სისხლის სამართლის კანონმდებლობის საფუძველზე. ასეთი აკრძალვა არ არის საჭირო საკუთარ თავთან გარიგების დადების უფრო შერბილებულ ვერსიებთან მიმართებით, რომელიც შეიძლება აცილებულ იქნეს სამოქალაქო პასუხისმგებლობით ან რეალური საფრთხით, რაც შეიძლება დაუკავშირდეს დამრღვევი პირის განგრძობად დასაქმებას. უფრო მეტიც, იქამდე, სანამ სამართლებრივი სისტემა და მისი განმახორციელებელი არ განახორციელებენ კორპორაციის ფასეულობის გაფლანგვის ყველა ფორმის პრევენციას, დაკავშირებულ პირთა შორის გარიგების დადების აკრძალვა უბიძგებს ინსაიდერებს, გამოიყენონ კორპორაციის ფასეულობის გაფლანგვის სხვა ხერხები. აღსანიშნავია, რომ სამართლებრივი ნორმები ლიტერატურასა და პრაქტიკაში შეიძლება იმდენად დახვეწილი იყოს, რომ უპასუხოს კორპორაციის ფასეულობის გაფლანგვის ყველა ფორმას. თუმცა ასეთ შემთხვევაში ისეთი მარტივი (პირველადი, მოუმზადებელი) მეთოდები, როგორიცაა, მაგალითად, დაკავშირებულ პირთა შორის გარიგების დადების აკრძალვა, არ უნდა იქნეს გამოყენებული კორპორაციის ფასეულობის გაფლანგვის პრევენციის მიზნით.[7] ეს ხსნის, სახელმწიფოები თუ რატომ აძლევენ უფლებას დაკავშირებულ პირთა შორის გარიგების დადებას მაშინაც კი, როცა ინტერესთა კონფლიქტი განსაკუთრებით თვალსაჩინოა აქციონერთა საკუთრების უფლების ფართო არეალის ან კონტროლის განმახორციელებელი ისეთი მექანიზმების გამოყენების დროს, როგორებიცაა პირამიდული საკუთრების უფლება და ხმის უფლებათა ორმაგი კატეგორია. ეს უკანასკნელი გულისხმობს, რომ საჯარო შეთავაზებისთვის განკუთვნილ აქციებს ხმის უფლების შეზღუდული კატეგორია აქვთ, ან ხმის უფლება საერთოდ არ აქვთ, ხოლო დამფუძნებ-

[7] იხ. Luca Enriques, *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (with a Critique of the European Commission Proposal)*, 16 European Business Organization Law Review 1, 14 (2015).

ლებისთვის ან აღმასრულებლებისთვის დატოვებული აქციები ხმის უფლების უმრავლესობას იძლევა (dual class shares).[8]

6.2 სამართლებრივი სტრატეგიები დაკავშირებულ პირთა შორის დადებულ გარიგებებთან მიმართებით

ყველა იურისდიქცია დაკავშირებულ პირთა შორის დადებულ გარიგებებს სამართლებრივ ჩარჩოებში (შეზღუდვებში) აქცევს.[9] საკორპორაციო სამართალი იყენებს სამართლებრივი სტრატეგიების ფართო ჩამონათვალს, რათა შეზღუდოს დაკავშირებულ პირთა შორის გარიგებების დადება; მეორე თავში მითითებულია ხუთი ასეთი სტრატეგიიდან ოთხი, კერძოდ: აფილაციის პირობები (ღიაობის სავალდებულო პირობები), წარმომადგენლის წამახალისებელი გარემოებები, გადაწყვეტილების მიღების უფლებამოსილება (აქციონერთა თანხმობის საკითხი) და წარმომადგენლობითი უფლებამოსილების შეზღუდვა (რეგულაციები და სტანდარტები). დანიშვნის უფლებები არ არის გამოყენებული ასეთი სახის ტრანსაქციის პრევენციისთვის, მაგრამ მათ შეუძლიათ, არაპირდაპირ შეზღუდონ მათი მოქმედება. ნაკლებად სავარაუდოა, აქციონერებმა თავიდან დანიშნონ (და უფრო მეტად შესაძლებელია, რომ გაათავისუფლონ) დირექტორები, რომლებმაც დაამტკიცეს დაკავშირებულ პირთა შორის დადებული უკანონო გარიგებები.[10]

6.2.1 აფილაციის სტრატეგია

6.2.1.1 ინფორმაციის სავალდებულო ღიაობა

ღიაობის ვალდებულება არის საშუალება აქციონერებისა და ბაზრისათვის ინფორმაციის მისაწოდებლად დაკავშირებულ პირთა შორის დადებული გარიგებების შესახებ და არის მენეჯერებისა და კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერების ექსპროპრიაციის წინააღმდეგ მოქმედი ეფექტური მეთოდი. სტრატეგია, რომლის მიზანია საეჭვო გარიგებების ხელშეშლა, მოიცავს კაპიტალისა და შრომით ბაზრებს, ასევე, ფინანსურ ანალიტიკოსებსა და მედიას. საეჭვო გარიგებების ხელშეშლისთვის გამოყენებულია ისეთი მეთოდები, როგორებიცაა: აქციების ფასის შემცირება, გათავისუფლება და რეპუტაციული რისკი. ეს, იმავდროულად, მხარს უჭერს შიდა გადაწყვეტილების მიმღებთა დამოუკიდებლობას, რადგან ისინი უფრო დამოუკიდებლად იმოქმედებენ, როცა ეცოდინებათ, რომ დაკავშირებულ პირთა შორის დადებული გარიგება,

[8] იხ. თავი 4.1.1.

[9] იხ. Zohar Goshen, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, 91 California Law Review 393 (2003).

[10] მაგალითად, აქციონერები, რომლებიც უკმაყოფილო არიან აღმასრულებლების ანაზღაურებით, ხშირად გამოიხმობენ მხარდაჭერას ანაზღაურების განსაზღვრის კომიტეტისთვის.

რომელიც შეიძლება, მათ დაამტკიცონ, გახდება საზოგადოებრივი განსჯის საგანი. იმავდროულად, ის აადვილებს კერძო და საჯარო აღსრულებას კერძო ბენეფიტების მითვისების წინააღმდეგ: ღიაობის მოთხოვნებთან შესაბამისობა აღსრულების განმახორციელებელ პირებს აწვდის ინფორმაციას საეჭვო გარიგებების შესახებ, მაშინ, როდესაც ინფორმაციის გაუმჟღავნებლობის გამო დასჯა უფრო მარტივია, ვიდრე გარიგების რეალურად არასამართლებრივად წარმართვის გამო დასჯა, რადგან ინფორმაციის გაუმჟღავნელობის დროს არ არის სავალდებულო ზიანის დამტკიცება.[11] ბოლოს, სავალდებულო ღიაობა არ აწესებს საგნობრივ ან პროცედურულ შეზღუდვას საკუთარ თავთან გარიგების დადებაზე, ანაზღაურების შესახებ კონტრაქტებზე ან აქციებით ვაჭრობაზე, თუმცა ეს გვაფიქრებინებს, რომ დაკავშირებულ პირთა შორის გარიგებები შესაძლოა დადებულიყო მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ ასეთი გარიგებები იქნებოდა კონფიდენციალური.

იმავდროულად, სავალდებულო ღიაობის დაცვამ შეიძლება, მიგვიყვანოს სამართლებრივი პროცედურების გადაჭარბებით (ზედოზირებით) შესრულებასთან: კერძოდ, მოსალოდნელია, რომ სამართლებრივი პროცედურების აღმასრულებლები განახორციელებენ კანონის შესაბამისად დაკავშირებულ პირთა შორის დადებული გარიგებების პრევენციას, იმიტომ, რომ მათ კეთილსინდისიერად სჯერათ, ასეთი გარიგებები არის საზოგადოებისათვის ზიანის მომტანი, ან უნდათ მოგებიანი შეთანხმების მოპოვება იმ ფაქტზე დაყრდნობით, რომ სასამართლომ შეიძლება შეცდომა დაუშვას ტრანსაქციის კანონიერების შესწავლისას.[12]

ყველა იურისდიქცია ითხოვს საკუთარ თავთან დადებული გარიგებების, მენეჯმენტის ანაზღაურებისა და კომპანიის აქციებით ვაჭრობის ღიაობას, თუმცა ქვეყნების რეგულაციები ერთმანეთისგან განსხვავდება.

დავიწყოთ საკუთარ თავთან დადებული გარიგებების განხილვით. აშშ-ის ფასიანი ქაღალდების მარეგულირებელი კანონმდებლობა ღიაობის ვალდებულებას უწესებს ყველა კომპანიას, ამერიკულ და (გარკვეულ ფარგლებში) უცხოურ კომპანიებს, რომლებიც ვაჭრობენ საჯაროდ ფასიანი ქაღალდებით.[13] ამ კომპანიებმა ყოველწლიურად უნდა წარადგინონ ანაგარიში ყველა ტრანსაქციის შესახებ, რომელთა ღირებულება აღემატება 120000 აშშ-ის დოლარს და რომელშიც აღმასრულებელ დირექტორებს ან მსხვილ აქციონერებს აქვთ

[11] იხ. e.g. Bernard S. Black, *The Core Fiduciary Duties of Outside Directors*, 2001 Asia Business Law Review 3, 10.

[12] სავალდებულო ღიაობა შეიძლება ძვირად დაუჯდეს კომპანიას სხვადასხვა მიზნიდან გამომდინარე, მაგალითად, თუ კონკურენტები ინფორმირებული იქნებიან სტრატეგიული ცვლილებების შესახებ, ან აიძულებს კომპანიებს, დააფუძნონ ინფორმაციის შეგროვების სისტემები, რომლებიც არის არაპროპორციული მათ ზომასთან მიმართებით. ყველა იურისდიქცია წყვეტს დასახელებულ საკითხს ღიაობის მოთხოვნების ფარგლებისა და ადრესატების შემცირებით. ზოგადი განხილვისთვის იხ. თავი 9.1.2.4.

[13] იხ. 9.1.2.4. თავი.

მნიშვნელოვანი ინტერესი.[14] აშშ-ის ზოგადად მიღებული საბუღალტრო ანგარიშსწორების პრინციპები ("U.S.-GAAP") ხელს უწყობს აღნიშნული მოთხოვნის განხორციელებას კომპანიასა და მის მენეჯერებს, დირექტორებს ან კონტროლის განმახორციელებელ აქციონერებს შორის დადებული გარიგებების ყოველწლიური ღიაობის ვალდებულების დამკვიდრების გზით.[15]

ევროკავშირის მოთხოვნები, რომლებიც განსხვავდებოდა თითოეული მისი წევრის მოთხოვნებისგან, იყო უფრო ნაკლებად მომთხოვნი. მიუხედავად ამისა, უკანასკნელი 15 წლის განმავლობაში ევროკავშირმა გადადგა მნიშვნელოვანი ნაბიჯები დაკავშირებულ პირთა შორის დადებული გარიგებების გამჭვირვალობის თვალსაზრისით. საერთაშორისო ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების (IFRS)[16] მიხედვით, ევროკავშირის ღია კორპორაციებს აქვთ ყოველწლიური ვალდებულება, რომ გამოაქვეყნონ დირექტორებთან, აღმასრულებელ მენეჯმენტსა და კონტროლის განმახორციელებელ აქციონერებთან დადებული გარიგებების შესახებ ინფორმაცია.[17]

აშშ-ის მსგავსად, უმნიშვნელო ტრანსაქციების შესახებ ინფორმაცია შეიძლება გამოტოვებულ იქნეს.[18] დამატებით შეიძლება ითქვას, რომ იგივე ტრანსაქციები შეიძლება გამოქვეყნებულ იქნეს დანაწევრებული ფორმით (ნაწილ-ნაწილ). [19] ევროკავშირის სხვა საანგარიშსწორებო სამართლებრივი პირობები ადგენს ღიაობის დამატებით პირობებს. წევრი სახელმწიფოებისაგან, როგორც მინიმუმ, ითხოვენ, რომ მოსთხოვონ კომპანიებს (გარდა პატარა კომპანიებისა) ღიაობა დაკავშირებულ პირთა შორის დადებული ყველა მნიშვნელოვანი ტრანსაქციისა, რომლებიც არ შესრულდა ნორმალური სავაჭრო პირობების დაცვის გზით.[20]

[14] SEC Regulation S-K, Item 404 (შეეფარდება უფრო მეტი სიზუსტის დაცვით ყველა აქციონერს, რომელთაც აქვთ ხმის უფლების მქონე აქციების 5%-ზე მეტი.

[15] იხ. Statement of Financial Accounting Standards (SFAS) 57, Related Party Disclosure.

[16] Regulation 1606/2002 on the Application of International Accounting Standards, 2002 O.J. (L 243) 1.

[17] იხ. International Accounting Standard (IAS) 24 (part of the International Financial Reporting Standards). Art. 5(4) Transparency Directive (Directive 2004/109/EC, 2004 O.J. (L 390) 38) „უზრუნველყოფს ნახევარწლიან ღიაობას დაკავშირებულ პირთა შორის დადებულ მნიშვნელოვან გარიგებებთან მიმართებით".

[18] იხ. IAS 1, para. 31 („საწარმო არ არის ვალდებული, უზრუნველყოს სპეციფიკური ღიაობა, რასაც ითხოვს IFRS, თუ ინფორმაცია არ არის მნიშვნელოვანი").

[19] IAS 24, para. 24.

[20] Arts. 17(1)(r) and 28 Directive 2013/34/EU, 2013 O.J. (L 182) 19. ეს არის დამოკიდებული წევრ სახელმწიფოზე, გადაწყვიტოს, შეიძლება თუ არა, ღიაობა იყოს შეზღუდული ტრანსაქციებით, რომლებიც არ შესრულდა ნორმალური საბაზრო პირობების მიხედვით. მნიშვნელოვანი პრინციპია, ზოგადი თვალსაზრისით, განმარტებული 6(1)(j) მუხლში. უფრო პატარა კომპანიებია ისინი, რომლებიც არ აკმაყოფილებენ, როგორც მინიმუმ, შემდეგ ორ კრიტერიუმს: (1) ბალანსი მთლიანობაში: 4 მილიონი ევრო, (2) ყოველწლიური წმინდა ბრუნვა შეადგენს 8 მილიონ ევროს, ან (3) ჰყავს საშუალოდ 50 თანამშრომელი ფინანსური წლის განმავლობაში. იხ. Art. 3 Directive 2013/34/EU.

სხვა წევრი სახელმწიფოები ადგენენ ღიაობის დამატებით პირობებს. ინდივიდუალური ფირმის საბუღალტრო საანგარიშსწორებო მეთოდები უახლოვდება IFRS-ის მოთხოვნებს.[21] დამატებით, გაერთიანებული სამეფოს ღია კორპორაციებმა დაკავშირებულ პირთა შორის დადებულ მნიშვნელოვან ტრანსაქციამდე უნდა შეავსონ ფასიანი ქაღალდების მარეგულირებელი კანონმდებლობით გათვალისწინებული სპეციალური ფორმა.[22] იტალიაში, ისევე, როგორც ბრაზილიაში,[23] მოთხოვნილია ღია კორპორაციების მიერ დაკავშირებულ პირთა შორის დადებული დიდი ტრანსაქციების ღიაობა გარიგების დადებიდან 7 დღის განმავლობაში.[24]

ზემოთ დასახელებული მაგალითებისგან განსხვავებით, გერმანია დარჩა უფრო ლოიალური კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერების მიმართ. მაშინ, როდესაც კორპორაციული მართვის კოდექსი რეკომენდაციას აძლევს ღია კორპორაციებს, ყოველწლიურ საერთო კრებაზე მიაწოდონ ინფორმაცია აქციონერებს სამეთვალყურეო საბჭოში არსებული ინტერესთა კონფლიქტის შესახებ[25], საკორპორაციო სამართლის საკანონმდებლო აქტები ცოტათი უფრო შორს მიდიან, ვიდრე ევროკავშირის მოთხოვნები და ამ მოთხოვნებს უყენებენ ჰოლდინგურ ჯგუფებსაც: იმ დროს, როცა დედა კომპანიებმა უნდა გაამჟღავნონ ინფორმაცია მოგებისა და წაგების შესახებ, რომელიც უკავშირდება შვილობილ კომპანიებს,[26] *Konzernrecht*-ი ამცირებს უმცირესობაში მყოფი აქციონერების ინფორმირებულობის უფლებას (შემოწმების უფლებას) ჰოლდინგური ჯგუფის შიგნით განხორციელებული ტრანსაქციების ამსახველ ყოველწლიურ ანგარიშამდე (*Abhängigkeitsbericht*).[27] იაპონიაში ყველა კომ-

[21] იხ. European Commission, Report on the Operation of IAS Regulation 1606/2002 COM (2008) 215 Final (2008), at www.ec.europa.eu.

[22] იხ. Listing Rules, section 11.1.7 (ფასიანი ქაღალდების ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებული კომპანიების მიერ შესრულებული ჩვეულებრივი საქმიანობის მიღმა დადებული მნიშვნელოვანი ტრანსაქციები); §§188–226 Companies Act 2006 (სხვადასხვა ქონებრივი, საკრედიტო და ანაზღაურების ტრანსაქციები).

[23] CVM Instruction No. 480 (2009) (Brazil). ბრაზილიურ საფონდო ბირჟაზე დაშვებული კომპანიები, ასევე, უნდა იყვნენ IFRS-ის მოთხოვნებთან თავსებადი, როგორც იტალიური კომპანიები, რომ გაამჟღავნონ პოლიტიკა და პრაქტიკა იმისათვის, რათა უზრუნველყონ ტრანსაქციების სამართლიანობა.

[24] იხ. Art. 5 Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob) Regulation on Related Party Transactions (large transactions, by listed firms) (Italy). ვერსიაში, რომელიც დამტკიცებულია ევროპული პარლამენტის მიერ 2015 წლის 8 ივლისს, proposed Art. 9c of the Shareholders Rights Directive, as envisaged by the Proposed Directive amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement, Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate gover- nance statement and Directive 2004/109/EC (hereinafter, the Proposed Directive), would similarly impose ad hoc disclosure of larger related-party transactions.

[25] იხ. თავი 5.5.3 Corporate Governance Code. ანალოგიურად მენეჯმენტმა უნდა აცნობოს სამეთვალყურეო საბჭოს ინტერესთა კონფლიქტის შესახებ. იხ. თავი 4.3.4.

[26] §307(2) Handelsgesetzbuch (HGB).

[27] §312(1) and (3) Aktiengesetz (AktG). ტექსტში მოხსენიებული ყოველწლიური ანგარიშგების დოკუმენტი, რომელიც, თავის მხრივ, არ არის ხელმისაწვდომი აქციონერებისათვის

პანია ვალდებულია, გაამჟღავნოს დირექტორებთან, მენეჯერებთან ან მათი სახელით მესამე მხარესთან დადებული ტრანსაქციის დეტალები.[28] იაპონური ანგარიშგების რეგულაციები აძლიერებს ღიაობის სტანდარტებს, რადგან სთხოვს კომპანიებს, გამოაქვეყნონ ინფორმაცია კონტროლის განმახორციელებელ აქციონერებთან დადებული მნიშვნელოვანი გარიგებების შესახებ.[29]

იურისდიქციები ასევე თანხმდებიან, რომ საჯარო უნდა იყოს ინდივიდუალური მენეჯერების ანაზღაურებაც. აშშ-ში კორპორაციები, რომლებიც ვაჭრობენ ფასიანი ქაღალდებით, ვალდებულები არიან, გამოაქვეყნონ ინფორმაცია ყველა სახის ანაზღაურების შესახებ, რომელთაც უხდიან მთავარ აღმასრულებელ დირექტორს, მთავარ ფინანსურ დირექტორს და სხვა სამ ყველაზე მაღალანაზღაურებად აღმასრულებელი თანამდებობის პირებს.[30]

ევროკავშირის რეგულაციები არის უფრო ლოიალური იმიტომ, რომ IFRS აკისრებს ღია კორპორაციებს ყოველწლიურ ღიაობის ვალდებულებას დირექტორებისა და ძირითადი მენეჯერების გაერთიანებული ანაზღაურების გამოქვეყნების შესახებ.[31] ევროკავშირის წევრი ქვეყნების კანონმდებლობები აძლიერებენ ევროკავშირის მოთხოვნებს. ევროპული კომისიის რეკომენდაციების შესაბამისად, ყველა ძირითადი წევრი ქვეყნის კანონმდებლობა მოითხოვს, რომ გამჟღავნდეს ღია კორპორაციების თითოეული დირექტორის ანაზღაურება,[32] და კონტინენტური ევროპის იურისდიქციებში ანაზღაურების ღიაობის პრაქტიკა ამცირებს ზღვარს აშშ-ისა და გაერთიანებული სამეფოს ანალოგიურ პრაქტიკასთან, რომელიც უფრო დეტალურია.[33] იაპონიამ ცოტა

ან საჯარო მიზნებისათვის, უნდა მოიცავდეს ყველა ჯგუფთაშორის ტრანსაქციას და ექვემდებარება კომპანიის აუდიტორების კონტროლს. იხ., აგრეთვე, თავი 5.2.1.3.

[28] Art. 118(v) Ministerial Ordinance for the Enforcement of the Companies Act, Arts. 98(1)(xv) and 112 Ministerial Ordinance for the Accounting of Companies.

[29] Accounting Standards Board of Japan (ASBJ), Disclosure of Related Party Transactions (17 October 2006) (applicable to reporting companies under the Financial Instruments and Exchange Act.) Regarding voluntary compliance with U.S. GAAP by closely held corporations, იხ. თავი 5.2.1.1.

[30] SEC Regulation S-K, Item 402. უკანასკნელმა რეფორმებმა, ასევე, განავრცეს სავალდებულო ღიაობის ფარგლები, რათა მოიცვან კონსულტანტებისათვის გადასახდელი ანაზღაურების ოდენობა და მათთან პოტენციური ინტერესთა კონფლიქტი. SEC Regulation S-K, Item 407.

[31] იხ. IAS, 24.

[32] იხ. Commission Recommendation fostering an appropriate regime for the remuneration of directors of listed companies, 2004 O.J. (L 385) 55, and Commission Recommendation comple- menting Recommendations 2004/913/EC and 2005/162/EC as regards the regime for the remu- neration of directors of listed companies, 2009 O.J. (L 120) 28 (EU); Art. L. 225-102-1 Code de commerce (France); §285 No. 9 Handelsgesetzbuch (HGB) (Germany) (aggregate disclosure for all public companies, and individual disclosure for listed companies); Annex 3A, Schedule 7-2 Consob Regulation on Issuers (Italy); sections 420–1 Companies Act 2006 (UK).

[33] იხ. Roberto Barontini et al., *Directors Remunerations Before and After the Crisis: Measuring the Impact of reforms in Europe*, in Board and Shareholders in European Listed Companies 251, 276–9 (Massimo Belcredi and Guido Ferrarini eds., 2013).

ხნის წინ გარდაქმნა კანონები, იმისათვის, რომ შემოეღო ანაზღაურების ინდივიდუალიზებული ანგარიშგება, თუმცა ვალდებულება ვრცელდება იმ აღმასრულებელ თანამდებობის პირებზე, რომლებიც იღებენ 100 მილიონ იენს ან მეტს წლის განმავლობაში.[34]

აღნიშნული ციფრი არის მნიშვნელოვნად დაბალი და არ არის მოსალოდნელი, რომ გამოყენებულ იქნეს როგორც არაპირდაპირი დამცველი (ან ჩამკეტი), მაგრამ მოსალოდნელია, რომ მიზანს მიაღწიოს ღიაობის ნიშნულის დაბლა არსებული ანაზღაურების მონაცემების შეგროვებაში.[35] ანალოგიურ საკითხთან მიმართებით ბრაზილიური სამართალი არის ნაკლებად ღრმა: ის მოითხოვს თითოეულ მმართველობის ორგანოში გაერთიანებული ანაზღაურების და მინიმალური, მაქსიმალური და საშუალო ანაზღაურების ღიაობას, თუმცა ზოგიერთმა აღმასრულებელმა გაასაჩივრა აღნიშნული რეგულაციები როგორც ანტიკონსტიტუციური ჩანაწერი, რომელიც არღვევდა პირადი ცხოვრების ხელშეუხებლობისა და უსაფრთხოების ფუნდამენტურ უფლებებს.[36]

ინდივიდუალური ანაზღაურების ღიაობამ შეიძლება მიგვიყვანოს მოულოდნელ შედეგებამდე. მომავალი მთავარი აღმასრულებელი დირექტორები მოითხოვენ, რომ კომპანიამ გადაუხადოს მათ საშუალოზე მაღალი ანაზღაურება, ხოლო აქედან გამომდინარე, ბორდებს უჭირთ დაასაბუთონ საშუალოზე დაბალი რანგის აღმასრულებელი დირექტორის დანიშვნა. ასეთ დროს ღიაობამ შეიძლება მიგვიყვანოს ბორდში ანაზღაურების გაზრდამდე.[37]

ბოლოს, იურისდიქციებს შორის გარკვეული დაახლოება შეინიშნება კომპანიების აქციებით ვაჭრობის ღიაობასთან დაკავშირებით, განსაკუთრებით მენეჯრებისა და დირექტორების მიერ კომპანიის აქციებით ვაჭრობასთან მიმართებით, რაც ინსაიდერული ვაჭრობის მაკონტროლებელი მექანიზმია. აშშ, იტალია და იაპონია მოითხოვენ, რომ ღია კორპორაციის მენეჯერებმა, დირექტორებმა და მსხვილმა აქციონერებმა (რომლებიც ფლობენ აქციების 10%-ზე მეტს) გაასაჯაროონ კომპანიის აქციებით განხორციელებული ტრანსაქციები.[38] ანალოგიურად, ევროკავშირისა და ბრაზილიის სამართლით, ღია კორპორაციის დირექტორები და უფროსი აღმასრულებელი მენეჯერები ვალდებული

[34] Cabinet Office Ordinance on Disclosure of Corporate Affairs, Form 2 (Precautions for Recording (57)d) and Form 3 (Precautions for Recording (37)).

[35] იხ. Robert J. Jackson, Jr. and Curtis J. Milhaupt, *Corporate Governance and Executive Compensation: Evidence from Japan*, Columbia Business Law Review 111, 156 (2014).

[36] კომპანიების მნიშვნელოვანი ნაწილი შესაბამისობაშია დასახელებულ რეგულაციებთან. იხ. Mariana Pargendler, *Corporate Governance in Emerging Markets*, in Oxford Handbook of Corporate Law and Governance (Jeffrey N. Gordon and Wolf-Georg Ringe eds., 2017).

[37] თეორიული მოდელისთვის იხ. Rachel M. Hayes and Scott Schaefer, *CEO Pay and the Lake Wobegon Effect*, 94 Journal of Financial Economics 280 (2009).

[38] §16(a) 1934 Securities Exchange Act (U.S.); Art. 114(7) Consolidated Act on Financial Intermediation (Italy); Art. 163 Financial Instruments and Exchange Act (Japan).

არიან, გაასაჯაროონ კომპანიის აქციებით განხორციელებული ტრანსაქციები, თუმცა აქციონერები ვალდებული არიან, გაასაჯაროონ ისეთი ტრანსაქციების შესახებ ინფორმაცია, რომლებიც გადასცდებიან 5%-იდან 75%-ამდე არსებულ ნიშნულებს, რაც ამ მექანიზმს აქცევს ინსაიდერული ვაჭრობის საკონტროლებელ სუსტ მეთოდად.[39] ღია კორპორაციებში დაკავშირებულ პირთა შორის დადებული გარიგებების რეგულირების თვალსაზრისით, შეინიშნება მნიშვნელოვანი დაახლოება და მოსალოდნელია, რომ ეს მიმართულება გაგრძელდეს მომავალშიც. ბევრმა იურისდიქციამ დიდი კორპორაციები დაუქვემდებარა IFRS-ის მოთხოვნებს და ყველა ქვეყანაში რეგულატორები ამჭიდროებენ ანგარიშგების სტანდარტებს ინსაიდერულ ვაჭრობასთან დაკავშირებით. კიდევ უფრო მნიშვნელოვანია აღინიშნოს, რომ მთელს მსოფლიოში აუდიტორები აძლიერებენ ისეთ ტრანსაქციებზე ზედამხედველობას, რომლებიც მოიცავს კომპანიის ფასეულობის გაფლანგვას ან მოგების მანიპულაციას.

აუდიტირების საერთაშორისო სტანდარტებთან დაკავშირებით, არსებობს ბუღალტრების საერთაშორისო ფედერაციის მიერ გამოშვებული არასავალდებულო პრინციპების ჩამონათვალი, რომელიც განსაზღვრავს აუდიტის ჩატარების წესებს და ითხოვს აუდიტორებისაგან, რომ სპეციალური ყურადღება მიაქციონ დაკავშირებულ პირთა შორის დადებულ გარიგებებს.[40] დამატებით, უამრავმა იურისდიქციამ მიიღო რეგულაციები, რომლებიც აძლიერებენ ზემოთ დასახელებულ მანდატს.[41] კომპანიის შიგნით გამოსაყენებელი აუდიტის სტანდარტები, რომელთაც იყენებენ დიდი ოთხეულის აუდიტორული კომპანიები, ზრდის დაკავშირებულ პირთა შორის დადებული გარიგებების მნიშვნელობას. მიუხედავად ამისა, ახდენს თუ არა მოვლენების ასეთი განვითარება კომპანიის წარმატებაზე ზეგავლენას, არის კითხვის ნიშნის ქვეშ იმ იურისდიქციებში, სადაც აუდიტის ღირებულება ან აუდიტორის პასუხისმგებლობა არის შედარებით დაბალი, ასევე, წარმატების შესახებ კითხვის ნიშანი შეიძლება დაისვას იმ კორპორაციებში, რომელთაც მართავენ უმრავლესობის მქონე აქციონერები.[42]

[39] ევროკავშირში იხ., for managers, Art. 19 Market Abuse Regulation 596/2014, 2014 O.J. (L 173) 1; for shareholders, Art. 9 Transparency Directive 2004/109/EC (the acquisition and disposal of voting rights must be disclosed at the 5 percent, 10 percent, 20 percent, 25 percent, 30 percent or 1/3, 50 percent and 2/3, or 75 percent thresholds); Arts. 116-A, 157, §6º, and Art. 165-A Lei das Sociedades por Ações; Arts. 11 and 12 CVM Instruction No. 358 (2002) (Brazil) (რომელიც ითხოვს აქციონერთა შეძენების ღიაობას მაშინ, როდესაც გადასცდებიან 5%-იან, 10%-იან, 15%-იან და ა.შ. ზღვრებს აქციათა ნებისმიერ კლასში).

[40] იხ. International Standard on Auditing 550.

[41] Art. 149-50 Consolidated Act on Financial Intermediation; Art. 2391-II Civil Code (Italy); §313 AktG (Germany; and იხ. also Section 5.2.1.3); Art. L. 225-240 Code de commerce (France); Art. 193-192(1) Financial Instruments and Exchange Act (Japan); Section 10A Securities Exchange Act.

[42] იხ. Yasuyuki Fuchita, *Financial Gatekeepers in Japan*, in Financial Gatekeepers, Can they Protect Investors? 13, 23–9 (Yasuyuki Fuchita and Robert E. Litan eds., 2006); John C. Coffee Jr., Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance 89–93 (2006).

როდესაც საქმე ეხება ქმედების შემდეგ (*ex post*) აღსრულებას, საშუალებები აშშ-ში არის უფრო ეფექტური, ვიდრე სხვა ქვეყნებში. იმ შემთხვევაში, თუ ცნობილი გახდება, რომ დაკავშირებულ პირთა შორის დადებული გარიგება არ გამჟღავნდა, ეს საფუძველს შეუქმნის ფასიანი ქაღალდების მარეგულირებელ კომისიას, დაიწყოს აღსრულების პროცედურები, სისხლის სამართლის საქმე, და, ამ საფუძვლიდან გამომდინარე, ზოგჯერ აქციონერებმა თაღლითობის გამო შეიძლება შეიტანონ სარჩელი.

აშშ-ის გარეთ ფასიანი ქაღალდებით თაღლითობის მარეგულირებელი ნორმების გამოყენება დაკავშირებულ პირთა შორის დადებულ გარიგებებთან მიმართებით უფრო იშვიათად ხდება. ღია კორპორაციებმა შეიძლება აირჩიონ უფრო მკაცრი გამჭვირვალობის სისტემა აშშ-ის სახით მათი აქციების აშშ-ის საფონდო ბირჟებზე დაშვების გზით და, ამრიგად, დაუქვემდებარონ მათი პოლიტიკა უფრო მკაცრი ფასიანი ქაღალდების სამართლის მოთხოვნებს.[43] მიუხედავად ამისა, აშშ-ის ტერიტორიის გარეთ ამერიკული ფასიანი ქაღალდების სამართალი შეზღუდულად მოქმედებს, რაც ნიშნავს, რომ ინვესტორები, რომლებიც იყიდიან ფასიან ქაღალდებს იმ კორპორაციებში, რომელთა ფასიანი ქაღალდებიც, იმავდროულად, არის აშშ-ში დაშვებული, ღიაობის ვალდებულების დარღვევის შემთხვევაში შეიძლება დარჩნენ ზიანის ანაზღაურების გარეშე.[44]

თეორიულ და პრაქტიკულ დონეზე დახურულ კორპორაციებთან დაკავშირებით საკანონმდებლო აქტების მოქმედების შედარება ძალიან რთულია. აშშ-ის სამართალი არ აკისრებს სავალდებულო ღიაობის მოთხოვნებს დახურულ კორპორაციებს, თუმცა ასეთი კორპორაციები ამჟღავნებენ დაკავშირებულ პირთა შორის დადებულ გარიგებებს, მათი ნებაყოფლობითი შესაბამისობით აშშ-ის GAAP-თან.[45] მეორე მხრივ, რთულია იმის განსაზღვრა, რამდენად ასაჯაროებენ დიდი დახურული კორპორაციები საკუთარ თავთან დადებული მნიშვნელოვანი გარიგებების შესახებ ინფორმაციას ევროპაში, ბრაზილიასა და იაპონიაში, და ასევე გაურკვეველია, რამდენად ამჟღავნებენ ასეთ ინფორ-

[43] ლიტერატურის განხილვისთვის შემდეგ საკითხებთან დაკავშირებით dual listing and the "bonding hypothesis," იხ. Olga Dodd, *Why Do Firms Cross-list Their Shares on Foreign Exchanges? A Review of Cross-Listing Theories and Empirical Evidence*, 5 Review of Behavioral Finance 77 (2013).

[44] იხ. Érica Gorga, *The Impact of the Financial Crisis on Nonfinancial Firms: The Case of Brazilian Corporations and the "Double Circularity" Problem in Transnational Securities Litigation*, 16 Theoretical Inquiries in Law 131 (2015). იხ. აშშ-ის უზენაესი სასამართლოს გადაწყვეტილება შემდეგ საქმეში: *Morrison v. National Australia Bank*, 561 United States Reports 247 (2010), რომელიც უარყოფს აშშ-ის ფასიანი ქაღალდების კანონმდებლობის გავლენას აშშ-ის გარეთ. მხოლოდ ინვესტორებს, რომლებიც ყიდულობენ ფასიან ქაღალდებს აშშ-ში, შეეძლებათ მდგომარეობის გაუმჯობესება ასეთი დარღვევებისაგან, რაც გამოიწვევს არათანაბარ მოპყრობას შიდა ინვესტორებთან.

[45] იხ. American Institute of Certified Public Accountants, Private Company Financial Reporting Task Force Report 8 (2005) (many private companies prepare their financial statements in accordance with U.S. GAAP).

მაციას ნებაყოფლობით პატარა საწარმოები, განსაკუთრებით ისეთ ქვეყნებში, სადაც საგადასახადო და კორპორაციული მიზნებისთვის არის ერთი სახის საანგარიშსწორებო მონაცემები.[46]

მიზნობრივი ღიაობის მოთხოვნა ზოგჯერ შესაძლებელია აქციონერებისათვის, რაც დამოკიდებულია მოცემული ტრანსაქციის საეჭვოობაზე. მიზნობრივი ღიაობა შეიძლება გამოყენებულ იქნეს როგორც კერძო აღსრულების დამხმარე საშუალება ძალაუფლების ბოროტად გამოყენებით დაკავშირებულ პირთა შორის დადებულ გარიგებებთან მიმართებით. ევროპული იურისდიქციები საშუალებას აძლევენ უმცირესობაში მყოფ აქციონერებს, მოითხოვონ ბიზნესის ექსპერტის ან სპეციალური აუდიტორის მიერ განსაზღვრული ტრანსაქციების, ხშირად საკუთარ თავთან დადებული გარიგებების, შესწავლა.[47] ამ სასამართლოს მიერ დანიშნული ექსპერტების საშუალებით ახერხებენ აქციონერები, მოიპოვონ ინფორმაცია საკუთარ თავთან დადებული არაკეთილსინდისიერი გარიგებების შესახებ. ეს უფლება განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია იმ დროს, როცა არ შეგვხვდება აშშ-ის სამართლით გათვალისწინებული დარღვევების აღმოჩენის მექანიზმი, რაც უფრო ართულებს მოსარჩელეებისათვის მტკიცებულების მოპოვებას ინსაიდერების მიერ ჩადენილ ქმედებებთან დაკავშირებით. თუმცა მაშინ, როდესაც ინფორმაციის შეგროვების მექანიზმი ძლიერდება საფრანგეთსა და გერმანიაში, სხვა ქვეყნებში ის ნაკლებად ეფექტური ჩანს.[48] მეორე მხრივ, აშშ-ის სამართალი არა მხოლოდ ხელს უწყობს მოსარჩელეებს ინფორმაციის მოძიებაში, არამედ უფლებას აძლევს აქციონერებს, შეამოწმონ კომპანიის საბუღალტრო დოკუმენტაცია და ოქმები, იმ შემთხვევაში, თუ ისინი დაამტკიცებენ, რომ სახეზეა სათანადო მიზანი.[49]

იაპონური სამართალი იძლევა ზემოთ დასახელებულ ორივე უფლებას (სპეციალური აუდიტორის დანიშვნა და კომპანიის საბუღალტრო დოკუმენტაციისა და ქონების შესწავლა) იმ აქციონერებისათვის, რომლებიც ფლობენ აქციათა 3%-ს ან უფრო მეტს, ან ხმის უფლებებს.[50]

[46] იხ. თავი 5.2.1.1.

[47] იხ. e.g. §142 AktG (Germany).

[48] იხ. for France, Maurice Cozian et al., Droit des sociétés 249 (28th edn., 2015) (high number of petitions to designate an *expert de gestion*); for Germany, Gerald Spindler, in Aktiengesetz Kommentar (Karsten Schmidt and Marcus Lutter eds., 3rd edn., 2015) §142 para 7 (same). Compare, for the UK, Paul L. Davies and Sarah Worthington, Gower and Davies Principles of Modern Corporate Law 673 (9th edn., 2012); for Italy, Luca Enriques, *Scelte Pubbliche e Interessi Particolari nella Riforma del Diritto Societario*, 2005 Mercato Concorrenza Regole 145, 170 (the 2003 corporate law reform emasculated a similar protection tool). For a comparative law discussion, იხ. Forum Europaeum Corporate Group Law, *Corporate Group Law for Europe*, 1 European Business Organization Law Review 165, 207–17 (2000).

[49] Delaware GCL §220; for more details, იხ. William T. Allen, Reinier Kraakman, and Guhan Subramanian, Commentaries and Cases on the Law of Business Organization 167–8 (4th edn., 2012).

[50] Arts. 358 and 433 Companies Act (Japan).

ბრაზილიური სამართალი არის მსგავსი (თუმცა უფრო მეტად შეზღუდული): აქციონერებს, რომლებიც ფლობენ მთელი კაპიტალის 5%-ს, შეუძლიათ იჩივლონ და მოითხოვონ წვდომა კომპანიის საბუღალტრო დოკუმენტაციასა და ჩანაწერებთან, თუმცა მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ მიუთითებენ გადაცდომაზე ან აქვთ დადასტურებელი ეჭვი მნიშვნელოვანი დარღვევების შესახებ.[51]

6.2.1.2 ლიკვიდაცია და კომპანიიდან გასვლის უფლება

ხმის უფლება და გავლენა მენეჯმენტზე საშუალებას აძლევს მათ, ვისაც აქვთ კონტროლი, მიითვისონ კორპორაციის მოგება, მაგალითად, მათი ოჯახის წევრებისათვის დანიშნული ხელფასების სახით. როდესაც ასეთი პრაქტიკა იძენს ძალაუფლების ბოროტად გამოყენების განსაკუთრებით ცუდ სახეს და ხორციელდება სისტემატიურად, იურისდიქციების უმრავლესობა უმცირესობაში მყოფ აქციონერებს აძლევს უფლებას, დაიწყონ კორპორაციის იძულებითი ლიკვიდაცია.[52] მიუხედავად ამისა, გასვლის ასეთი სტრატეგია შეზღუდულია მხოლოდ დახურული კომპანიებით, ამ შემთხვევაშიც კი ლიკვიდაცია საკმაოდ იშვიათია: სასამართლოები, ძირითადად, იცავენ კომპანიების სამომავლო ღირებულებას და ხელს უწყობენ კონტროლის განმახორციელებელ აქციონერებს, გამოისყიდონ უმცირესობაში მყოფი აქციონერების აქციები.[53] ბრაზილია ეყრდნობა გასვლის სტრატეგიას, რადგან არცთუ ისე დიდი ხანია, რაც სასამართლოებმა ნება დართეს უმცირესობაში მყოფ აქციონერებს, დახურულ კორპორაციებში დაეწყოთ ნაწილობრივი ლიკვიდაცია (კომპანიის მიერ მათი აქციების შეძენის გზით), ძალაუფლების ბოროტად გამოყენების დამტკიცების გარეშე – სავარაუდოდ, როგორც პასუხი მოსარჩელეების პროცედურებით დატვირთვისა და მტკიცებულებების მოპოვების წინააღმდეგ.[54]

პრაქტიკაში უმცირესობაში მყოფი აქციონერები დახურულ კორპორაციებში იღებენ გარკვეული თარიღის და შეთანხმებული ფასის მიხედვით აქციების

[51] Art. 105 Lei das Sociedades por Ações.

[52] Art. 1844-7 Code Civil (France); §61 GmbH-Gesetz (shareholders with 10 percent of the shares can იხ.k dissolution) (Germany); Art. 833 Companies Act (10 percent shareholder can იხ.k dissolution before the court) (Japan); section 122(1)(g) Insolvency Act 1986 (UK); §14.30(2) RMBCA; §40 Model Statutory Close Corporation Supplement (U.S.). No such right exists under Italian law.

[53] იხ. for France, Cozian et al., note 48, at 274–5 (courts do not grant dissolution lightly); for Germany, Detlef Kleindiek, §61 No. 8, in GmbH-Gesetz Kommentar (Walter Bayer, Peter Hommelhoff, Detlef Kleindiek, and Marcus Lutter eds., 19th edn. 2016) (dissolution will only be granted in exceptional circumstances); for the UK, Davies and Worthington, note 48, at 744–6 (the unfair prejudice remedy has crowded out winding-up petitions).

[54] უმნიშვნელო დარღვევა *affectio societatis-ის* (სურვილი, იყოს საერთო ორგანიზაციის ნაწილი, გაერთიანდნენ) არის საკმარისი. იხ. e.g. STJ, ERESP 419.174-SP (2008). ბრაზილიის ახალი სამოქალაქო საპროცესო კოდექსი სპეციფიკურად ითვალისწინებს, რომ 5%-იან აქციონერებს შეუძლიათ, მოითხოვონ ნაწილობრივი დაშლა (partial dissolution) დახურული კორპორაციისა იმ შემთხვევაში, თუ დაამტკიცებენ, რომ კომპანიას არ შეუძლია საკუთარი მიზნის შესრულება. Art. 599 §2º Lei 13.105 of 2015.

შესყიდვის პირობას, რაც შეიძლება განხორციელდეს მნიშვნელოვანი ზეწოლის საფუძველზე: მათ შეუძლიათ, განახორციელონ სახელშეკრულებო ან წილობრივი უფლებები, რომ გაყიდონ საკუთარი აქციები კომპანიაზე ან კონტროლის განმახორციელებელ აქციონერზე. ამ უფლების განხორციელება, როგორც წესი, დამოკიდებულია სასამართლო საქმისწარმოებაზე იმისათვის, რათა განისაზღვროს გამოსყიდვისათვის აქციების ღირებულება. რადგან სასამართლო საქმისწარმოება არის ხარჯიანი, ლიკვიდაციის უფლება, ძირითადად, არის მოლაპარაკებების იარაღი ისეთ სიტუაციებში, როდესაც სახეზეა უმცირესობის დაჩაგვრა, შესაბამისად, ეს მეთოდი ძალაუფლების ბოროტად გამოყენების პრევენციას ახდენს.

6.2.2 წარმომადგენლის წამახალისებელი გარემოებები

კომპანიის ქონების გაფლანგვა ყველგან შეზღუდულია წამახალისებელი სტრატეგიებით. უმცირესობაში მყოფი აქციონერები არიან დაცული დისკრიმინაციული მიდგომისგან დივიდენდის განაწილებასთან დაკავშირებით *pro rata rule-ის* მეშვეობით, როგორც ეს ვნახეთ მე-4 თავში.[55] ზოგიერთ ევროპულ ქვეყანაში უმცირესობაში მყოფი აქციონერები დაცულნი არიან კრედიტორზე ორიენტირებული რეგულაციების მეშვეობით, რომლებიც კრძალავს მოგების (დივიდენდის) დამალვას. გერმანიასა და გაერთიანებულ სამეფოში დაბალი ღირებულებით შეფასებული ტრანსაქციები კორპორაციასა და კონტროლის განმახორციელებელ აქციონერს შორის შეიძლება დახასიათდეს როგორც შეფარული ან დამალული და, შესაბამისად, უკანონო განაწილება,[56] თუმცა ასეთი საქმეები იშვიათად განიხილება გაკოტრების საქმისწარმოების მიღმა. მიუხედავად ამისა, იურისდიქციების უმრავლესობა ბორდს აკისრებს, განიხილოს ზოგიერთი ინტერესთა კონფლიქტის შემცველი გარიგება მაინც, რომლებიც შეიძლება დახასიათდეს როგორც რწმუნებულებითი სტრატეგია, მინიმუმ მაშინ, როდესაც ბორდები არიან დამოუკიდებელი ან როდესაც კანონი აკეთებს არადამოუკიდებელი წევრების დისკვალიფიკაციას ტრანსაქციაზე გადაწყვეტილების მიღებისგან.

6.2.2.1 ბორდის მიერ გადაწყვეტილების მიღება

ერთ-ერთი გზა დაკავშირებულ პირთა შორის დადებული გარიგებების გამომჟღავნებისათვის არის გადაწყვეტილების მიმღები შიდა პირების მიერ, რომლებიც არ არიან დაინტერესებული ამ საკითხით, ან არიან დამოუკიდებელი, ტრანსაქციის დამტკიცება. უფრო ხშირად, ეს ნიშნავს ბორდისთვის ტრან-

[55] იხ. Chapter 4.1.3.2.

[56] იხ. Holger Fleischer, *Disguised Distributions and Capital Maintenance in European Company Law*, in Legal Capital in Europe 94 (Marcus Lutter ed., 2006).

საქციის გადაწყვეტის მოთხოვნას დაინტერესებული მხარის მონაწილეობის გარეშე. აღნიშნული საკითხის ვარიაცია არის ტრანსაქციის გადაწყვეტა მხოლოდ დირექტორთა დაუინტერესებელი ჯგუფის მიერ.

ინტერესთა კონფლიქტის შემცველი ტრანსაქციების დაუინტერესებელი (ან დამოუკიდებელი) დირექტორების მიერ დამტკიცებას აქვს რამდენიმე გამართლება: პირველი, შესაბამისობა არის შედარებით იაფი; მეორე, კეთილსინდისიერი ტრანსაქციები, რომელთა მიზანია ღირებულების ზრდა, უფრო მეტად იქნება დამტკიცებული, და ზოგიერთ იურისდიქციაში დაცული გარე თავდასხმისაგან;[57] მესამე, დაუინტერესებელმა დირექტორებმა შეიძლება დასვან კითხვები, როგორც მინიმუმ, ეჭვის შემცველ გარიგებებთან მიმართებით მაინც.

ბორდის მიერ გარიგების დამტკიცების გამართლების საპირისპირო არის ამ პროცედურების ხარჯები. დაუინტერესებელი და დამოუკიდებელი დირექტორები შეიძლება არ იყვნენ ის ერთგული წარმომადგენლები, როგორც ამას კანონი ვარაუდობს. უმრავლეს შემთხვევაში, ისინი შერჩეული არიან უმაღლესი მენეჯმენტის, კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერების ან ორივე ამ მხარის მიერ. თუ მათ არ შეუძლიათ კეთილსინდისიერი ტრანსაქციების დაბლოკვა, მათ ასევე, სავარაუდოდ, არ შეუძლიათ არაკეთილსინდისიერი ტრანსაქციებისთვის წინააღმდეგობის გაწევა, განსაკუთრებით ექსტრემალური სიტუაციებში.

ბორდის ჩართულობა დაკავშირებულ პირთა შორის დადებულ გარიგებებთან მიმართებით შეიძლება მრავალნაირად იქნეს წარმოდგენილი. იურისდიქციებმა შესაძლებელია, პრევენციის მიზნით მოითხოვონ, რომ ბორდი გაფრთხილებულ იქნეს დაკავშირებულ პირთა შორის დადებულ გარიგებებთან მიმართებით,[58] რაც მოიცავს ბორდის ავტორიზაციას ან რატიფიკაციას; მეორე, მათ შეიძლება მოითხოვონ ან განსაკუთრებით ხელი შეუწყონ ბორდის პირდაპირ თანხმობას, როგორც მინიმუმ, ზოგიერთ დაკავშირებულ პირთა შორის დადებულ გარიგებებთან მიმართებით; მესამე, მათ შეიძლება მოითხოვონ ბორდის მიერ გარიგების დამტკიცება და მოსთხოვონ დაკავშირებულ მხარეს, მასთან აფილირებულ პირებს ან დაინტერესებულ დირექტორებს, თავი შეიკავონ ხმის მიცემისგან; ბოლოს, მათ შეიძლება მიენიჭოთ ვეტოს უფლება ან გადაწყვეტილების ექსკლუზიურად მიღების უფლება დამოუკიდებელი დრექტორებისათვის, ან მხოლოდ მათ მიერ დაკომპლექტებული კომიტეტის შექმნის უფლება.

პირდაპირ თუ არაპირდაპირ იურისდიქციების უმრავლესობა აწესებს ან მხარს უჭერს ბორდის მიერ ისეთი გარიგებების დამტკიცების ვალდებულებას,

[57] იხ. Robert B. Thompson and Randall S. Thomas, *The Public and Private Faces of Derivative Law Suits*, 57 Vanderbilt Law Review 1747, 1787 (2004).

[58] იხ. Corporate Governance Code §4.3.4 (Germany); Art. 2391 Civil Code (Italy); section 177 Companies Act 2006 (UK).

რომელიც ეხება ზოგიერთ საკუთარ თავთან დადებულ ტრანსაქციას მაინც.[59] მაგალითად, გაერთიანებული სამეფოს კანონმდებლობის თანახმად, ღია კორპორაციების ბორდები ამტკიცებენ ფაქტობრივად დაკავშირებულ მხარეთა შორის დადებულ ყველა გარიგებას, რომლებიც წარდგენილ უნდა იქნეს აქციონერებისათვის კენჭისყრაზე,[60] მაგრამ დახურული კორპორაციებისათვის ასეთი დამტკიცება შემოფარგლულია, ძირითადად, მნიშვნელოვან ქონებრივ გარიგებებსა და დირექტორებთან დადებულ სასესხო ხელშეკრულებებთან დაკავშირებით.[61] შედარებისთვის, ფრანგული და იაპონური კანონები არეგულირებს დაუინტერესებელი დირექტორების მიერ ჩვეულებრივი საქმიანობის მიღმა კომპანიასა და მის დირექტორებს, გენერალურ მენეჯერსა და, საფრანგეთის შემთხვევაში, მსხვილ აქციონერებთან დადებული ყველა კონტრაქტის ავტორიზაციას.[62]

თავის მხრივ, იტალიაში არსებული დამატებითი რეგულაციები, ძირითადად, უკავშირდება დამოუკიდებელ დირექტორებს. დასახელებული რეგულაციების თანახმად, დამოუკიდებელი დირექტორებისაგან შემდგარმა კომიტეტმა რეკომენდაცია უნდა გაუწიოს დაკავშირებულ პირთა შორის დადებულ

[59] იტალიის სამართალი უფლებას აძლევს ბორდს, რატიფიცირება გაუკეთოს საკუთარ თავთან დადებულ გარიგებებს, სადაც დირექტორები, რომლებსაც სხვა მხრივ ექნებოდათ დასახელებული გარიგებების გადაწყვეტის უფლებამოსილება, არიან დაინტერესებული. იხ. Art. 2391 Civil Code. გერმანული მოთხოვნები მეტწილად შეეფარდება სესხებას და მნიშვნელოვან სერვისებს, რომლებიც უზრუნველყოფილია სამეთვალყურეო საბჭოს წევრების მიერ, და გერმანული სასამართლოები იყვნენ ძალიან მკაცრი სამეთვალყურეო საბჭოს წევრების მიერ კომპანიისთვის ანაზღაურებადი სამართლებრივი და მენეჯმენტის სერვისებისა და რჩევების მიწოდებით. იხ. §§89, 114–15 AktG; BGH, decision of 10 July 2012–II ZR 48/11 (*Fresenius*), NJW 2012, 3235. გერმანული სამართალი, ასევე, აკისრებს კომპანიის წარმომადგენლობას სამეთვალყურეო საბჭოს ერთ-ერთ წევრს მენეჯერებთან დასადებ ტრანსაქციებთან დაკავშირებით (§112 AktG). საბოლოოდ, გერმანიის კორპორაციული მართვის კოდექსი რეკომენდაციას უწევს სამეთვალყურეო საბჭოს მიერ თანხმობის მიცემას მენეჯერებთან დასადებ ტრანსაქციებსა და მნიშვნელოვან გარიგებებთან დაკავშირებით, რომლებიც იდება მენეჯერებთან დაახლოებულ პირებთან. ბრაზილიური სამართალი მხოლოდ ითხოვს ბორდის მხარდაჭერას (როგორც აქციონერების მხარდაჭერის ალტერნატივას) დირექტორებსა და მენეჯერების კორპორაციულ სესხებთან მიმართებით და კომპანიის ქონებისა და სხვა სერვისების გამოყენებასთან დაკავშირებით. Art. 154, §2°, *b* Lei das Sociedades por Ações.

[60] იხ. Chapter 6.2.3

[61] იხ. sections 188–226 Companies Act 2006 (also covering payments for loss of office and long-term service contracts).

[62] For France, იხ. Arts. L. 225-38 (one-tier board) and L. 225-86 (two-tier board) Code de commerce (also applicable to third parties acting for directors or general managers) and Arts. L. 225-39 and L. 225-86 Code de commerce (exempting routine transactions). მიუხედავად ამისა, პრაქტიკიდან გამომდინარე, ერთი და იმავე ჯგუფის კომპანიებს შორის დადებული ტრანსაქციები ხშირად ითვლება ჩვეულებრივი საქმიანობის ნაწილად. იხ. Dominique Schmidt, Les conflits d'intérêts dans la société anonyme 120 (2nd edn., 2004). For Japan, იხ. Arts. 356(1)(ii)(iii) and 365(1) Companies Act (all transactions with directors personally; no statutory exemption for routine ones). იაპონიის სასამართლოები, ასევე, ითხოვენ ბორდის თანხმობას კომპანიებს შორის დადებული იმ ტრანსაქციებისთვის, რომელთა მონაწილე მხარეებიც არიან დირექტორები. იხ. Supreme Court of Japan, 23 December 1971, 656 Hanrei Jiho 85.

გარიგებებს, რომლებიც უნდა გადაწყდეს ბორდის კენჭისყრის გზით: კომიტეტის რეკომენდაცია მცირე ღირებულების მქონე გარიგებებთან დაკავშირებით არ არის მავალდებულებელი, იგი მავალდებულებელია დიდ გარიგებებთან დაკავშირებით, თუ მოცემული კომპანიის სარეგისტრაციო მონაცემები კომიტეტის უარყოფითი დასკვნის შემთხვევაში არ ითვალისწინებს გარიგების რატიფიცირებას დაუინტერესებელი აქციონერების მიერ.[63]

ბოლოს, იმ შემთხვევაში, თუ ამას არ ითვალისწინებს სამეწარმეო კანონმდებლობა, ბრაზილიური ფასიანი ქაღალდების კომისია ხელს უწყობს რწმუნებულებითი სტრატეგიის გამოყენებას რეკომენდაციით, რომ სპეციალური დამოუკიდებელი კომიტეტის მიერ გარიგების დამტკიცება იქნება როგორც მტკიცებულება, რომ მენეჯერებმა ხელმძღვანელობის მოვალეობები დაიცვეს დედა კომპანიასა და შვილობილს შორის გარიგების დადების დროს.[64] იმავდროულად, სპეციალური დამოუკიდებელი კომიტეტის მიერ თანხმობის მოპოვება, ასევე, ძალას იკრებს იაპონიაში აქციათა გამოსყიდვისა და საწარმოთა შეძენებისა და შერწყმების დროს, სადაც მონაწილეობას იღებს კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერი. [65]

მიუხედავად იმისა, რომ ამერიკული იურისდიქციები ბოლომდე არ აყალიბებენ ბორდის უფლებამოსილებას მენეჯმენტის მიერ საკუთარ თავთან გარიგების დადების დროს, ისინი ამას აქტიურად უჭერენ მხარს. შტატების კანონები ქმნიან ხელშემწყობ გარემოებებს დაინტერესებული მენეჯერებისათვის, რომელთაც უნდათ ბორდის თანხმობის მოპოვება მსგავს ტრანსაქციებთან დაკავშირებით, სამეწარმეო განსჯის წესის შესაბამისად.[66] ბორდის თანხმობა ასევე ასრულებს მნიშვნელოვან როლს იმ ტრანსაქციებში, სადაც სახეზე არიან კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერები. როგორც წესი, ასეთი ტრანსაქციები უფრო მკაცრი სამართლიანობის (კეთილსინდისიერების) სტანდარტს ექვემდებარებიან.

დამოუკიდებელი დირექტორის მიერ გარიგების დამტკიცების ხელშეწყობისათვის დელავერის სამართალი მტკიცების ტვირთს აკისრებს მხარეს, რომელიც აპროტესტებს კონტროლის განმახორციელებელ აქციონერთან დადებულ ტრანსაქციას მაშინ, როდესაც ბორდს ტრანსაქციასთან დაკავშირებით მოლაპარაკების წარმართვის ვალდებულება დაკისრებული აქვს კომიტეტისთვის, რომელიც დაკომპლექტებულია სრულად დამოუკიდებელი დირექტორებისაგან და მათ აძლევს შესაბამის რესურსებს (მაგალითად, დამოუკიდებელი სამართლებრივი და ფინანსური რჩევების მიღების შესაძლებლობას)

[63] Arts. 7–8 Consob Regulation on Related Party Transactions.

[64] CVM Advisory Opinion No. 35 (2008).

[65] იხ. თავი 7.4.1.2.

[66] იხ. §8.31 Model Business Corporation Act; Flieger v. Lawrence, 361 Atlantic Reporter 2d 218 (Delaware Supreme Court 1976); Kahn v. Lynch Communications Systems, Incorporated, 638 Atlantic Reporter 2d 1110 (Delaware Supreme Court 1994).

მიზნის მისაღწევად.[67] მიუხედავად იმისა, რომ ეს, ფაქტობრივად, საკმარისია დელავერის სასამართლოების მიერ შეფარდებული სამართლიანობის ტესტის დასაკმაყოფილებლად,[68] იგი მაინც შეიძლება არ იყოს საკმარისი, რადგან დელავერის სასამართლოები უყურებენ ფაქტების ფართო სპექტრს.[69] კონტროლის განმახორციელებელი (მაკონტროლებელი) აქციონერების მიერ საჯარო კორპორაციების პრივატიზაციისას (going-private merger) სასამართლო პრაქტიკა აძლიერებს დელავერის სამართლის დამოკიდებულებას რწმუნებულებითი და ხმის უფლების სტრატეგიების კომბინაციურად გამოყენებასთან დაკავშირებით ტრანსაქციების სამეწარმეო განსჯის წესის მეშვეობით დასაცავად, იმ ფაქტის გათვალისწინებით, რომ დასახელებული ტრანსაქციები უკვე დამტკიცებულია დამოუკიდებელი და კარგად ფუნქციონირებადი სპეციალური კომიტეტის მიერ და უმცირესობაში მყოფი აქციონერების უმრავლესობის მიერ.[70] სამწუხაროდ, როგორც ადრე ვთქვით, გაურკვეველია, რამდენად შეძლებენ კომპანიები ისარგებლონ ამ შესაძლებლობით, რადგან უმცირესობაში მყოფი აქციონერების უმრავლესობის მოპოვება რისკთან არის დაკავშირებული, ვინაიდან სახეზეა აქტიური საინვესტიციო ფონდები, რომლებიც შეიძლება გაერთიანდნენ და ტრანსაქციას დაადონ ვეტო.

დღეისათვის იურისდიქციების უმრავლესობა მოითხოვს ღია კორპორაციების ბორდებისაგან უმაღლესი აღმასრულებელი მენეჯერების ანაზღაურების დამტკიცებას.[71] რადგან აღმასრულებელი მენეჯერების ანაზღაურება გაიზარ-

[67] იხ. Allen et al., note 49, at 323; *Kahn v. Lynch Communications Systems*, note 66; *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 Atlantic Reporter 2d 701 (Delaware Supreme Court 1983).

[68] იხ. თავი 6.2.5.2.

[69] On the intricacies of Delaware case law on procedural fairness in parent-subsidiary transactions, იხ. William J. Carney and George B. Shepherd, *The Mystery of Delaware Law's Continuing Success*, 2009 University of Illinois Law Review 1.

[70] *Kahn v. M & FWorldwide Corp.*, 88 Atlantic Reporter 3d 635 (Delaware Supreme Court 2014).

[71] იხ. §8.11 Model Business Corporation Act (U.S.); §87 AktG (Germany); Art. 2389(3) Civil Code (Italy); Art. 361(1) Companies Act (იაპონიაში კომპანიებს, რომელთაც ჰყავთ სარეგისტრაციო განაცხადით გათვალისწინებული აუდიტორები, აქციონერების საერთო კრების თანხმობა მოითხოვება დირექტორისათვის გადასახდელი ყველა შეჯამებული ოდენობის შესახებ, და ბორდს აქვს უფლება, გადაწყვიტოს დირექტორისთვის მისაცემი ანაზღაურების ლიმიტის შესახებ) and Art. 404(3) Companies Act (კომპანიის კომიტეტებში ანაზღაურების განსაზღვრის კომიტეტი განსაზღვრავს დირექტორისა და მენეჯერისათვის გადასახდელი ინდივიდუალური ანაზღაურების ოდენობას) (იაპონია). გაერთიანებულ სამეფოში ბორდის თანხმობა არის ზოგადი წესი (იხ. §84 Table A, Companies Regulations 1985, as amended), მაგრამ, როგორც წესი, კომპანიები არ არიდებენ ამას თავს როგორც ისტორიული მიზეზებით (ალტერნატივად გამოყენებულია აქციონერების თანხმობა), ასევე აქციებით მოვაჭრე კომპანიებიდან გამომდინარე, რადგან გაერთიანებული კოდექსი რეკომენდაციას იძლევა, ანაზღაურების განსაზღვრის კომიტეტი დაეთანხმოს დასახელებულს, „შესაბამისობაში მოიყვანე ან ახსენი" პრინციპიდან გამომდინარე. (B.2.2). საფრანგეთში აქციონერები განსაზღვრავენ დირექტორებისათვის გადასახდელი ანაზღაურების სრულ ოდენობას, რომელსაც შემდეგ ბორდი ანაწილებს დირექტორებს შორის. Arts. L. 225-45, L. 225-46, L. 225-63, L. 225-83, and L. 225-84 Code de commerce (France). ამ თვალსაზრისით, ბრაზილია კვლავ გამორჩეულია, რადგან მისი აქციონერებზე ორიენტირებული კორპორაციული მართვის მოდელი,

და, სარეგულაციო რეფორმებმა და ინვესტორების ზეწოლამ აიძულა ღია კორპორაციები, მიეღოთ სხვადასხვა მექანიზმი, მათ შორის ანაზღაურების განსაზღვრის გადანდობა სპეციალიზებული კომიტეტებისათვის, რომლებიც მთლიანად დამოუკიდებელი დირექტორებისგან არის დაკომპლექტებული. ეს მიმართულება გაძლიერებულია ენრონისა და ფინანსური კრიზისის შემდგომი რეფორმებით.[72] აშშ-ში ღია კორპორაციების ანაზღაურების განსაზღვრის კომიტეტები სრულად უნდა იყოს დამოუკიდებელი და ჰქონდეს უფლებამოსილება, ჰყავდეს საკუთარი კონსულტანტები, საბჭო და საკუთარი მრჩევლები.[73] იმავდროულად, მოსამართლეებს სჩვევიათ ბორდის მიერ ანაზღაურების განსაზღვრასთან დაკავშირებულ საქმეებში ბორდის გადაწყვეტილების ნდობა, ვიდრე დაკავშირებულ პირთა შორის დადებული გარიგების დროს. ბორდის მიერ აღმასრულებლების ანაზღაურების დამტკიცების შესახებ გადაწყვეტილება დიდი ალბათობით ვერ იქნება წარმატებულად გაპროტესტებული, განსხვავებით დაკავშირებულ პირთა შორის დადებული გარიგებებისგან.[74]

გერმანიაშიც კი, სადაც უფრო მკაცრია სასამართლო ანაზღაურების განსაზღვრასთან მიმართებით, ნაკლებად მოსალოდნელია, რომ სასამართლოებმა ეჭვი შეიტანონ ბორდის მიერ ანაზღაურების განსაზღვრის დამტკიცებაში, სანამ სახეზე არ იქნება დიდი სხვაობა ანაზღაურების მოცულობასა და სამუშაოს აღწერილობას შორის.[75] მდგომარეობა შეიძლება შეიცვალოს ბოლო რეფორმის შემდეგ, როდესაც სამეთვალყურეო საბჭოს დაეკისრა პასუხისმგებლობა ჩვეულებრივისგან განსხვავებული ანაზღაურების დაწესებისათვის, რაც სპეციალური მიზეზების გამო აღემატება ჩვეულებრივ ანაზღაურებას, ან არ უწყობს ხელს ღია კორპორაციის მდგრად განვითარებას.[76]

დიდი ხანია, მას მენეჯერებისთვის გადასახდელი გაერთიანებული ანაზღაურების ოდენობის გადაწყვეტის უფლებამოსილებას ანიჭებს Art. 152 Lei das Sociedades por Ações.

[72] უკანასკნელი განვითარებებისა და აღნიშნულ არეალში მოსალოდნელი ცვლილებების შესახებ იხ. Guido Ferrarini and Maria Cristina Ungureanu, *Executive Remuneration: A Comparative Overview*, in Oxford Handbook of Corporate Law and Governance, note 36.

[73] იხ. თავი 3.3.

[74] მიუხედავად ამისა, დელავერის სასამართლოებმა შეიძლება გამოიყენონ უფრო რთული – „სამართლიანობის ტესტი“, როდესაც დირექტორები ამტკიცებენ საკუთარ ანაზღაურებას, სანამ აქციონერებს აქვთ მათი გადაწყვეტილება წესების შესაბამისად დამტკიცებული. იხ. However, Delaware courts may apply the more onerous “entire fairness” test when directors approve their own compensation, unless shareholders have properly ratified the decision. *Calma v. Templeton*, 114 Atlantic Reporter 3d 563 (Del. Ch. 2015). იხ., აგრეთვე, თავი 3.3.2 სამეწარმეო განსჯის წესის *Disney-ის* საქმეში გამოყენებასთან დაკავშირებით.

[75] §87 AktG (supervisory board approval for compensation of executives that are members of the Vorstand). იხ. აგრეთვე თავი 3.3.2 for an account of the (quite unusual) Mannesmann case.

[76] §87 AktG. იხ. also Klaus. J. Hopt, Conflict of Interest Secrecy and Insider Information of Directors–A Comparative Analysis, 10 European Company and Financial Law Review 167, 181 (2013) (noting that the reform is plagued by “many doctrinal and practical difficulties”).

საბოლოოდ, იურისდიქციები გამოკვეთილად მოითხოვენ მენეჯერებისგან, რომ მათ მოიპოვონ ბორდის თანხმობა იქამდე, სანამ გამოიყენებენ ინფორმაციას, რომელიც შეიძლება გამოადგეს მათ კორპორაციას. აშშ-ში, გაერთიანებულ სამეფოსა და იაპონიაში დირექტორები, რომლებიც პირადი ინტერესებისათვის სარგებლობენ კორპორაციული შესაძლებლობით, ითვლება, რომ კეთილსინდისიერად იქცეოდნენ, თუ ბიზნესშესაძლებლობის შესახებ ინფორმაცია მიაწოდეს დაუინტერესებელ დირექტორებს და ეს შესაძლებლობა მათი თანხმობის შემთხვევაში აიღეს.[77] ფაქტობრივად, იგივე დოქტრინა მიღებულ იქნა გერმანიაში (the *Geschäftschancen* doctrine), იტალიაში, ბრაზილიასა და (როგორც *abus de biens/pouvoirs sociaux* შესაძლო დარღვევა ან ერთგულების მოვალეობის დარღვევა) საფრანგეთში.[78]

6.2.3 გადაწყვეტილების მიღების სტრატეგია: აქციონერის ხმის უფლება

იურისდიქციებმა შეიძლება მოითხოვონ ან ხელი შეუწყონ აქციონერების თანხმობას, როგორც ალტერნატივას ან დაუინტერესებელ დირექტორთა საბჭოს მიერ დაკავშირებულ მხარეთა შორის დადებული გარიგების დადასტურების დამატებით გარემოებას. აღნიშნული გამომდინარეობს იმ ფაქტიდან, რომ აქციონერები წარმოადგენენ მხარეს, რომელზეც გავლენას ახდენს მენეჯერების ან კონტროლის განმახორციელებელი პირების ოპორტუნიზმი. საუკეთესო შემთხვევაში გარე დირექტორები წარმოადგენენ დაუინტერესებელ მხარეს, მაშინ, როდესაც აქციონერები დაინტერესებული არიან კორპორაციის ღირებულების შენარჩუნებით. შესაბამისად, შესაძლებელია, რომ აქციონერთა კრებამ უფრო მეტად გამოამზეუროს ინტერესთა კონფლიქტის შემცველი ტრანსაქციები. თუმცა ასეთი მსჯელობა ეწინააღმდეგება ზოგადად კორპორაციული ფორმისთვის დამახასიათებელ მენეჯმენტის დელეგირების თვისებას.[79]

არც ერთი იურისდიქცია არ ითვალისწინებს სავალდებულო წესით აქციონერების თანხმობას ინტერესთა კონფლიქტის შემცველ ტრანსაქციებთან დაკავშირებით, იმ შემთხვევაშიც კი, თუ სახეზეა კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერი. ასეთი სახის თანხმობის მოპოვება რთული იქნება კომპანიებისათვის, განსაკუთრებით იმ კომპანიებისათვის, რომლებიც შედგებიან აქციონერთა ჯგუფებისგან, რადგან ასეთ კომპანიებში ხშირია ინტერესთა კონფლიქტის შემცველი ტრანსაქციები. ინტერესთა კონფლიქტის შემცველ ტრან-

[77] იხ. e.g. Allen et al., note 49, at 315. იხ. also section 175 Companies Act 2006 (UK) and Arts. 356(1)(i) and 365(1) Companies Act (Japan).

[78] იხ., for Germany, Thomas E. Abeltshauser, Leitungshaftung im Kapitalgesellschaftsrecht 373 (1998); Art. 2391(5) Civil Code (Italy); Art. 155 Lei das Sociedades por Ações (Brazil); for France, იხ. Cozian et al., note 48, at 164, 186, and 373 (causing the loss of a profit opportunity is potentially abusive).

[79] იხ. თავი 1.2.4.

საქციებში დაინტერესებულ აქციონერს (ან კონტროლის განმახორციელებელ აქციონერს, ასეთის არსებობის შემთხვევაში) უფლებას აძლევენ, რომ მონაწილეობა მიიღოს კენჭისყრაში, ან უმცირესობაში მყოფი აქციონერების უმრავლესობის თანხმობაა საჭირო გადაწყვეტილების მისაღებად. პირველ შემთხვევაში, როდესაც დაინტერესებული აქციონერი (ან კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერი) იღებს მონაწილეობას, წინასწარ მოსალოდნელია, თუ რა გადაწყვეტილებას მიიღებს საერთო კრება და აქციონერთა მონაწილეობა ემსახურება საინფორმაციო მიზანს; მეორე მაგალითში (როდესაც უმცირესობის უმრავლესობამ უნდა დაუჭიროს გადაწყვეტილებას მხარი), როგორც ამ პოლიტიკის განმახორციელებლებს ეშინიათ ბევრ იურისდიქციაში, გადაწყვეტილებას იღებს უმცირესობა, რომელსაც შეიძლება არ ჰქონდეს საკმარისი ინფორმაცია, ან მოიქცეს ოპორტუნისტულად.

უმცირესობის უმრავლესობის თანხმობა არის კარგად ჩამოყალიბებული ინსტიტუტი აშშ-სა და გაერთიანებულ სამეფოში,[80] სადაც კომპანიებს, როგორც წესი, არ ჰყავთ კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერი. თუმცა დასახელებული ინსტიტუტი (უმცირესობის უმრავლესობის თანხმობა) ნაკლებად არის განვითარებული კონტინენტურ ევროპაში, სადაც კონტროლის განმახორციელებელ აქციონერებს აქვთ მნიშვნელოვანი ხმის (და ლობირების) უფლება. თუმცა დასახელებული ინსტიტუტი ადგილს იმკვიდრებს იაპონიაში დელავერის სამართლის ზეგავლენის შედეგად, აქციათა სავალდებულო მიყიდვისა და საწარმოო შეძენებისა და შერწყმების გარიგებებთან დაკავშირებით, სადაც კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერები ფიგურირებენ.[81] თუმცა შეუძლია თუ არა დაინტერესებულ, კონტროლის განმახორციელებელ აქციონერს დაკავშირებული გარიგების დროს კენჭისყრაში მონაწილეობის მიღება, საკამათო და გადაუწყვეტელ საკითხად რჩება ბრაზილიაში.[82]

პოზიციების თანხვედრა იურისდიქციებს შორის ხმის უფლების გამოყენების საკითხებზე კიდევ უფრო თვალსაჩინოა უმაღლესი მენეჯმენტის ანაზღაურებასთან დაკავშირებით. ყველა იურისდიქცია ითხოვს ღია კორპორაციებისაგან უმაღლესი მენეჯმენტის ანაზღაურების ფორმების წარდგენას აქციონერების წინაშე დასამტკიცებლად.[83] ყველა იურისდიქცია, ასევე, უფლება აძლევს აქციონერებს, გამოიყენონ სავალდებულო (გაერთიანებულ სამეფოში, იაპონიასა

[80] On Delaware law იხ. e.g. Leo E. Strine, Jr., *The Delaware Way: How We Do Corporate Law and Some of the New Challenges We (and Europe) Face*, 30 Delaware Journal of Corporate Law 673, 678 (2005).

[81] იხ. Mori, Hamada, and Matsumoto, M&A-ho Taikei (Comprehensive Analysis of M&A Laws of Japan) 761–6 (2015) (in Japanese).

[82] The controversy centers on the interpretation of Art. 115 Lei das Sociedades por Ações. It is however uncontroversial that controlling shareholders can vote to approve parent-subsidiary mergers. Art. 264 Lei das Sociedades por Ações.

[83] იხ. §§113 and 120(4) AktG (Germany); Arts. L 225-45, L. 225-53, L. 225-63, and L. 225-83 Code de commerce (France); Arts. 2389 Civil Code and 114–II Consolidated Act on Financial Intermediation (Italy); Art. 361(1) Companies Act (Japan).

და ბრაზილიაში) ან სარეკომენდაციო ხმის უფლება უმაღლესი მენეჯმენტის ანაზღაურების განსაზღვრის უფლებებთან დაკავშირებით (დასახელებული სამართლებრივი მდგომარეობა ცნობილია როგორც „განაცხადე გადახდასთან დაკავშირებით", Say on Pay, შემდგომში – მენეჯმენტის ანაზღაურების განსაზღვრის უფლება).[84] უფრო მეტიც, ამერიკული საფონდო ბირჟები მოითხოვენ აქციონერების თანხმობას ყველა წილობრივი ანაზღაურების სქემებთან დაკავშირებით, მაშინ როდესაც ზოგიერთი შტატი მოითხოვს აქციონერების თანხმობას აქციების ფორმით ანაზღაურების გეგმებთან დაკავშირებით (Stock Option Plans).[85] ევროკავშირში წევრი ქვეყნების უმრავლესობას დამტკიცებული აქვს წესები აქციონერების წინასწარი წერილობითი თანხმობის შესახებ წილობრივი მონაწილეობის მქონე წამახალისებელ სქემებთან დაკავშირებით (გერმანია, იტალია და გაერთიანებული სამეფო არიან ყველაზე უფრო მომთხოვნი ამ თვალსაზრისით, რადგან დამკვიდრებული აქვთ აქციონერების სავალდებულო მონაწილეობა წამახალისებელი სქემის ნებისმიერი ოდენობის მიუხედავად). [86]

უმაღლესი მენეჯმენტის ანაზღაურების მიღმა გაერთიანებული სამეფო, საფრანგეთთან ერთად, მხარს უჭერს აქციონერების უფლებას, კენჭისყრის მეშვეობით მოახდინონ ინტერესთა კონფლიქტის შემცველი ტრანსაქციების რატიფიცირება. გაერთიანებული სამეფო აწესებს აქციონერების წინასწარი თანხმობის ვალდებულებას ღია კორპორაციების დიდ ტრანსაქციებთან დაკავშირებით, რომელშიც (ანუ ტრანსაქციებში) მონაწილეობენ დირექტორები და მსხვილი აქციონერები და რომლებიც სცდება ჩვეულებრივი სამეწარმეო საქმიანობის ფარგლებს.[87] თუ კორპორაციები, რომლებიც ვაჭრობენ აქციებით საფონდო ბირჟაზე, ვერ მოახერხებენ „დაკავშირებული მხარის გარიგების" პირობებთან კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერების მოქმედების შესაბამისობის დაცვას, ყველა ასეთ გარიგებაზე კონტროლის განმახორციელებელ აქციონერებთან საჭირო იქნება უმცირესობაში მყოფი აქციონერების

[84] მიუხედავად ამისა, იაპონიასა და ბრაზილიაში უნდა დაამტკიცონ მხოლოდ გაერთიანებული (და არა ინდივიდუალური) აღმასრულებლების ანაზღაურების ოდენობები. შეთავაზებული ცვლილებები Shareholder Rights Directive-ში წარმოადგენს სავალდებულო პირობას აქციებით მოვაჭრე კორპორაციებისათვის ევროკავშირში, საერთო კრების მეშვეობით დაეთანხმონ დირექტორებისათვის მისაცემი ფულის ოდენობას ("say on pay") (proposed Arts. 9a and 9b Shareholders Rights Directive, as envisaged by the Proposed Directive, note 24).

[85] იხ. §303A.08 New York Stock Exchange Listing Rules; Jeffrey N. Gordon, *Executive Compensation: If There's a Problem, What's the Remedy? The Case for "Compensation Discussion and Analysis"*, 30 Journal of Corporation Law 675, 699 (2005). Moreover, Section 162(m) of the Internal Revenue Code conditions the tax deductibility of performance-based compensation on shareholder approval of the material terms of the compensation plan.

[86] იხ. Commission Staff Working Document, Report on the application of the Commission Recommendation on directors' remuneration (2007) 1022.

[87] იხ. Davies and Worthington, note 48, 580–1.

წინასწარი წერილობითი თანხმობა.[88] სხვა კომპანიებთან მიმართებით, კომპანიების (საწარმოების) შესახებ კანონი მოითხოვს აქციონერების თანხმობას დირექტორებთან დასადებ ზოგიერთ ტრანსაქციასთან დაკავშირებით, განსაკუთრებით მნიშვნელოვან ქონებასა და სავალო გარიგებებთან დაკავშირებით. [89]

ფრანგული კანონმდებლობა მოითხოვს, აქციონერების მიერ ყველა ჩვეულებრივი საქმიანობის მიღმა ფინანსური წლის დადგომამდე დადებული ინტერესთა კონფლიქტის შემცველი გარიგების რატიფიცირებას.[90]

მიუხედავად იმისა, რომ ფრანგული მიდგომა ჩანს უფრო მკაცრი, პრაქტიკული თვალსაზრისით, ის არ არის ისეთივე ეფექტური, როგორიც გაერთიანებული სამეფოს კანონმდებლობა. გაერთიანებული სამეფოს შემთხვევაში, სცდება თუ არა გარიგება ჩვეულებრივი საქმიანობის ფარგლებს და, აქედან გამომდინარე, საჭიროა თუ არა აქციონერების თანხმობა, განსაზღვრავენ კორპორაციის გადაწყვეტილების მიმღები პირები, რომელთაც აქვთ ფართო დისკრეცია.[91] მაგრამ, დროის გათვალისწინებით, აქციონერების თანხმობა ნაკლებად მნიშვნელოვან მექანიზმად იქცევა. განსხვავებით გაერთიანებული სამეფოსგან, საფრანგეთში აქციონერებს არ შეუძლიათ, დაბლოკონ ძალაუფლების ბოროტად გამოყენებით დაკავშირებულ პირთა შორის დადებული გარიგებები, იქამდე, სანამ ისინი შევლენ ძალაში; აქციონერებს მხოლოდ შეუძლიათ, გამოთქვან საკუთარი უკმაყოფილება, რომელსაც სარეკომენდაციო ძალა ექნება გარიგების დადების შემდეგ.[92]

სხვა იურისდიქციები ნაკლებად მომთხოვნი არიან აქციონერების თანხმობასთან დაკავშირებით. იტალია, მაგალითად, ითხოვს აქციონერების თანხმობას მაშინ, როდესაც ღია ტიპის სააქციო საზოგადოების დირექტორი გამოთქვამს კონკურენტი კორპორაციის მმართველობის ორგანოში (ბორდში) შესვლის სურვილს.[93]

[88] იხ. Listing Rules, section 11.1.1. ურთიერთობის შეთანხმება კონტროლის განმახორციელებელ აქციონერთან უნდა მოიცავდეს განსაზღვრულ დამოუკიდებელ პირობებს, მათ შორის მოთხოვნას, რომ დაკავშირებულ პირთა შორის დადებული გარიგებები წარიმართოს დამოუკიდებელი მხარეების მონაწილეობით ნორმალურ კომერციულ პირობებზე დაყრდნობით და კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერი გვერდს არ უვლის სალისტინგო წესებს. Listing Rules, section 6.1.4D R.

[89] იხ. note 61.

[90] 90 Arts. L. 225-40 (one-tier board) and 225-88 (two-tier board) Code de commerce (France). ინტერესთა კონფლიქტის მქონე აქციონერებისა ან მენეჯერებისათვის აკრძალულია, რომ მათ განკარგულებაში არსებული ხმის უფლება გამოიყენონ მათთან დასადები გარიგების დასამტკიცებლად – კენჭისყრის შედეგი გაუქმდება, თუ აღმოჩნდება, რომ მათ მონაწილეობა მიიღეს კენჭისყრაში.

[91] იხ. Schmidt, note 62, at 117–121 (რომელიც აკრიტიკებს ფრანგულ რეჟიმს, რადგან ეს უკანასკნელი ინსაიდერებს ფართო დისკრეციის უფლებას აძლევს).

[92] აქციონერებს პრაქტიკულად არ შეუძლიათ, უარყონ ბორდის მიერ შესაბამისი წესების დაცვით დადებული გარიგება. იხ. Luca Enriques, *The Law on Company Directors' Self-Dealing: A Comparative Analysis*, 2 International and Comparative Corporate Law Journal 297, 327–328 (2000).

[93] Art. 2390 Civil Code (Italy). იხ. also text preceding note 63.

6.2.4 წესების სტრატეგია: ინტერესთა კონფლიქტის შემცველი ტრანსაქციების აკრძალვა

დაკავშირებულ პირთა შორის დასადები გარიგების განგრძობადი აკრძალვები ერთ დროს მიღებული იყო სამეწარმეო სამართალში. დღეს, 6.1. თავში დასახელებული მიზეზების გამო, ნახსენები აკრძალვები ვრცელდება მხოლოდ რამდენიმე ტრანსაქციაზე, კერძოდ, სავალო გარიგებებზე, მესამე პირთა დასაქმების ხელშეკრულებებსა და ინსაიდერული ვაჭრობის ზოგიერთ ფორმაზე.[94]

დღეისათვის მხოლოდ საფრანგეთი და აშშ კრძალავენ სესხის ხელშეკრულების გაფორმებას კომპანიასა და მის დირექტორს შორის. საფრანგეთის მაგალითს დიდი ხნის ტრადიცია აქვს.[95] შედარებისთვის, ამერიკული აკრძალვა ახალია. 1990-იან და 2000-იან წლებში მენეჯერები იყენებდნენ სესხებს კომპანიიდან კომპანიის აქციებში ინვესტიციების განხორციელებისათვის, რითაც ზრდიდნენ მათ საკუთრებაში არსებული აქციების ოდენობას. ამ პრაქტიკის მეშვეობით, მენეჯერები დებდნენ საეჭვო გარიგებებს, რაც მიზნად ისახავდა კომპანიის აქციების ფასის ზრდას. აღნიშნული პრაქტიკა ხშირად გამოყენებული იყო როგორც დაფარული კომპენსაცია *(stealth compensation)*, რადგან მენეჯერები ხშირად ვერ ახერხებდნენ სესხის უკან დაბრუნებას და კომპანიები ამ ვალს პატიობდნენ.[96] ენრონისა და სხვა სკანდალების საპასუხოდ კონგრესმა აკრძალა საჯარო კომპანიების მიერ სესხების გაცემა აღმასრულებლებზე.[97] მიუხედავად იმისა, რომ აშშ-ის რეაქცია გასაგებია, მაინც გაურკვეველია, თუ რატომ არის მენეჯერებისთვის სესხების გაცემა უფრო საეჭვო, ვიდრე სხვა კონფლიქტის შემცველი გარიგებები (მაგალითად, საკონსულტაციო კონტრაქტები). საუკეთესო შემთხვევაში ლოგიკურად უნდა ჩაითვალოს, რომ ასეთი სასესხო ხელშეკრულებებით ნაკლები შესაძლებლობაა, კორპორაციისთვის შეიქმნას ისეთი მნიშვნელოვანი კონკრეტული შედეგი, რომელიც დააბალანსებს მსგავსი გარიგების მოსალოდნელ რისკებს.

სასესხო ხელშეკრულებების აკრძალვის გარდა, აკრძალვები კონცენტრირდება მენეჯერებსა და მესამე მხარეს შორის დადებულ ტრანსაქციებზე, რაც მიზნად ისახავს, შეცვალოს (გადაამისამართოს) საკუთრების უფლება ინფორმაციაზე, რომელიც, კანონის თანახმად, ეკუთვნის კომპანიას (ან მის აქციონერებს). აღნიშნულის ერთ-ერთი მაგალითია გერმანიის კანონი კონკურენციის შეზღუდვის შესახებ დახურული ტიპის საზოგადოებების აღმასრულებელი მენეჯმენტისთვის.[98]

[94] რა თქმა უნდა, ინტერესთა კონფლიქტის შემცველ ტრანსაქციებზე დადებული სპეციალური წესები, რომლებიც, როგორც წესი, მთლიანად არ კრძალავენ მას, არსებობენ მხოლოდ განსაზღვრულ ინდუსტრიებში, მაგალითად, საბანკო სექტორში.

[95] Arts. L. 225-43 and L. 225-91 Code de commerce (France).

[96] იხ. Bebchuk and Fried, note 2, at 112–17.

[97] §402 Sarbanes-Oxley Act.

[98] იხ. Peter Hommelhoff and Detlef Kleindiek No. 20 Anhang §6 in Bayer et al., note 53. შედარებისთვის, გერმანიის ღია კორპორაციების სამეთვალყურეო საბჭოს წევ-

რა თქმა უნდა, აღმასრულებელი მენეჯმენტისთვის საკუთარ კომპანიებთან კონკურენციის აკრძალვა ლოგიკურია, რადგან აღმასრულებლები, რომლებიც ორ კონკურენტ კომპანიაში მუშაობენ, აუცილებლად მხარს დაუჭერენ ერთ კომპანიას მეორე კომპანიის საწინააღმდეგოდ დროის დათმობისა და მნიშვნელოვანი ინფორმაციის მიწოდების თვალსაზრისით. მიუხედავად ამისა, შესაძლებელია, არსებობდეს შემთხვევები, როდესაც კომპანიები შესაძლებლობას მისცემენ მენეჯერებს, რათა ამ უკანასკნელებმა მათ კონკურენცია გაუწიონ. მაგალითად, პატარა კომპანიები, იმისათვის, რომ მოიზიდონ კომპეტენტური აღმასრულებლები, იძულებული არიან, ნება დართონ აღმასრულებლებს, კონკურენცია გაუწიონ კომპანიას (ანუ იმუშაონ მეორე კომპანიაშიც). დიდმა კორპორაციებმაც შეიძლება ნება დართონ აღმასრულებელ მენეჯერებს, იმუშაონ კონკურენტ კომპანიებში, რადგან ეს მათ შესაძლებლობას მისცემს, მოაგროვონ სხვა კომპანიების „ნოუ-ჰაუ“. ამ მიზეზებიდან გამომდინარე, იურისდიქციების უმრავლესობა კონკურენციის საკითხებს განსხვავებული სამართლებრივი სტრატეგიებით არეგულირებს.

ინსაიდერული ვაჭრობა არის მესამე და, ალბათ, ყველაზე უფრო მნიშვნელოვანი ტრანსაქციათა სახეობა, რომელსაც იურისდიქციები შეზღუდვებს უწესებენ. იმისათვის, რომ დარწმუნებული ვიყოთ, ინსაიდერული ვაჭრობა არ არის დაკავშირებულ პირთა შორის დადებული გარიგება, მსგავსად ამ თავში განხილული სხვა გარიგებებისა, საჭიროა, აღვნიშნოთ ორი მიზეზი: პირველი, ინსაიდერული ვაჭრობის მეორე მხარე არის არა კორპორაცია, არამედ დაუკავშირებელი მესამე მხარე; მეორე, ინსაიდერული ვაჭრობის აკრძალვა პირდაპირ არ ვრცელდება ინსაიდერებზე, არამედ მოიცავს, ასევე, განსაზღვრულ გარეშე პირებსაც (აუტსაიდერებს), ყველას, ვინც სხვა მხრივ იცის, რომ ფლობენ მნიშვნელოვან არასაჯარო ინფორმაციას და რომლებიც არიან კონფიდენციალურობის ვალდებულების ქვეშ იმ იურისდიქციებში, რომელთაც აქვთ ფართოდ მოქმედი ინსაიდერული ვაჭრობის კანონები:[99] მაშინ, როდესაც ასეთი შემთხვევაა სახეზე, როგორც ამას შემდგომში განვიხილავთ მე-9 თავში, კანონის მიზანი უფრო მეტად არის ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ლიკვიდურობისა და ეფექტიანობის უზრუნველყოფა, ვიდრე საკუთარ თავთან გარიგების დადების პრევენცია. მიუხედავად ამისა, ამ თავში ინსაიდერულ ვაჭრობას ხაზს ვუსვამთ აკრძალვის ლოგიკიდან (პერსპექტივიდან) გამომდინარე: განსაკუთრებით ინსაიდერების მიერ არასაჯარო ინფორმაციით ვაჭრობასთან დაკავშირებით, რაც კორპორაციის კუთვნილი ინფორმაციის საკუთარი მიზნებისათვის მითვისებაა.

ინსაიდერების ვაჭრობის წინააღმდეგ არის ორი სახის წესი: პროფილაქტიკური აკრძალვა ახლო მიმავალ პერსპექტივაზე განხორციელებულ ვაჭრო-

რებმა შეიძლება უმაღლეს მენეჯერებს კონკურენციის უფლება მისცენ კომპანიასთან. იხ. §88 AktG.

[99] იხ. notes 102–4 and accompanying text.

ბაზე და პირდაპირი აკრძალვა მნიშვნელოვანი არასაჯარო ინფორმაციის ვაჭრობაზე. ყველაზე უფრო მნიშვნელოვანი პროფილაქტიკური აკრძალვა არის კომპანიის ხარჯზე მოკლევადიან პერსპექტივაში (ექვს თვეზე უფრო ნაკლები ვადის განმავლობაში) მოგების მიღება (მაგალითად, აქციების ყიდვის და გაყიდვის გზით) სადამფუძნებლო დოკუმენტაციით და წესდებით გათვალისწინებული ინსაიდერების მიერ, მათ შორის დირექტორების, მენეჯერებისა და 10 ან მეტი პროცენტი აქციების მფლობელი პირების მიერ, აშშ-ისა და იაპონიაში დარეგისტრირებულ კომპანიებში.[100] აღნიშნული წესები კრძალავენ ახლო პერსპექტივაში ვაჭრობას და ამ გზით კორპორაციის ქონებისთვის (ხაზინისთვის) მოგების მიღებას (ან ზარალისგან თავის არიდებას), იმ საფუძველზე დაყრდნობით, რომ ასეთი უპირატესობები მიღწეულ იქნა არასაჯარო კორპორაციული ინფორმაციის საფუძველზე. გაერთიანებული სამეფო იმავე მიზნით აყალიბებს იდენტურ შეზღუდვებს ღია ტიპის კორპორაციებისათვის.[101]

განსაკუთრებით აღსანიშნავია, რომ ყველა იურისდიქცია აწესებს გარკვეულ აკრძალვას ინსაიდერულ ვაჭრობაზე, რადგან საკითხი ეხება არასაჯარო და ფასთან მიმართებით მგრძნობიარე ინფორმაციით ვაჭრობას. ბრაზილია და ევროპული იურისდიქციები კრძალავენ მნიშვნელოვანი, არასაჯარო ინფორმაციის გამოყენებით შესაბამისი კომპანიის ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობას.[102] ინსაიდერული ვაჭრობის აკრძალვების სფეროები უფრო ნაკლებია იაპონიასა და აშშ-ში. იაპონია უკრძალავს მხოლოდ მენეჯერებს, დასაქმებულებს, აქციონერებს, რომლებიც ფლობენ აქციათა 3%-ზე მეტს, არასაჯარო ინფორმაციით ვაჭრობას. ეს აკრძალვა, ასევე, ვრცელდება პირებზე, რომლებიც ხელმძღვანელობითი უფლებამოსილების მქონე პირებისგან იღებენ არასაჯარო მნიშვნელოვან ინფორმაციას და იყენებენ ვაჭრობისთვის.[103]

აშშ კრძალავს ვაჭრობას ინსაიდერების, რომლებიც ფლობენ არასაჯარო ინფორმაციას და იმ პირების მიერ, რომლებიც პირდაპირ და არაპირდაპირ იღებენ ინფორმაციას ხელმძღვანელობის უფლებამოსილების მქონე პირის-

[100] იხ. §16(b) 1934 Securities Exchange Act (U.S.); Art. 164 Financial Instruments and Exchange Act (Japan).

[101] იხ. მინიმალური მოთხოვნები, დადგენილი გაერთიანებული სამეფოს სალისტინგო ორგანოს მოდელური კოდექსის მიერ (Listing Rules 9, Annex 1): დირექტორმა შეიძლება აქციებით მოვაჭრე კორპორაციის აქციები შეიძინოს მხოლოდ ბორდის თავმჯდომარის თანხმობის შემთხვევაში, თუმცა თანხმობა არ უნდა მიეცეს იმაზე დაყრდნობით, რომ აქციების შეძენა ახლო პერსპექტივას უკავშირდება (§8(b)).

[102] For the EU, იხ. Art. 8 Market Abuse Regulation 596/2014. For an interpretation of the meaning of "use" of inside information in the EU context, იხ. ECJ, Case C-45/08 *Spector Photo Group NV* (ruling that the act of trading while in possession of inside information gives rise to a rebuttable presumption that he or she has used such information). უნდა აღინიშნოს, რომ ბრაზილიაში სისხლის სამართლის სასჯელები შეეფარდება იმ პირებს, რომლებიც არიან სამართლებრივი ვალდებულების ქვეშ, რათა შეინარჩუნონ ინფორმაცია კონფიდენციალურად. Art. 27-D Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (Brazil), and Art. 13 CVM Instruction No. 358 (2002).

[103] Art. 166 Financial Instruments and Exchange Act (Japan).

გან და იციან, რომ ეს ინფორმაცია მიწოდებულ იქნა ინფორმაციის მიმწოდებლის მიერ ხელმძღვანელობის მოვალეობის დარღვევის შედეგად.[104]

მართალია, ყველა იურისდიქცია ითვალისწინებს მკაცრ სამოქალაქო, ადმინისტრაციულ, და/ან სისხლის სამართლის სანქციებს არალეგალური ინსაიდერული ვაჭრობის მიმართ (მაგალითად, მიღებული მოგების უკან დაბრუნება, ფინანსური კომპენსაცია, სხვა სამოქალაქო სახდელები, და საპატიმრო სასჯელები),[105] აღსრულების თვალსაზრისით, აშშ-ის ქმედებებმა გადააჭარბა ნებისმიერი სხვა იურისდიქციის მოქმედებების მასშტაბს.[106] იაპონიასა და ევროპაში გვხვდება აღსრულების დაბალი მაჩვენებელი, რადგან აღსრულების მექანიზმი ძალიან სუსტია, შეზღუდულია აღსრულების რესურსები და პროკურორებს უწევთ მტკიცების მაღალი ხარისხის დაკმაყოფილება, რაც გამოწვეულია იქიდან, რომ სისხლისსამართლებრივ სახდელებს აქვთ უპირატესობა სამოქალაქოსამართლებრივ სანქციებთან მიმართებით.[107] აღსრულების მეთოდებიდან გადახვევა შეიძლება გაძლიერდეს მომავალში. მაშინ, როდესაც უკანასკნელ წლებში აშშ-ში ინსაიდერული ვაჭრობის წინააღმდეგ სისხლისსამართლებრივი დევნა გაძლიერდა, ადამიანის უფლებათა ევროპულმა სასამართლომ ჩათვალა, რომ იტალიური რეგულაციების სტრუქტურა (და ამით ევროპული რეგულაციების სტრუქტურა) ინსაიდერულ

[104] However, the specific contours of insider trading liability in the U.S. remain fuzzy. For a discus- sion იხ. John C. Coffee Jr., *Introduction: Mapping the Future of Insider Trading Law*, 2013 Columbia Business Law Review 281.

[105] For the U.S., იხ. Louis Loss, Joel Seligman, and Troy Paredes, Fundamentals of Securities Regulation 1412–19 (6th edn., 2011) (also discussing special sanctions such as disgorgement, civil penalties, and bounty provisions); for France, იხ. Daniel Ohl, Droit des sociétés cotées 351 (3rd edn., 2008) (criminal sanctions and administrative fines); for Germany, Rolf Sethe, *Insiderrecht* No.13-17, in Heinz-Dieter Assmann and Rolf A. Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts (4th edn., 2015) (criminal sanctions and disgorgement of profits); for the UK, იხ. Davies and Worthington, note 48, 1167–71 (criminal sanctions, administrative fines, disgorgement of profits).

[106] სხვა იურისდიქციებისაგან განსხვავებით, აშშ-ს ჰქონდა საჯარო და კერძო აღსრულების განსაკუთრებით მაღალი მაჩვენებელი ინსაიდერული ვაჭრობის წინააღმდეგ, თუმცა სხვა იურისდიქციებიც უკანასკნელი წლების განმავლობაში აუმჯობესებენ საკუთარ მაჩვენებელს. ევროკავშირის ბაზარზე მდგომარეობის ბოროტად გამოყენების წინააღმდეგ უკანასკნელი კვლევისათვის იხ. Douglas Cumming, Alexander Peter Groh, and Sofia Johan, *Same Rules, Different Enforcement: Market Abuse in Europe*, Working Paper (2014), at ssrn.com (finding that Germany and France had the highest number of detected offences for market abuse between 2008 and 2010). იაპონიაში 2000 წლიდან 2015 წლის მარტამდე ფასიანი ქაღალდების მეთვალყურეობის კომისიამ (SESC) პროკურორებს წარუდგინა ინსაიდერული ვაჭრობის 64 შემთხვევის შესახებ ინფორმაცია. თუმცა სამოქალაქო ჯარიმები ინსაიდერული ვაჭრობის წინააღმდეგ სიღრმისეულად ამოქმედდა მათი დანერგვისთანავე – 2005 წლიდან. იხ. SESC's Annual Reports, fsa.go.jp/sesc/ english/reports/reports.htm. ბრაზილიაში 2002 წლიდან 2014 წლამდე ფასიანი ქაღალდების კომისიამ (CVM) გახსნა ინსაიდერულ ვაჭრობასთან დაკავშირებული 40 ადმინისტრაციული საქმე. 187 მოპასუხიდან 51 მიჩნეულ იქნა სამართალდამრღვევად კომისიის მიერ. Viviane Muller Prado and Renato Vilela, *Insider Trading X-Ray in the Brazilian Securities Commission (CVM) 2002–2014*, Working Paper (2015), ssrn.com.

[107] იხ. თავი 9.2.1

ვაჭრობასთან დაკავშირებით ეწინააღმდეგება ფუნდამენტურ უფლებებს, როგორებიცაა პროცედურული დაცვა და ერთი და იმავე სამართალდარღვევის გამო ორჯერ დამნაშავედ ცნობა ან სისხლისსამართლებრივი დევნის დაწყება.[108]

რატომ არის შერჩევითი აკრძალვები ინსაიდერული ვაჭრობის მოსაგვარებლად შერჩეული სტრატეგია? მიზეზი არის ის, რომ პოტენციური ბენეფიტი არის ნაკლებად შესამჩნევი, შესაბამისად, ნაკლებად სარწმუნო, ვიდრე ის სარგებელი, რაც მომდინარეობს საკუთარ თავთან დადებული გარიგებების შედეგად. ორმხრივად მოგებიანი ტრანსაქციები დირექტორებსა და პატარა კორპორაციებს შორის არის ადვილად წარმოსადგენი, მაშინ, როდესაც დირექტორი, რომელსაც აქვს უფრო მეტი ინფორმაცია, არის ერთადერთი მხარე, რომელსაც უნდა გარიგების დადება კორპორაციასთან. დღემდე კანონმდებლები ვერ რწმუნდებიან, რომ ვაჭრობას, გაუმჟღავნებელი ინფორმაციით, შეიძლება ჰქონდეს იდენტური ბენეფიტები. აკადემიური სფეროს ზოგიერთი წარმომადგენელი დავობდა, რომ კანონმდებლები ყურადღებას არ აქცევენ იმ უპირატესობებს, რომლებიც ინსაიდერულ ვაჭრობას აქვს, როგორც წამახალისებელი კომპენსაციის მიღების ეფექტიან ფორმას, ან როგორც არასაჯარო ინფორმაციის აქციების ფასებად გარდაქმნის უპირატეს საშუალებას.[109] სხვა მკვლევრები განიხილავდნენ ვაჭრობის ინფორმაციულ ბენეფიტებს, რაც დაფუძნებული იყო არასაჯარო ინფორმაციაზე და იძლეოდა დასკვნას, რომ შესაძლოა, ჰქონოდა უარყოფითი გავლენა საბაზრო ლიკვიდურობაზე, რაც გამოხატულია გასხვისების მაღალი და შეძენის დაბალი ფასებით.[110] ინსაიდერული ვაჭრობის შედეგების უკანასკნელმა მიმოხილვამ არსებული მტკიცებულებები შეაფასა, როგორც არასაკმარისად დამაჯერებელი.[111]

[108] *Grande Stevens et autres c. Italie* (App No. 18640/10, 18647/10, 18663/10, 18668/10) (2014) ECHR 4 March 2014.

[109] იხ. e.g. Henry G. Manne, Insider Trading and the Stock Market (1966); Dennis W. Carlton and Daniel R. Fischel, The Regulation of Insider Trading, 35 Stanford Law Review 857. (1983). იხ. also the empirical study by Nihat Aktas, Eric de Bodt, and Hervé Van Oppens, *Legal Insider Trading and Market Efficiency*, 32 Journal of Banking and Finance 1379 (2008).

[110] Reinier Kraakman, *The Legal Theory of Insider Trading Regulation in the United States,* in European Insider Dealing 39 (Klaus J. Hopt and Eddy Wymeersch eds., 1991); Zohar Goshen and Gideon Parchomovsky, *On Insider Trading, Markets, and "Negative" Property Rights in Information*, 87 Virginia Law Review 1229 (2001); Raymond P.H. Fishe and Michel A. Robe, *The Impact of Illegal Insider Trading in Dealer and Specialist Markets*, 71 Journal of Financial Economics 461 (2004).

[111] Utpal Bhattacharya, *Insider Trading Controversies: A Literature Review*, 6 Annual Review of Financial Economics 385 (2014).

6.2.5 სტანდარტების სტრატეგია: ერთგულების მოვალეობა და ჯგუფებს შორის ტრანსაქციების განხილვა

თუ დღეისათვის წესები ნაკლებად გამოიყენება ინტერესთა კონფლიქტის შემცველი ტრანსაქციების რეგულირებისათვის, სტანდარტები უფრო ფართოდ არის გავრცელებული. ყველა იურისდიქცია ნერგავს სტანდარტებს, რომელთაც ჩვენ თავს ვუყრით საერთო ქოლგის ქვეშ, სახელწოდებით – „ერთგულების მოვალეობა“ იმისათვის, რომ ვაკონტროლოთ ინტერესთა კონფლიქტის შემცველი გარიგებები და შევამციროთ ქონებისა და ინფორმაციის არასწორი მიმართულებით განაწილების რისკი. ძირითადად, ერთგულების მოვალეობა არის კეთილსინდისიერების სტანდარტი, რომელიც მოითხოვს მოსამართლეებისგან ტრანსაქციის შემდეგ დადგენას – არიან თუ არა აქციონერები – როგორც კლასი ან როგორც უმცირესობა – უარეს მდგომარეობაში დაკავშირებულ პირთა შორის დადებული ტრანსაქციის შედეგად.

ერთგულების მოვალეობის დოქტრინა მოიცავს სხვადასხვა საკითხს იურისდიქციებში, როგორებიცაა: სამართლიანობის მოვალეობა, პოზიციის ბოროტად გამოყენებით მოგების მიღების აკრძალვა ან დანაშაულები კორპორაციის ქონების ბოროტად გამოყენებით (საფრანგეთში), ან რწმუნებულების დარღვევა (გერმანიაში).[112] მიუხედავად ნიშნებისა და დეტალებისა, აღნიშნულ დოქტრინებს აქვთ იდენტური მიმართულება: უსამართლო, არაკეთილსინდისიერი, დაკავშირებულ პირთა შორის დადებული გარიგებები არის უკანონო და არაკეთილსინდისიერების განსაზღვრის ვალდებულება აქვთ სასამართლოებს. აღსრულების სიმკაცრე და სასამართლოების შესაძლებლობა, გაიგონ და შეაფასონ ბიზნესტრანსაქციები, განსხვავდება.[113] ზოგიერთი სასამართლო, როგორიცაა დელავერის, უფრო მკაცრია და სამართლიანად თვლის მხოლოდ იმ ტრანსაქციებს, სადაც კომპანია მოიპოვებს გარიგების ისეთსავე პირობებს, როგორსაც მოიპოვებდა დაუკავშირებელ პირთა შორის დადებული ტრანსაქციის შედეგად ან მოლაპარაკებას აწარმოებს დაკავშირებულ მხარესთან იმავე პროცედურების დაცვით, რაც გამოყენებული იქნებოდა დაუინტერესებელ მხარეთა შორის დადებული გარიგების დროს. სხვა ქვეყნების სასამართლოებისათვის, მაგალითად, იტალიის სასამართლოსთვის, იმისათვის, რომ გარიგება სამართლიანად ჩაითვალოს, საკმარისია, ის არ იყოს კომპანიისათვის ზიანის მიმყენებელი (ე.ი.

[112] იხ. note 78 for France; for Germany იხ. §266 I StGB (Criminal Code).

[113] სასამართლოების გათვითცნობიერების ხარისხი დამოკიდებულია მათ სპეციალიზაციაზე საკორპორაციო სამართალში. აღნიშნული პერსპექტივიდან გამომდინარე, ფუნდამენტური სხვაობა არსებობს ისეთ სახელმწიფოებს შორის, როგორებიცაა, ერთი მხრივ, საფრანგეთი და გერმანია, სადაც სტანდარტები გამოხატულია სისხლის სამართლის ჩანაწერების სახით და აღსრულებულია (არასპეციალიზებული) სისხლის სამართლის სასამართლოების მიერ, და, მეორე მხრივ, სახელმწიფოები, მაგალითად, დელავერის შტატი, სადაც სამოქალაქო სამართლის სასამართლოები განიხილავენ საკორპორაციო სამართლის ქეისებს ხელმძღვანელობის მოვალეობის დარღვევასთან დაკავშირებით.

ნასყიდობის ფასი არ არის კომპანიისთვის ყველაზე ხელსაყრელ ფასზე დაბალი). ზოგიერთი ქვეყნის სასამართლოები, მაგალითად, გაერთიანებული სამეფოსი, აქცენტს აკეთებენ ინტერესთა კონფლიქტის არსებობაზე, როგორც ეს არის კანონით განმარტებული, და ინტერესთა კონფლიქტის პროცედურების დაცვაზე. გაერთიანებული სამეფოს სასამართლოს თანახმად, გარიგების სამართლიანობა რელევანტურია მხოლოდ ზიანის ანაზღაურების გამოთვლისას. [114]

დამატებით, წესები, რომლებიც განსაზღვრავენ მტკიცების ტვირთს, არიან რელევანტური სამართლიანობის სტანდარტის მიერ აქციონერთა ინტერესების დაცვასთან დაკავშირებით. დელავერში მოპასუხეებს აქვთ გარიგების სამართლიანობის მტკიცების ვალდებულება, თუ დაკავშირებულ პირთა შორის დადებული გარიგების განხორციელების პროცედურული ნაბიჯები არ იყო დაუკავშირებელ მხარეებს შორის დადებული გარიგების მიმდინარეობის იდენტური (მაგალითად, დამოუკიდებელი დირექტორების მონაწილეობით დაკომპლექტებული კომიტეტისთვის კონტროლის განმახორციელებელ აქციონერთან მოლაპარაკების წარმოების ექსკლუზიური უფლების მინიჭება).[115] სხვა იურისდიქციები, როგორც წესი, მტკიცების ტვირთს სამართლიანობის წესის დარღვევასთან მიმართებით დაკავშირებულ პირთა შორის დადებული გარიგების დადების დროს აკისრებენ მოსარჩელე მხარეს.

6.2.5.1 დირექტორები და მენეჯერები

როგორც ეს არის განხილული 6.2.2 თავში, იურისდიქციების უმრავლესობა ერთგულების მოვალეობასთან შესაბამისობის დაცვას ავალებს დაუინტერესებელ დირექტორებს, რადგან ასეთ დირექტორებს ევალებათ და/ან ეძლევათ რეკომენდაცია, რომ გახადონ დაკავშირებულ პირთა შორის დადებული გარიგებები გამჭვირვალე. შესაბამისად, სტანდარტების სტრატეგია (დასახელებულ სტრატეგიაში იგულისხმება ერთგულების მოვალეობის შესაბამისად განხორციელებული მოქმედებების სტანდარტი) ხშირად მოქმედებს რწმუნებულებით სტრატეგიასთან ერთად. მიუხედავად ამისა, იურისდიქციები განსხვავდება სტანდარტების სტრატეგიის სხვა სტრატეგიებისგან დამოუკიდებლად მოქმედების ხარისხით.

[114] იხ. Davies and Worthington, note 48, at 561: როდესაც არის კანონით რეგულირებული ინტერესთა კონფლიქტის შემთხვევა, ბრიტანული სასამართლოები ნახავენ ხელმძღვანელობის მოვალეობის დარღვევას დირექტორების მხრიდან, იმ შემთხვევაშიც კი, თუ ტრანსაქცია არის სამართლიანი. მაგრამ, თუ, როგორც ეს ხშირად ყოფილა, სპეციფიკური წესებით, რომლებიც ვრცელდება დაკავშირებულ პირთა შორის დადებულ გარიგებებზე, აღმოჩნდება, რომ სახეზე არ არის დარღვევა, სასამართლოები არ შეხედავენ ტრანსაქციის სამართლიანობას. იხ. ibid., at 569. როგორც წესი, ბრიტანული სასამართლოებისათვის იშვიათია სტანდარტების საფუძველზე განხილულ დაკავშირებულ პირთა შორის დადებული გარიგებების განხილვა.

[115] იხ. e.g. Allen et al., note 49, at 289–292, 308–309.

ერთგულების მოვალეობა აშშ-ში გამოირჩევა ყველაზე მაღალი ავტონომიურობის ხარისხით, სადაც სასამართლოები, როგორც წესი, განიხილავენ დაკავშირებული ტრანსაქციების სამართლიანობას იმ შემთხვევაში, თუ ასეთი ტრანსაქციები არ არის მოწონებული დაუინტერესებელი დირექტორების მიერ. დელავერის სასამართლოები განსაკუთრებით არიან ცნობილი სამართლიანობასთან დაკავშირებული პროცედურული საკითხების ფრთხილი შემოწმებით და სამართლიანი კორპორაციული ქმედების აგრესიულად დაცვით, მათ შორის მენეჯერების გაფრთხილებით, მაშინ, როდესაც ტრანსაქციის პირობები არ არის დაუინტერესებელ პირთა შორის დადებული გარიგების შესაბამისი.[116] შედარებისთვის, ევროპული, იაპონური და ბრაზილიური სასამართლოები იშვიათად აყენებენ კითხვის ნიშნის ქვეშ ინტერესთა კონფლიქტის შემცველი ტრანსაქციების სამართლიანობას და ნაკლებად მოსალოდნელია, რომ დაინტერესებულ მენეჯერებსაც კი უჩივლოს ვინმემ და დადგეს მათი პასუხისმგებლობა ერთგულების მოვალეობის დარღვევის გამო. ამ საკითხს დავუბრუნდებით 6.2.5.4. თავის განხილვის დროს.

6.2.5.2 კონტროლის განმახორციელებელი (მაკონტროლებელი) აქციონერები

ყველა იურისდიქციაში კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერების პასუხისმგებლობა შეიძლება დადგეს საკუთარ თავთან დადებული უსამართლო გარიგების გამო. პასუხისმგებლობის დაკისრების რისკი არის ყველაზე მაღალი აშშ-ის იურისდიქციაში. კონტროლის განმახორციელებელ აქციონერთა მიერ საკუთარ თავთან დადებულ ტრანსაქციებს სასამართლო უფარდებს მკაცრ სტანდარტებს – სამართლიანობის ტესტს (დელავერის შტატში) და სრული კეთილსინდისიერებისა და ერთგულების ტესტს (სხვა შტატებში), იმ შემთხვევაშიც კი, თუ ასეთი ტრანსაქციები მოწონებულია დამოუკიდებელი დირექტორების მიერ – თუმცა დელავერმა არცთუ ისე დიდი ხნის წინ სამეწარმეო განსჯის წესის (Business Judgement Rule) მოქმედება შეუფარდა რწუმუნებულებით სტრატეგიას (Trusteeship Strategy, რაც გამოიხატება დამოუკიდებელი დირექტორების მონაწილეობაში უმცირესობაში მყოფი აქციონერებისა და სხვა სტეიკჰოლდერების დაცვაში), მაშინ, როდესაც ასეთი სტრატეგია კავშირშია ხმის უფლების სტრატეგიასთან, კერძოდ, გარიგების რატიფიცირება მოახდინა უმცირესობაში მყოფი აქციონერების უმრავლესობამ.[117] ევროპული

[116] იხ. Edward B. Rock, *Saints and Sinners: How Does Delaware Corporate Law Work?* 44 UCLA Law Review 1009 (1997). მაშინ, როდესაც ასეთი პროცედურები შეიძლება ძალიან ძვირი აღმოჩნდეს დირექტორებისათვის დროისა და რეპუტაციის გათვალისწინებით, დამოუკიდებელი დირექტორების პირადი ქონებით პასუხისმგებლობის საკითხი არის ძალიან იშვიათი. იხ. Bernard Black and Brian R. Cheffins, *Outside Director Liability across Countries*, 84 Texas Law Review 1385 (2006). Indemnification provisions and insurance protection make the liability risk even lower. იხ. თავი 3.4.1.

[117] იხ. note 70 and accompanying text.

იურისდიქციები, ბრაზილია და იაპონია არ ატარებენ მსგავსი სიმკაცრის პოლიტიკას.

ევროპული მიდგომა ასახავს, ზოგადად, თავშეკავებას კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერის პასუხისმგებლობის საკითხის დაყენებასთან დაკავშირებით, იმ შემთხვევაში, თუ ასეთი აქციონერი არ არის ჩართული კომპანიის მენეჯმენტში. მაგრამ, როდესაც კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერები ახორციელებენ რეალურ კონტროლს კომპანიის მართვის თვალსაზრისით, ევროპული იურისდიქციები ხდებიან უფრო მომთხოვნი. კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერები, რომლებიც აქტიურად ერევიან კორპორაციის საქმიანობაში, შეიძლება გახდნენ დე-ფაქტო ან ჩრდილოვანი დირექტორები და შეეფარდოთ სამოქალაქო პასუხისმგებლობა და სისხლის-სამართლებრივი სანქციებიც კი, როგორც დირექტორებს, მაგალითად, ფრანგული კანონმდებლობით (კორპორაციის ქონების არასათანადო გამოყენების გამო *abus de biens sociaux*). [118]

6.2.5.3 კორპორაციული ჯგუფები

კორპორაციული ჯგუფების სტრუქტურის ეფექტიანობა დამოკიდებულია ისეთ ტრანსაქციებზე, როდესაც კომპანიები, რომლებიც ეკუთვნიან ერთსა და იმავე ჯგუფს, დებენ ტრანსაქციას ერთმანეთს შორის, რაც, იმავდროულად, მათი საქმიანობის ჩვეულებრივი სახეა. გერმანია, საფრანგეთი, იტალია და ბრაზილია უფლებას აძლევენ სასამართლოებს, შეაფასონ, არის თუ არა ცალკე აღებული შვილობილი კომპანიის ზოგადი საქმიანობა და, განსაკუთრებით, მისი კავშირი დედა კომპანიასა და სხვა აფილირებულ კომპანიებს შორის სამართლიანი.[119] ეს ინდივიდუალური ტრანსაქციის, რომელიც აზიანებს შვილობილ კომპანიას, სადავოობას კიდევ უფრო აძლიერებს, რადგან მოპასუხეები გაიმარჯვებენ, თუ დაუმტკიცებენ მოსამართლეს, რომ ზიანი ცალკე აღებული ტრანსაქციიდან, არის არაარსებითი მაშინ, როდესაც მხედველობაში მიღებულია მთლიანი ჯგუფის მართვა.

გერმანიის კანონმდებლობა კორპორაციულ ჯგუფებზე (*Konzernrecht*) არის ყველაზე დეტალური. მაგრამ. საბოლოოდ. ეყრდნობა მარტივ სამართლიანობის სტანდარტს. დედა კომპანიებს სახელშეკრულებო ჯგუფებში აქვთ

[118] Art. L. 246-2 Code de commerce. გერმანიაში AG აქციონერებმა, რომლებიც იყენებენ თავის გავლენას კომპანიაზე, შეიძლება პასუხი აგონ ზიანისათვის, იმ შემთხვევაში, თუ ზეგავლენას ახდენენ მენეჯერებსა და სამეთვალყურეო საბჭოს წევრებზე, რათა ამ უკანასკნელებმა იმოქმედონ კომპანიის ინტერესების საზიანოდ §117(1) AktG. იხ. also section 251 Companies Act (UK).

[119] ინდივიდუალურად ყველა ტრანსაქციაზე ფოკუსირებას, იმისათვის, რათა თავი ავარიდოთ კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერების მიერ ძალაუფლების ბოროტად გამოყენებას, შეიძლება, მოჰყვეს კონტროლის განმახორციელებელი უფლებების არაეფექტიანი განაწილება პარტნიორების მიერ მაკონტროლებელი უფლებებისათვის შეწინააღმდეგების გზით, რასთან დაკავშირებითაც დამატებით იხ. Jens Dammann, *Corporate Ostracism: Freezing-Out Controlling Shareholders*, 33 Journal of Corporation Law 681 (2008).

შესაძლებლობა, ინსტრუქცია მისცენ შვილობილ კომპანიებს რათა იხელმძღვანელონ ჯგუფის საერთო ინტერესებით და არა ინდივიდუალურად შვილობილი კომპანიების ინტერესებით.[120] თუმცა, აღნიშნულის სანაცვლოდ, დედა კომპანიებმა უნდა აუნაზღაურონ შვილობილ კომპანიებს ის ზიანი, რაც მათ წარმოეშვათ ჯგუფის ინტერესების შესაბამისი მოქმედებების გამო.[121] დე-ფაქტო ჯგუფებში დედა კომპანიას არ აქვს შვილობილი კომპანიების იძულების უფლება, რომ ეს უკანასკნელები წავიდნენ საკუთარი ინტერესების წინააღმდეგ კომპენსაციის მოთხოვნის გარეშე.[122] იმ შემთხვევაში, თუ დედა კომპანია არ უზრუნველყოფს კომპენსაციის გადახდას, უმცირესობაში მყოფ აქციონერს ექნება უფლება, შეაგროვოს მტკიცებულებები სასამართლოს მიერ დანიშნული სპეციალური აუდიტორის მეშვეობით და უჩივლოს დირექტორებსა და დედა კომპანიას შვილობილი კომპანიის სახელით.[123] პრაქტიკული თვალსაზრისით, ხშირად საკმაოდ რთულია, დადგინდეს, მიადგა თუ არა შვილობილ კომპანიას ზიანი.[124]

ამყარებს თუ არა გერმანული სამართლებრივი რეჟიმი სწორ ბალანსს დაკავშირებული კომპანიების მენეჯმენტის მოქნილობასა და უმცირესობაში მყოფი აქციონერის დაცულობას შორის, რჩება სადავო.[125] წარსულში დედა კომპანიები ხშირად უგულებელყოფდნენ ზიანის ანაზღაურებისა და კომპენსაციის მოთხოვნებს – გარდა იმ შემთხვევებისა, როდესაც შვილობილი კომპანია იყო გადახდისუუნარო. ასეთ შემთხვევაში განსაკუთრებით ბევრი არ რჩებოდა უმცირესობაში მყოფ აქციონერებს.[126] როგორც ჩანს, დღეისათვის განახლებებმა ბიზნესპრაქტიკაში და სასამართლო საქმისწარმოების რისკების ზრდამ გამოიწვია უმცირესობაში მყოფი აქციონერების მიმართ უფრო ადეკვატური მოპყრობა.[127]

იტალიის მიდგომა კორპორაციული ჯგუფების მიმართ არის უფრო ნაკლებად სრულყოფილი, ვიდრე გერმანიისა, თუმცა მაინც აღიარებს დასახელებუ-

[120] On the difference between contractual and *de facto* groups under German law, იხ. Chapter 5.2.1.3 and 5.3.1.2.

[121] იხ. §302 AktG. ბრაზილიის მსგავსად, დედა კომპანიებმა შეიძლება გაწირონ შვილობილების ინტერესები მხოლოდ ფორმალურად რეგისტრირებულ კორპორაციულ ჯგუფებში (რაც პრაქტიკაში ძალიან იშვიათია) და ექვემდებარება ჯგუფის მიხედვით გათვალისწინებულ საკომპენსაციო მექანიზმებს. Art. 245 Lei das Sociedades por Ações.

[122] §311 AktG. ბრაზილიაში, სადაც დე-ფაქტო კორპორაციული ჯგუფები არის ჩვეულებრივი მოვლენა, ყველა დაკავშირებულ პირთა შორის დადებული ტრანსაქცია უნდა იყოს მკაცრად სამართლიანი ან ადეკვატურ კომპენსაციას დაქვემდებარებული. Art. 276 Lei das Sociedades por Ações.

[123] §§142 II, 315 and 317 AktG. იხ. also Chapter 6.2.1.1.

[124] ძირითადი ტესტები არის დედა და შვილობილი კომპანიის ტრანსაქციის განხორციელება ზეწოლის გარეშე და საკუთარი ინტერესებიდან გამომდინარე, სხვა მხრივ, გადააჭარბეს თუ არა შვილობილი კომპანიის დირექტორებმა საკუთარ ბიზნესდისკრეციას. Uwe Hüffer and Jens Koch, Aktiengesetz, §311 AktG No. 31-36 (11th edn., 2014).

[125] Jochen Vetter, in Schmidt and Lutter, note 48, §311 paras. 8–9 (for AGs); Tobias H. Troeger, *Corporate Groups*, Working Paper (2014), at ssrn.com.

[126] იხ. Forum Europaeum Corporate Group Law, *Corporate Group Law for Europe*, 1 European Business Organization Law Review 165, 202–4 (2000).

[127] იხ. Vetter, note 125, para. 8.

ლი ორგანიზაციული ფორმის სპეციფიკურობას. ის საშუალებას იძლევა, რომ დედა კომპანიებმა მართონ მათი შვილობილი კომპანიები როგორც ჩვეულებრივი ბიზნესმიმართულება და უზრუნველყონ შვილობილი კომპანიის მენეჯმენტის ზოგადი სამართლიანობის რეტროსპექტიული შემოწმება. შვილობილი კომპანიების უმცირესობაში მყოფმა აქციონერებმა შეიძლება უჩივლონ დედა კომპანიას და მის დირექტორებს და მოითხოვონ პროპორციულად ზიანის ანაზღაურება, თუ მათი უფლებამოსილება შვილობილი კომპანიის ბიზნესთან მიმართებით არის ბოროტად გამოყენებული. მიუხედავად ამისა, დედა კომპანია ვერ ჩაითვლება პასუხისმგებლად, თუ დაადასტურებს, რომ დედა კომპანიის ზოგადი მენეჯმენტისა და ერთობლივი საქმიანობის შედეგად არ არის დამდგარი ზიანი.[128]

ფრანგული სასამართლოს მაგალითები უფრო მეტი მოქნილობის შესაძლებლობას იძლევა:[129] დედა კომპანიებმა შეიძლება მისცენ ინსტრუქციები შვილობილ კომპანიებს, რათა ამ უკანასკნელებმა გაწირონ საკუთარი პირადი ინტერესები კორპორაციული ჯგუფის ინტერესის სასარგებლოდ, სისხლისსამართლებრივი პასუხისმგებლობის დაკისრების გარეშე, კორპორაციული აქტივის ბოროტად გამოყენების გამო.[130] როზენბლუმის დოქტრინა საშუალებას აძლევს ფრანგულ დედა კომპანიას, რომ ამ უკანასკნელმა ლეგიტიმურად გამოიყენოს შვილობილი კომპანიის ქონება, თუ იქნება სამი პირობის თანხვედრა: კორპორაციული ჯგუფის სტრუქტურა არის სტაბილური, დედა კომპანია ნერგავს საღად მოაზროვნე ჯგუფურ პოლიტიკას, და არის ჯგუფის შიგნით ხარჯისა და შემოსავლის სამართლიანი განაწილება. პრაქტიკული თვალსაზრისით, სასამართლოები იღებენ დაცვის მხარის ამ პოზიციას და ითვლიან ჯგუფის შიგნით ხარჯისა და შემოსავლის თანაბრად განაწილებას იმ შემთხვევაში, თუ ჯგუფის შიგნით ტრანსაქცია არ უქმნის საფრთხეს კორპორაციის გადახდისუუნარობას. [131]

6.2.5.4 აღსრულება

თავისი შინაარსით, ერთგულების მოვალეობის ანგლოამერიკული და სამოქალაქო სამართლის გაგება არის იდენტური შინაარსის ამსახველი, თუმცა მისი მოცულობა დამოკიდებულია სასამართლოების მიერ მის ხშირ და მკაცრ გამოყენებაზე. ამ პერსპექტივიდან გამომდინარე, მენეჯერები და დომინანტი

[128] Art. 2497 Civil Code. იხ. Corte di Cassazione, 24 August 2004, No. 16707, Giurisprudenza commerciale 2005/II, 40.

[129] იხ. Klaus J. Hopt, *Groups of Companies*, in Oxford Handbook of Corporate Law and Governance, note 36.

[130] (1985) Revue des Sociétés 648 (Cour de Cassation); იხ. also Cozian et al., note 48, at 792.

[131] იხ. Marie-Emma Boursier, *Le Fait Justificatif de Groupe dans l'Abus de Biens Sociaux: Entre Efficacité et Clandestinité*, 2005 Revue des Sociétés 273.

აქციონერები უფრო დიდი რისკის ქვეშ ექცევიან აშშ-ში, ვიდრე სხვა იურისდიქციებში, მაშინ, როდესაც იაპონია და საფრანგეთი დაახლოებით საშუალო ადგილს იკავებენ დასახელებულ ჩამონათვალში.[132]

აშშ-ის (განსაკუთრებით დელავერის) სასამართლოები უფრო მეტად, ვიდრე სხვა ქვეყნების სასამართლოები, არიან მონდომებული, განიხილონ კონფლიქტის შემცველი ტრანსაქციები სამართლიანობის თვალსაზრისით, იმ შემთხვევაშიც კი, თუ ეს მოითხოვს ბიზნესარჩევანის ღირებულებისა და მნიშვნელობის შემოწმებას, როდესაც ეს არჩევანი არის ინტერესთა კონფლიქტის შემცველი.[133] უფრო მეტიც, აშშ-ის სამართალი ხელს უწყობს აქციონერთა მხრიდან სასამართლო დავების დაწყებას. აშშ-ის სამართალში პროცედურული წინაღობები აქციონერებისთვის არის შემცირებული; იმავდროულად, აშშ-ის სამართალში აქციონერების უფლებების დასაცავად არსებობს სხვადასხვა მექანიზმის უნიკალური კომბინაცია, კერძოდ: საქმის მოგების შემთხვევაში, ადვოკატისთვის გადასახდელი ანაზღაურება (contingenet fees), ქონების ფასის განსაზღვრის მექანიზმი (discovery mechanism – საქმისათვის მნიშვნელოვანი დოკუმენტის წარდგენის ვალდებულება), საქმისწარმოების წესები, ადვოკატებისთვის გადასახდელი გულუხვი ანაზღაურება, და წაგებული მხარის მიერ თანხის გადახდის ვალდებულების არარსებობა, რაც ხელს უწყობს მოსარჩელეების სპეციალიზებული და აქტიური ადვოკატების განვითარებას. [134]

გარდა ამისა, ფედერალური ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მარეგულირებელი კანონმდებლობა ხელს უწყობს შტატის დონეზე დირექტორისა და დომინანტი აქციონერის ვალდებულებების აღსრულებას, და უზრუნველყოფს, კრიტიკული ფაქტები ხელმისაწვდომი იყოს მოსარჩელეებისათვის.[135]

სხვა იურისდიქციებში ერთგულების მოვალეობასთან დაკავშირებული საკითხების კერძო გასაჩივრება იშვიათია. აქციონერის მიერ სარჩელის აღძვრის მინიმალური ზღვარი, როგორიცაა აქციების ფლობის მინიმალური ოდენობა და სხვა პროცედურული დაბრკოლებები, ურთულებს უმცირესობაში მყოფ აქციონერს, წინააღმდეგობა გაუწიოს მენეჯერებსა და კონტროლის განმახორციელებელ აქციონერებს, განსაკუთრებით გერმანიაში, იტალიასა და ბრაზილიაში. ამის შედეგად გერმანიაში კერძო სამართალწარმოება, ძირითადად,

[132] იხ. also Klaus J. Hopt, Common Principles of Corporate Governance in Europe, in The Coming Together of the Common Law and the Civil Law 105, 109 (Basil S. Markesinis ed., 2000).

[133] Cf. Luca Enriques, Do Corporate Law Judges Matter? Some Evidence from Milan, 3 European Business Organization Law Review 765, 795–801 (2002) (contrasting Delaware judges' judicial style with Italian courts' reluctance to second-guess solvent companies' business decisions, even when tainted by conflicts of interest).

[134] იხ. e.g. Martin Gelter, *Why Do Shareholder Derivative Suits Remain Rare in Continental Europe?* 37 Brooklyn Journal of International Law 843 (2012).

[135] იხ. Sections 6.2.1.1 and 6.2.4.

შემოიფარგლება ტრანსაქციებით, რომლებიც უნდა დამტკიცდეს აქციონერთა საერთო კრების მეშვეობით (მაგალითად, შერწყმები და რეკაპიტალიზაციები), და იგი უკავშირდება საერთო კრების გადაწყვეტილების ვალიდურობას (როგორც წესი, არასრული გამჭვირვალობის გამო), ან ფასის ოდენობას საზოგადოების მიერ აქციათა გამოსყიდვის დროს.[136] გაერთიანებულ სამეფოში სამართალწარმოება დაკავშირებულ, დახურულ კომპანიებთან არის საკმაოდ ხშირი, მათ შორის ხელმძღვანელობის მოვალეობებსა და უსამართლო ზიანის მიმყენებელ საჩივრებთან დაკავშირებით. იაპონიაში მცირე პროცედურულმა რეფორმამ ხელი შეუწყო დერივაციული სარჩელების აღორძინებას 1990-იანი წლები დასაწყისში.[137] ფასის განსაზღვრის ამერიკული მექანიზმის არარსებობის პირობებში, იაპონური ქეისები კონცენტრირებულია პროკურორების მიერ იდენტიფიცირებად დარღვევებზე და დაყრდნობილია სისხლის სამართალწარმოების დროს მოპოვებული მტკიცებულებების საფუძველზე. [138]

გამორჩეული შემთხვევაა საფრანგეთი, სადაც საკუთარ თავთან დადებული გარიგების ცალკეულ ფორმებს, რომლებიც, უხეში შედარებისათვის, წარმოადგენენ კორპორაციული ქონების მართლსაწინააღმდეგოდ გამოყენებას, შეეფარდებათ მნიშვნელოვანი სისხლისსამართლებრივი სანქციები. სისხლის სამართლის საქმისწარმოება კორპორაციული ქონების ბოროტად გამოყენების გამო, რაც, ძირითადად, დაფუძნებულია უმცირესობაში მყოფი აქციონერების საჩივრებზე, იმდენად ხშირია, რომ ყველაზე მრავალრიცხოვანი სისხლისსამართლებრივი საქმეა საფრანგეთში.[139] შესაბამისად, აღსრულება შეიძლება არის კერძო ფორმით ინიცირებული, მაგრამ მთლიანად საჯარო რესურსით უზრუნველყოფილი.

ბრაზილიაში არსებობს ფასიანი ქაღალდების მარეგულირებელი კომისია, რომელიც ასრულებს აქტიურ როლს, კერძოდ, აქვს უფლება, დააკისროს ჯარიმები და სხვა სანქციები (სამსახურებრივი საქმიანობის ან დირექტორთა საბჭოს წევრობის შეწყვეტა) ერთგულების მოვალეობის დარღვევის გამო, რასაც ახორციელებს კიდეც.[140] თუმცა ასეთი ადმინისტრაციული ქმედება არ

[136] იხ. Pierre-Henri Conac, Luca Enriques, and Martin Gelter, *Constraining Dominant Shareholders' Self-Dealing: The Legal Framework in France, Germany, and Italy*, 4 European Company & Financial Law Review 491, 513–14 and 526 (2007). იხ. also Chapter 7.4.1.

[137] იხ. Dan W. Puchniak and Masafumi Nakahigashi, *Japan's Love for Derivative Actions: Irrational Behavior and Non-Economic Motives as Rational Explanations for Shareholder Litigation*, 45 Vanderbilt Journal of Transnational Law 1 (2012).

[138] იხ. Mark D. West, *Why Shareholders Sue: The Evidence from Japan*, 30 Journal of Legal Studies 351, 378 (2001).

[139] იხ. Art. L. 242-246 Code de commerce (jail up to 5 years, fine up to €375,000). Paul Le Cannu and Bruno Dondero, Droit des sociétés 536 (6th edn., 2015).

[140] Art. 11 Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (Brazil) (კომისიის უფლებამოსილების მინიჭება, რომ დააწესოს სხვადასხვა სახის სანქცია, მათ შორის ჯარიმები, საკორპორაციო სამართლის დარღვევებზე, ისე როგორც ფასიანი ქაღალდების სამართლის დარღვევებზე.

არის სასამართლო აღსრულების ადეკვატური შემცვლელი. ჯარიმები, ზიანისგან განსხვავებით, და მათი მცირე ოდენობა, არ წარმოადგენენ კომპენსაციას კომპანიის ან მისი აქციონერებისთვის ბრაზილიაში. იმავდროულად, დაახლოებით უკანასკნელი 10 წლის განმავლობაში იტალიურმა ფასიანმა ქაღალდების მარეგულირებელმა კომისიამ მოახდინა დაკავშირებულ პირთა შორის დადებული გარიგებების ზედამხედველობის პრიორიტეტიზაცია და იყო განსაკუთრებით აქტიური რეგულაციებთან შესაბამისობის უზრუნველყოფაში, როგორც პროაქტიურად, ფორმალური და არაფორმალური ჩარევების გზით, იმისათვის, რომ უფრო მეტი ღიაობა ყოფილიყო, ასევე, რეტროსპექტიულად, კერძოდ, აუდიტორთა საბჭოს წევრების სანქცირების გზით, იმ შემთხვევაში, თუ ეს უკანასკნელნი ვერ განახორციელებდნენ რეგულაციებთან შესაბამისობის ზედამხედველობას.[141]

6.3 საკუთრების რეჟიმები და დაკავშირებულ პირთა შორის დადებული ტრანსაქციები

ფართო თვალსაზრისით, ძირითადი იურისდიქციები ერთმანეთს ჰგვანან, რადგან ეყრდნობიან დაკავშირებულ პირთა შორის დადებული ტრანსაქციების განსაზღვრის იდენტურ სტრატეგიებს. ყველა იურისდიქციაში პერიოდულ ღიაობას, განსაკუთრებით ღია ტიპის სააქციო საზოგადოებებისთვის, ენიჭება განსაკუთრებული მნიშვნელობა უმრავლესობაში მყოფი აქციონერის ან ინსაიდერის მიერ პირადი მიზნებით კორპორაციის ქონების გამოყენების პრევენციისათვის, მაშინ როდესაც საწინააღმდეგო მდგომარეობაა აქციების გასხვისების უფლებასთან დაკავშირებით. აკრძალვები არის ცოტა და, ძირითადად, გამოყენებულია ინსაიდერულ ვაჭრობასთან დაკავშირებით. წარმომადგენლობითი უფლებამოსილება (რომელიც გამოხატულია დაუინტერესებელი და დამოუკიდებელი დირექტორების თანხმობის სახით) – გამონაკლისია გერმანია და ბრაზილია – და ხმის უფლება (რომელიც გამოხატულია აქციონერთა საერთო კრებაზე თანხმობით, სადაც შესაძლებელია, დავითვალოთ დაკავშირებულ აქციონერთა ხმებიც), თუმცა ეს უკანასკნელი შედარებით ნაკლებად, აქტიურად გამოიყენება სხვადასხვა იურისდიქციაში. მიუხედავად ამისა, დეტალური შინაარსობრივი განხილვისა და გაანალიზების საფუძველზე სხვაობა აღსრულების პროცესში ცხადად აჩვენებს, რომ მსგავსებები შედარებით ნაკლებად თვალშისაცემია.

ზოგადი თვალსაზრისით, კონტინენტური ევროპისა და ბრაზილიის კანონები არ უწესებენ მკაცრ შეზღუდვებს დაკავშირებულ პირთა შორის დადებულ, განსაკუთრებით, დომინანტ აქციონერთან დადებულ ტრანსაქციებს.

[141] იხ. Consob, Relazione per l'anno 2014 26, 194–7, and 262 (2015); Consob, Relazione per l'anno 2013 274–5 (2015) (both available at www.consob.it).

კონტინენტური ევროპის იურისდიქციები უტოვებენ ფართო დისკრეციას კომპანიის დირექტორთა საბჭოსა და მენეჯმენტს, რომელთაც არ ეკისრებათ პასუხისმგებლობის სერიოზული რისკი, გარდა იმ შემთხვევისა, თუ კომპანია გახდება გადახდისუუნარო. ასეთ შემთხვევაში ნაკლებად მოსალოდნელია, რომ აქციონერებმა აღსრულებიდან რაიმე სახის სარგებელი მიიღონ. გერმანიაში, იტალიასა და ბრაზილიაში, სადაც ოჯახები დიდი ხნის განმავლობაში აკონტროლებდნენ ბევრ ღია ტიპის კორპორაციას, საკორპორაციო სამართალი ბევრი საკითხის გადაწყვეტის შესაძლებლობას აძლევს დირექტორთა საბჭოს წევრებსა და მენეჯერებს. მიუხედავად ამისა, 2000-იანი წლების სკანდალებიდან მოყოლებული, იტალიური რეგულაციები ღია ტიპის სააქციო საზოგადოებებისათვის გაუმჯობესდა, კერძოდ, დაინერგა ღიაობის უფრო მკაცრი მოთხოვნები და დამოუკიდებელი დირექტორის ჩართულობა დაკავშირებულ პირთა შორის დადებულ გარიგებებში. თუმცა უნდა დაისვას კითხვა, კერძოდ: რამდენად კარგად არის დამოუკიდებელ დირექტორებზე დაყრდნობა დასაბუთებული სახელმწიფოში, სადაც უმცირესობის მიერ არჩეული ერთი დირექტორის გარდა,[142] კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერი ირჩევს ბორდის წევრებს? ანალოგიური ხასიათის რეფორმა არ განხორციელებულა გერმანიაში, სადაც არც საკანონმდებლო აქტი და არც კორპორაციული მართვის კოდექსი, იტალიისგან განსხვავებით, არ ეყრდნობა რწმუნებულებითი სტრატეგიის დამოუკიდებელი დირექტორის საშუალებით განხორციელებას, ან გაერთიანებული სამეფოსა და საფრანგეთისგან განსხვავებით არ ითვალისწინებს აქციონერთა ხმის უფლებით სარგებლობას; გადახდისუუნარობის მიღმა სტანდარტების ნაკლებად ხშირი აღსრულება ნაკლებად რელევანტურს ხდის მას პრაქტიკისთვის, განსაკუთრებით აშშ-თან შედარებით.[143] ნაკლებად მოსალოდნელია, რომ გერმანიამ შეცვალოს რეგულაციები უფრო მკაცრი სტანდარტებით; ეს ტენდენცია გამოხატულია გერმანიის მკაცრი ოპოზიციით ევროპული კომისიის წინადადების მიმართ დაკავშირებულ პირთა შორის დადებული ტრანსაქციების ევროპულ რეჟიმზე,[144] რომელმაც (გერმანიის პოზიციამ) მიგვიყვანა საბჭოსა და ევრო-

[142] იხ. თავი 4.1.1.

[143] გერმანელი მეცნიერები ხშირად უსვამენ ხაზს იმ ფაქტს, რომ უმცირესობის ანალოგიური დაცვა გერმანიაში მიღწეული იქნებოდა სამი საშუალებით: (1) სამეთვალყურეო საბჭო წარმოადგენს კომპანიას მენეჯმენტთან ტრანსაქციების დადების დროს; (2) კორპორაციული ჯგუფების სამართალი ზედამხედველობს კონტროლის განმახორციელებელ აქციონერებთან დადებულ ტრანსაქციებს; და (3) იყენებს პრეცედენტულ სამართალს ფარულ განაწილებებზე, აქციონერების თანასწორობასა და აქციონერების ხელმძღვანელობით უფლებებზე საეჭვო ტრანსაქციებთან მიმართებით. იხ. Holger Fleischer, *Related Party Transactions bei börsennotierten Gesellschaften: Deutsches Aktien(konzern)recht und Europäische Reformvorschläge*, Betriebs-Berater 2691 (2014). მიუხედავად ამისა, დასახელებული ზომების კუმულაციური ზეგავლენაც კი ვერ მოიცავს ყველა გარემოებას, რაც შეიძლება თან ახლდეს უმცირესობის დაცვას.

[144] იხ. e.g. Jochen Vetter, *Regelungsbedarf für Related Party Transactions?* 179 Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 273 (2015).

პული პარლამენტის წინადადებამდე, რაც საშუალებას აძლევს წევრ სახელმწიფოებს, შეინარჩუნონ სტატუს კვო.[145]

საფრანგეთში საკორპორაციო სამართალი დაუინტერესებელ დირექტორებს (დამოუკიდებელი დირექტორებისგან განსხვავებით) შემოწმების საშუალებას აძლევს და უფლებას აძლევს აქციონერებს, გამოიყენონ ხმის უფლება საზოგადოების ჩვეულებრივი საქმიანობის ფარგლებს მიღმა დადებულ ყველა გარიგებასთან დაკავშირებით. ხმის მიცემის უფლება, როგორც წესი, ხორციელდება წელიწადში ერთხელ და არ ახდენს ზეგავლენას ტრანსაქციის ვალიდურობაზე ან დირექტორის პასუხისმგებლობაზე, გარდა ტრანსაქციის იზოლირებისა სამართლებრივი შემოწმებისგან, იმ შემთხვევაში, თუ სახეზეა მხარდამჭერი კენჭისყრა.

იმავდროულად, დასახელებულ სამ ქვეყანაში სპეციალური, უფრო რბილი რეგულაციები და დოქტრინებია გავრცელებული ჯგუფთა შორის დადებულ ტრანსაქციებთან დაკავშირებით. ბრაზილიური კანონმდებლობა კიდევ უფრო რბილია დაკავშირებულ პირთა შორის დადებულ ტრანსაქციებთან მიმართებით, რაც მოიცავს კონტროლის განმახორციელებელ აქციონერებს ან მენეჯერებს სუპერვიზიის დროს: წარმომადგენლობითი და ხმის უფლების სტრატეგიები იშვიათად გამოიყენება, მაშინ, როდესაც აღსრულების პრობლემები ხელს უშლის ღიაობის მანდატის დამკვიდრებას და ერთგულების მოვალეობის სტანდარტის განხორციელებას. ეს შეიძლება დაგვეხმაროს, ავხსნათ, თუ რატომ ჰქონდა ტრანსაქციიდან მიღებული სარგებლის კონტროლის განსაკუთრებით მაღალი მაჩვენებელი ბრაზილიას,[146] და რატომ იყვნენ მისი სასამართლოები ასე ლიბერალური და იწყებდნენ უმცირესობაში მყოფი აქციონერის მოთხოვნით ნაწილობრივ ლიკვიდაციას დახურული ტიპის კორპორაციებში.

სიტუაცია არის სრულიად განსხვავებული სხვა სახელმწიფოებში. გაერთიანებული სამეფო დიდი ხანია, რაც ეყრდნობა ღიაობისა და ხმის მიცემის უფლებებს (აქციონერების ხელში, გარდა დაკავშირებული მხარეებისა და სხვა აფილირებული პირებისა), როგორც ძირითად სტრატეგიას, რაც უნდა შეეფარდოს დიდ დაკავშირებულ მხარეთა შორის დადებულ ტრანსაქციებს ღია ტიპის სააქციო საზოგადოებაში.[147]

აშშ-ში სასამართლოები არ გაურბიან მენეჯერებზე პასუხისმგებლობის დაკისრებას საკუთარ თავთან დადებული ტრანსაქციების გამო, მაგრამ, კონტი-

[145] იხ. note 147.

[146] იხ. თავი 4.4.2.1.

[147] იყო მცდელობა, რომ ევროპული კომისიის მოდელი გაევრცელებინათ ყველა ევროპულ ქვეყანაში. მიუხედავად ამისა, როგორც დაამტკიცეს ევროპული პარლამენტის პლენარულ სესიაზე 2015 წლის 8 ივლისს, შემოთავაზებულ იქნა დირექტივის 9c(2) მუხლი, რომლის თანახმად, წევრ სახელმწიფოებს აქვთ თავისუფლება, გადაწყვიტონ და მოითხოვონ უმცირესობის უმრავლესობის თანხმობა ან ბორდის თანხმობა მნიშვნელოვანი ტრანსაქციების დამტკიცების დროს (რაც ახდენს დაკავშირებულ პირთა შორის დადებული ტრანსაქციის ბორდის გადაწყვეტილების შედეგებზე ზეგავლენის პრევენციას).

ნენტური ევროპის იურისდიქციებისაგან განსხვავებით, არიან უფრო მკაცრი, როდესაც საქმე ეხება დომინანტ აქციონერსა და კონტროლის განმახორციელებელ კომპანიებს შორის დადებულ ტრანსაქციებს. იმისათვის, რომ სასამართლოებმა განიხილონ დირექტორთან დადებული ტრანსაქცია სამეწარმეო განსჯის წესის შესაბამისად, აუცილებელია ბორდის თანხმობა. მართალია, დირექტორებთან დადებული გარიგებების სამეწარმეო განსჯის წესით განსახილველად სასამართლოებისთვის საკმარისია ბორდის თანხმობა, თუმცა კონტროლის განმახორციელებელ აქციონერებთან დადებული დიდი გარიგების სამეწარმეო განსჯის წესისადმი დაქვემდებარება მოხდება მაშინ, როდესაც გარიგებასთან მიმართებით იარსებებს დამოუკიდებელი დირექტორებით დაკომპლექტებული სპეციალური კომიტეტისა და აქციონერების უმცირესობის უმრავლესობის თანხმობა.

იმავდროულად, აშშ-ის სასამართლოები თავს არიდებენ, გააკრიტიკონ აღმასრულებლების გადაწყვეტილებები ანაზღაურებებთან დაკავშირებით. შეზღუდვები მენეჯმენტის გადაჭარბებულ ანაზღაურებასთან დაკავშირებით დამოკიდებულია დამოუკიდებელ დირექტორებსა და ღიაობაზე. საეჭვოა, რამდენად ეფექტურად მოქმედებენ ასეთი სტრატეგიები ანაზღაურების პრაქტიკის შეზღუდვასთან დაკავშირებით. დამოუკიდებელი დირექტორები ხშირად თვითონ არიან აღმასრულებლები სხვა კომპანიებში ან ყოფილი აღმასრულებლები. ღიაობა, რომელიც სხვა მხრივ, არის ეფექტური შემზღუდავი უმრავლესობაში მყოფი აქციონერის ან ინსაიდერის მიერ კორპორაციის ქონების ან სამომავლო ბიზნესის პირადი მოგების მიღების მიზნით განკარგვისა, და რომელიც საკმაოდ ინტენსიურად გამოიყენება აშშ-ში, როდესაც საქმე ეხება დაკავშირებულ პირთა შორის დადებულ ტრანსაქციებს (მათ შორის აღმასრულებლებისათვის ანაზღაურების გაცემის საკითხს), შესაძლებელია, ჰქონდეს გაუთვალისწინებელი შედეგები ანაზღაურების ოდენობასთან მიმართებით: მან შეიძლება, გამოიწვიოს უფრო მაღალი ანაზღაურება კომპანიებში, რადგან ყველა ბორდი იქნება გავლენის ქვეშ, გადაუხადოს აღმასრულებელ დირექტორებს უფრო მეტი, ვიდრე ეს არის ინდუსტრიის საშუალო ნიშნული, რათა თავი აარიდოს ინფორმაციის გავრცელებას, რომ ჰყავს საშუალოზე დაბალი რანგის აღმასრულებელი დირექტორი (ანუ დირექტორი, რომელსაც არ უხდის მაღალ ანაზღაურებას).

იმავდროულად, პოზიციათა თანხვედრა შეინიშნება აღსრულების მექანიზმებთან დაკავშირებით, რაც გამოყენებულია დაკავშირებულ პირთა შორის დადებული ტრანსაქციების ზედამხედველობისას. აქციონერების დერივაციული სარჩელები მნიშვნელოვანია მხოლოდ აშშ-ში, და შედარებით ნაკლები ხარისხით იაპონიაში (სადაც მათი გამოყენება შეუძლებელია კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერების მიმართ). შესაბამისად, როგორც ეს იყო განხილული აშშ-ში, ბორდის თანხმობა ტრანსაქციებთან მიმართებით, რომელიც უკავშირდება მენეჯერებს ან კონტროლის განმახორციელებელ აქცი-

ონერებს, უფრო მეტად არის შესაძლებელი, სამართლებრივი განხილვის ქვეშ მოექცეს, ვიდრე სხვა ქვეყნებში. ამასთანავე, ფასიანი ქაღალდებით თაღლითობის პირობების გამოყენება აშშ-ში, დაკავშირებულ პირთა შორის დადებული ტრანსაქციის ღიაობის დარღვევის გამო, უფრო ხშირია, რაც გამოიხატება მისი კერძო აღსრულების მექანიზმების უნიკალურობაში (როგორიცაა კლასობრივი სარჩელი და მოსარჩელეთა ადვოკატები). გერმანიაში აქციონერების სარჩელები გამოიყენება, პრაქტიკული თვალსაზრისით, მხოლოდ იმისათვის, რათა გაასაჩივრონ აქციონერთა კრების გადაწყვეტილებები (რომლებმაც შეიძლება დაადასტურონ დაკავშირებულ პირთა შორის დადებული გარიგებები, მაგალითად, დედა და შვილობილი კომპანიის შერწყმა), ან მოიპოვონ საზოგადოების მიერ აქციათა გამოსყიდვის დროს ფასის სასამართლოს მეშვეობით განხილვის შესაძლებლობა.

უკმაყოფილო აქციონერებს ფრანგულ კომპანიაში, რომლებიც დაინტერესებული იყვნენ დაკავშირებულ პირთა შორის დადებული ტრანსაქციით, შეეძლებათ საჩივრის წარდგენა სისხლის სამართლის სასამართლოში კორპორაციული ქონების მართლსაწინააღმდეგო მიზნებით გამოყენების გამო, რაც მოიცავს დავის წარმატების დასასრულებლად უფრო მაღალ სტანდარტებს. ბრაზილიასა და იტალიაში აქციონერთა მხრიდან სასამართლო საქმისწარმოება ძალიან იშვიათია, თუმცა ასეთი საქმისწარმოება არსებობს და აღსრულების მექანიზმების ძირითადი ოდენობა გატარებულია ფასიანი ქაღალდების მარეგულირებლების მიერ ფორმალური და არაფორმალური საშუალებებით. საბოლოოდ, გაერთიანებულ სამეფოში ღია ტიპის სააქციო საზოგადოებებთან მიმართებით აღსრულების მექანიზმი უფრო მეტად არაფორმალურია და მმართველობის ორგანოებზეა დამოკიდებული, ვიდრე რომელიმე სხვა ქვეყანაში და, ძირითადად, დამოკიდებულია ინსტიტუციური ინვესტორების მხრიდან ზეწოლაზე.[148] მიუხედავად ამისა, ეს მოდელი ცოტა ხნის წინ დანერგეს გაერთიანებული სამეფოს აღმოსავლეთ აზიაში სავაჭროდ დაშვებულ კომპანიებში.[149] მართლაც, აღიარებულია, რომ ინსტიტუციური ინვესტორების მხრიდან ზეწოლას არ შეუძლია, ბევრი რამე გააკეთოს კონტროლის განმახორციელებლების წინააღმდეგ, რომელთაც უნდათ მნიშვნელოვანი პირადი ბენეფიტების მოპოვება სალისტინგო წესების ცვლილების შედეგად. ხოლო დასახელებული წესების ცვლილება უფრო მეტ უფლებებს ანიჭებს დამოუკიდებელ დირექტორებსა და უმცირესობაში მყოფ აქციონერებს.

განსხვავებები, რასაც ხაზი გავუსვით, გამოხატავს კარგად ნაცნობ სხვაობებს კონცენტრირებულ და წვრილ-წვრილ აქციონერებად ჩაშლილ სისტე-

[148] დახურულ კომპანიებთან დაკავშირებით იხ. თავი 6.2.5.4.

[149] იხ. Roger Barker and Iris H.Y. Chiu, *Protecting Minority Shareholders in Blockholder-Controlled Companies: Evaluating the UK's Enhanced Listing Regime in Comparison with Investor Protection Regimes in New York and Hong Kong*, 10 Capital Markets Law Journal 98, 104–5 (2014).

მას შორის. აქციათა რაოდენობა საჯარო კორპორაციებში არის უფრო მეტად კონცენტრირებული კონტინენტური ევროპის ქვეყნებსა და ბრაზილიაში, ვიდრე იაპონიაში, გაერთიანებულ სამეფოსა და აშშ-ში.[150] თეორიულად, ოპორტუნისტული მენეჯერული ქმედება უფრო მეტად მოსალოდნელია აშშ-ში (ისტორიულად აქციების დაბალი კონცენტრაცია შესაბამისობაშია აქციონერთა შემცირებულ მონიტორინგთან), ლოგიკური იქნებოდა, სასამართლოსა და კანონმდებლებს მოეძებნათ საკითხის გადაწყვეტის გზა მენეჯერებისათვის მკაცრი შეზღუდვების დაწესებით, უფრო მეტად, ვიდრე ეს არის გათვალისწინებული კონტინენტურ ევროპაში. ამის მიუხედავად, რადგან სახეზეა კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერის მხრიდან უმცირესობაში მყოფი აქციონერის ექსპროპრიაციის უფრო მეტი რისკი, მოსალოდნელი უნდა ყოფილიყო, რომ სასამართლოებს ან კანონმდებლებს უფრო მკაცრად შეეზღუდათ კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერები, ვიდრე ეს არის გათვალისწინებული აშშ-ში. თუმცა ინტერესთა ჯგუფების შესწავლამ მიგვიყვანა ნაწილობრივ განსხვავებულ შედეგამდე: როგორც ჩანს, მენეჯერებმა (აშშ-სა და იაპონიაში) და მსხვილმა აქციონერებმა (ევროპასა და ბრაზილიაში) ეფექტურად გამოიყენეს პოლიტიკური ზეგავლენა იმისათვის, რათა შეწინააღმდეგებოდნენ ძლიერ შეზღუდვებს მათ ოპორტუნიზმთან დაკავშირებით.[151]

გაერთიანებულ სამეფოში ღია ტიპის კორპორაციებში დამკვიდრებული მკაცრი რეჟიმი დაკავშირებულ პირთა შორის დადებულ გარიგებებთან მიმართებით, გამოხატავს ძლიერი ინსტიტუციური ინვესტორების პოლიტიკურ ზეგავლენას. საფრანგეთის შემთხვევაში, ტრანსაქციის შემდეგ აქციონერების თანხმობა გამოხატავს სახელმწიფოს, როგორც აქციონერის, ისტორიულად ძლიერ როლს: კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერთა ჯგუფის წევრისგან განსხვავებით, იმისათვის, რომ მკაცრი ზედამხედველობა განახორციელოს დირექტორებსა და უმაღლეს მენეჯმენტზე, შეუძლებელია, სახელმწიფო წარმოდგენილი იყოს ბორდის წევრად რომელიმე ფორმით, თუმცა მან შეიძლება, მენეჯმენტის სხვა რგოლს განახორციელებინოს ხმის უფლება (და ამ მეთოდის გამოყენებით მონიტორინგი გაუწიოს ბორდის წევრების მიერ საკუთარ თავთან გარიგების დადებას დისტანციურად, რაც შეამცირებს უკანონო კოოპერაციის შესაძლებლობას სამეთვალყურეო საბჭოს წევრებსა და უმაღლეს მენეჯერებს შორის). ეს ასევე დაგვეხმარება ავხსნათ, თუ რატომ არის აქციონერების მიერ გარიგების რატიფიკაციის ფრანგული მოთხოვნა რეალურ მიზანს მოკლებული: ისინი უზრუნველყოფენ აქციონერების ყურადღების კონცენტრაციას და უფლებას აძლევენ, განახორციელოს უფრო ფართო უფლებამოსილებები,

[150] იხ. თავი 1.6.

[151] This does not necessarily translate into high, let alone uniform, level of tunneling across jurisdictions. ჩვენ ვნახეთ, რომ კერძო ბენეფიტების კონტროლის ხარისხი განსხვავდება ქვეყნების მიხედვით. იხ. თავი 4.4.2.1. სხვა ფაქტორები, ეკონომიკური თუ კულტურული, შეიძლება მუშაობდეს იმისათვის, რომ მოახდინოს სამართლებრივი წინააღმდეგობების კომპენსირება იურისდიქციებში.

არაკეთილსინდისიერი სამეთვალყურეო საბჭოს წევრებისა და დირექტორების გათავისუფლების ჩათვლით. სახელმწიფოს, როგორც კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერის როლით, შეიძლება აიხსნას კონტროლის განხორციელებისადმი მეგობრული რეჟიმი, რაც გვხვდება დაკავშირებულ პირთა შორის დადებულ გარიგებებთან მიმართებით ბრაზილიაში.[152]

სხვაობა აღსრულების სიძლიერესთან მიმართებით დაკავშირებულია ზემოთ განხილულ საკუთრების სტრუქტურასთან. ამ შემთხვევაშიც საკუთრების ფორმები დაკავშირებულია აღსრულების ინსტიტუტების პროგრესთან. ფაქტობრივად, აქ შესაბამისი დაინტერესებული ჯგუფები არიან არა მხოლოდ მენეჯერები და დომინანტი აქციონერები, არამედ, ასევე, ინვესტორებიც. ისინი, ვინც ჩართული არიან აღსრულების სისტემის ფუნქციონირებაში (მაგალითად: ადვოკატები, ფასიანი ქაღალდების მარეგულირებლები და მოსამართლეები), შესაძლოა, იყვნენ კარგად ორგანიზებული და პოლიტიკურად დაკავშირებული, მარტო მყოფი ან ინვესტორთან დაკავშირებული, და მათი მიზანი შეიძლება იყოს საკორპორაციო სამართლის ნორმების განხორციელება, რაც გაზრდის სააღსრულებო საქმიანობას. მოსარჩელე ადვოკატები და ფასიანი ქაღალდების რეგულატორები ტრადიციულად იყვნენ უფრო ძლიერები აშშ-ში, ვიდრე რომელიმე სხვა ძირითად იურისდიქციაში.

დამატებით, როგორც ჩანს, აშშ-ის გამოცდილება მიუთითებს, რომ დიდი ოდენობით კერძო სასამართლო საქმისწარმოებამ შეიძლება, ხელი შეუწყოს საჯარო აღმასრულებლებს, რათა თვითონ უფრო აქტიურები იყვნენ: პროკურორები და ფასიანი ქაღალდების მარეგულირებლები დაიმსახურებენ საჯარო კრიტიკას, თუ არ დაადასტურებენ, რომ ისინი იმავე დატვირთვით მუშაობენ, როგორც ადვოკატები. გაზრდილი საჯარო აღსრულება, თავის მხრივ, ხელს უწყობს კერძო სასამართლო საქმისწარმოებას, რომელიც დამყარებულია გამოაშკარავებულ მტკიცებულებებზე.[153] შეჯამებისთვის უნდა აღინიშნოს, რომ კონკურენცია კერძო და საჯარო აღმასრულებლებს შორის იწვევს, ზოგადად, აღსრულების ხარისხის ზრდას. აშშ-ის გარეთ სპეციალიზებული მოსარჩელე ადვოკატების არარსებობა, აგრეთვე, იწვევს უარყოფით ზეგავლენას საჯარო აღსრულების მექანიზმზე; და საჯარო აღსრულება არ არის საკმარისი, რომ ხელი შეუწყოს კერძო აღსრულების ზრდას პროცედურული პრობლემების არსებობისას.

ბოლოს, უნდა აღინიშნოს, რომ საკუთრების სტრუქტურები არ არის მდგრადი სახის, ისევე, როგორც კანონი. ზოგიერთ იურისდიქციაში, სადაც საკუთრების უფლება არის აქციონერთა ჯგუფებს შორის კონცენტრირებული, განსაკუთრებით იტალიასა და ბრაზილიაში, ბოლო პერიოდში შეინიშნება ინს-

[152] იხ. Mariana Pargendler, *State Ownership and Corporate Governance*, 80 Fordham Law Review 2917 (2012).

[153] იხ. James D. Cox, Randall S. Thomas, and Dana Kiku, *SEC Enforcement Heuristics: An Empirical Enquiry*, 53 Duke Law Journal 737, 761 (2003).

ტიტუციური ინვესტორების საკუთრების ზრდა; მეორე მხრივ, გაფართოებამ და ოჯახური მემკვიდრეობის უპირატესობებმა მიგვიყვანა თუნდაც წიგნების არეალში დაკავშირებულ პირთა შორის დადებული გარიგებების უფრო მკაცრად მონიტორინგის განხორციელებამდე.

რაც აჩენს კითხვის ნიშნებს, მიუხედავად მცირე აქციონერებისა და ინსტიტუციური ინვესტორების უფლებრივი მდგომარეობის გაძლიერებისა,[154] არის მსგავსი რეფორმის განხორციელების ნულოვანი მცდელობები გერმანიაში. ოპტიმისტური პასუხი დასმულ კითხვაზე იქნებოდა შემდეგი, რომ იტალიისა და ბრაზილიისგან განსხვავებით,[155] ბენეფიტების შემცირებული ოდენობა დაკავშირებულ პირთა შორის დადებულ ტრანსაქციებსა და კორპორაციის ქონების ან ბიზნესშესაძლებლობებით მართლსაწინააღმდეგო სარგებლობასთან მიმართებით არ ქმნის სერიოზულ პრობლემას აქციონერებისათვის გერმანიის ღია ტიპის კორპორაციებში, სავარაუდოდ, იმიტომ, რომ უმცირესობაში მყოფი აქციონერების დაცვის სხვა მეთოდებია დანერგილი.[156] თუმცა კიდევ ერთხელ უნდა ითქვას, რომ განგრძობითმა პრაქტიკამ და ინტერესთა ჯგუფების დინამიკამ შეიძლება წინ წამოწიოს საინტერესო განმარტება. კორპორაციული ჯგუფების სამართალი, ჯგუფებს შორის დადებული ტრანსაქციების სიხშირიდან გამომდინარე, აძლიერებს ჯგუფებზე დაფუძნებულ ორგანიზაციულ სტრუქტურებს. იმ შემთხვევაში იქნება დანერგილი სხვაგან მოქმედი რეგულაციები, თუ მათი მოქმედება იქნებოდა უფრო მეტად შეზღუდული, რაც გაზრდიდა დაკავშირებულ მხარეთა შორის დადებული ტრანსაქციების ხარჯებს.[157] დამატებით, ამ საკითხთან დაკავშირებით, ძლიერი ინტერესთა ჯგუფები, სახელმწიფო ნოტარიუსები და ადვოკატები, მათ შორის სამართლის ბევრი მკვლევარი, მხარს უჭერს ტრადიციულ კორპორაციული ჯგუფების სამართალს, როგორც დომინანტი აქციონერების მიერ დადებული ტრანსაქციების რეგულირების ყველაზე ეფექტურ მეთოდს.

[154] Wolf-Georg Ringe, *Changing Law and Ownership Patterns in Germany: Corporate Governance and the Erosion of Deutschland AG*, 63 American Journal of Comparative Law 493 (2015).

[155] იხ. თავი 4.4.2.1.

[156] იხ. note 143.

[157] იხ. Dammann, note 119.

7

ფუნდამენტური ცვლილებები

ედვარდ როკი, პოლ დევისი, ჰიდეკი კანდა, რაინერ კრაკმანი, ვოლფ-გეორგ რინგე

მესამე და მეოთხე თავებში ჩვენ განვიხილეთ კორპორაციის მმართველობის ზოგადი სტრუქტურა. ამ თავში ჩვენ განვიხილავთ ფუნდამენტურ ანუ სტრუქტურულ ცვლილებებს კორპორაციის მონაწილეებს შორის და როგორ შეუძლია საკორპორაციო სამართალს ოპორტუნიზმთან, რომელიც თან შეიძლება ახლდეს ასეთ ცვლილებებს, დაკავშირებული ზიანის შემცირება. ასეთ ფუნდამენტურ ცვლილებებს მიეკუთვნება შერწყმები, აქციების გამოშვება ან სხვა სტრუქტურული ცვლილებები; მიუხედავად ამისა, რთულია მოიძებნოს განზოგადებული ცნება, თუ რა სახის ცვლილებებია ფუნდამენტური.

კანონის მიერ ფუნდამენტური ცვლილებების რეგულირების ძირითადი მიზეზი არის ისეთი სტეიკჰოლდერების დაცვა, როგორებიცაა უმცირესობაში მყოფი აქციონერები კორპორაციის არსებობის დროს ოპორტუნისტულ ცვლილებებთან დაკავშირებით. რეგულაციების არარსებობის შემთხვევაში, მათ, ვინც მართავენ კორპორაციას, შეუძლიათ, წარმატებულად დანერგონ ცვლილებები, რაც ცალსახად ბენეფიტს მოუტანს მათ სხვა სტეიკჰოლდერების ხარჯზე. კოლექტიური ქმედებების საკითხი, ინფორმაციის ასიმეტრია და დაუსრულებელი ხელშეკრულებები ისეთ კორპორაციებში, რომლებიც დიდი ხანია, არსებობენ, იწვევს შუალედურ ცვლილებებს კორპორაციის სტეიკჰოლდერთა ფუნდამენტურ ურთიერთობებში, რაც შეიძლება, გამოყენებულ იქნეს მართლსაწინააღმდეგო მიზნებისათვის.

მაშინ, როდესაც აზრთა სხვადასხვაობაა სავალდებულო საკანონმდებლო ნორმების მეშვეობით კორპორაციის სტეიკჰოლდერთა დაცვის აუცილებლობასთან დაკავშირებით,[1] მკვლევრების უმრავლესობა თანხმდება, რომ მეტად გამართლებულია საკანონმდებლო ჩარევა შუალედურ შემთხვევებში.[2] დამ-

[1] A rich academic debate focuses on the question of whether IPO markets price charter terms correctly. იხ. Lucian A. Bebchuk, *Why Firms Adopt Antitakeover Arrangements*, 152 University of Pennsylvania Law Review 713, 740 (2003); Bernard S. Black, *Is Corporate Law Trivial? A Political and Economic Analysis*, 84 Northwestern University Law Review 542, 571–2 (1990). იხ. also Jeffrey N. Gordon, *The Mandatory Structure of Corporate Law*, 89 Columbia Law Review 1549, 1563 (1989).

[2] On the distinction between formation stage and midstream changes იხ. e.g. Gordon, note 1, at 1593; Lucian A. Bebchuk, *The Debate on Contractual Freedom in Corporate Law*, 89 Columbia Law Review 1395, 1401 (1989).

ფუძნებელი ინვესტორები ლოგიკურად მოელიან მოსალოდნელ ოპორტუნისტულ ცვლილებებს, რასაც ჩათვლიან რისკის შემადგენელ ნაწილად ინვესტიციის განხორციელებისას გადაწყვეტილების მიღების დროს. ამ პრობლემის გადასალახავად კორპორაციებს სჭირდებათ მზაობის სარწმუნო გზავნილი ინვესტორებისათვის, რომ მომავალში ოპორტუნისტული ცვლილებები არ განხორციელდება. სადავოა სამართლებრივი დაცვის სავალდებულო მექანიზმების მიერ ამ პრობლემის გადაჭრის შესაძლებლობა.[3] ეს მსჯელობა მიესადაგება კერძო ავტონომიის მცირე ფარგლებს: რამდენიმე კვლევა ადგენს, რომ სახელშეკრულებო თავისუფლების პრინციპი იშვიათად გამოიყენება საკორპორაციო სამართალში და სტანდარტული შეთანხმებები და სავალდებულო ნორმები მნიშვნელოვანია.[4]

იურისდიქციებს აქვთ ორ საკითხთან დაკავშირებით პრობლემის შეფასების ერთმანეთისგან განსხვავებული კონტექსტი: პირველი – ეს არის უთანხმოება, თუ რომელი სიტუაციებისას უნდა მოხდეს საკანონმდებლო დაცვის მექანიზმების გამოყენება. განსხვავებულად რომ შევხედოთ, რომელი ცვლილებებია ისეთი ფუნდამენტური ხასიათისა, რომ მოითხოვენ სამართლებრივ ჩარევას? მეორე, სამართლებრივი სტრატეგიები, რომლებიც გამოიყენება პრობლემის გადასაწყვეტად, განსხვავდება იურისდიქციების მიხედვით. იურისდიქციების მიხედვით, დასახელებული სტრატეგიები მოიცავს: ცვლილების სამართლიანობის სასამართლო შეფასებას, კვალიფიციური უმრავლესობით ან დიდი უმრავლესობით თანხმობას ცვლილებების ძალაში შესასვლელად, უმცირესობის უმრავლესობის თანხმობას, საზოგადოების აქციების გასხვისების უფლებას ან ყველა დასახელებულს. ბევრი მექანიზმი, რომლებიც შეიძლება გამოყენებულ იქნეს დასახელებულ კონტექსტში, შეიძლება, დაჯგუფდეს იმ კატეგორიებთან ერთად, რომლებიც განვავითარეთ მეორე თავში.

ცალკეული იურისდიქციის მიდგომის სპეციფიკა დამოკიდებულია მმართველობის ორგანოს ინტერესთა კონფლიქტის გადაწყვეტის გზაზე. როგორც ამას ვნახავთ, რამდენიმე ძირითადი ცვლილება, რომელთაც ჩვენ ამ თავში განვიხილავთ, იქნება უფრო მნიშვნელოვანი საკუთრების უფლების მოცემულ გარემოში, ვიდრე სხვაგან. იგივე შეიძლება ითქვას ზიანის ანაზღაურების ეფექტურობაზე. მაგალითად, აქციონერების უბრალო უმრავლესობით თანხმობა იქნებოდა ნაკლებად სარგებლის მომტანი ისეთ ქვეყნებში, სადაც, რო-

[3] Gordon, note 1, at 1593.

[4] Yair Listokin, *What Do Corporate Default Rules and Menus Do? An Empirical Examination*, 6 Journal of Empirical Legal Studies 279 (2009); Henry Hansmann, *Corporation and Contract*, 8 American Law and Economics Review 1 (2006). For the specific case of IPOs იხ. John C. Coates IV, *Explaining Variation in Takeover Defenses: Blame the Lawyers*, 89 California Law Review 1301, 1357 (2001); Robert Daines and Michael Klausner, *Do IPO Charters Maximize Firm Value? Antitakeover Provisions in IPOs*, 17 Journal of Law, Economics & Organization 83, 95 (2001). For an over- all assessment, იხ. Michael Klausner, *Fact and Fiction in Corporate Governance*, 65 Stanford Law Review 1325, 1346 et seq. (2013).

გორც წესი, კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერები გვხვდებიან.[5] ასეთი იურისდიქციები, როგორც წესი, მოითხოვენ დიდი უმრავლესობით გადაწყვეტილების მიღებას ან უმცირესობის უმრავლესობის თანხმობას.

მდგომარეობის უფრო გასართულებლად შეიძლება ითქვას, რომ ფუნდამენტურმა ცვლილებებმა შესაძლოა გავლენა მოახდინონ არამხოლოდ აქციონერების ან უმცირესობაში მყოფი აქციონერების უფლებებზე. დასახელებულმა ცვლილებებმა შესაძლოა გავლენა მოახდინონ სხვა სტეიკჰოლდერებზეც, შესაბამისად, კანონმა შეიძლება დაიცვას კრედიტორებიც ან თანამშრომლებიც. ფუნდამენტურ ცვლილებებს, რომლებიც ზეგავლენას ახდენენ კორპორაციის ფინანსურ სტრუქტურაზე ან ლისტინგიდან მოხსნის გადაწყვეტილებებზე, შესაძლოა, ჰქონდეთ უარყოფითი შედეგები კრედიტორებისათვის; შერწყმებმა შესაძლოა, შეამცირონ თანამშრომელთა ოდენობა გაერთიანებულ კომპანიებში. რადგან ზოგიერთ სტეიკჰოლდერს არ შეუძლია საკუთარი თავის დაცვა, ზოგიერთი ძირითადი იურისდიქცია ითვალისწინებს ასეთი სტეიკჰოლდერების დაცვის ძირითად რეგულაციებს.

7.1 რა ფუნდამენტური ცვლილებებია კორპორაციის სტეიკჰოლდერთა ურთიერთობაში

მსოფლიოში საკორპორაციო სამართალი ითვალისწინებს ბევრი ფუნდამენტური ცვლილების სპეციალურ რეგულაციებს. კორპორაციაში, ცენტრალიზებული მენეჯმენტის არსებობისას, გადაწყვეტილებებს კორპორაციაში სწორედ ასეთი მენეჯმენტი იღებს, მაგრამ ეს წესი არ ვრცელდება გადაწყვეტილებებზე, რომლებიც ცვლიან უფლებებს კორპორაციის სტეიკჰოლდერთა შორის.[6] მაგალითად, არც ერთი იურისდიქცია, არ აძლევს ბორდს უფლებას, მნიშვნელოვანი ზეგავლენის მომხდენი ცვლილება შეიტანოს კომპანიის სარეგისტრაციო მონაცემებში ან მკაფიო ზეგავლენა მოახდინოს შერწყმაზე, რომელიც მოქმედებს კომპანიის რისკისა და შემოსავლის განსაზღვრის პოლიტიკაზე. ბორდის ძალაუფლება ასეთი სახის მნიშვნელოვან გადაწყვეტილებებზე არის ყოველთვის შეზღუდული, როგორც წესი, აქციონერთა გადაწყვეტილებების მეშვეობით და სხვა სამართლებრივი საშუალებებით. ტრადიციულად, ბორდის ძალაუფლებაზე ორიენტირებულმა იურისდიქციებმაც, როგორიცაა დელავერი, უნდა იბრძოლონ, იმისათვის, რათა დაიცვან აქციონერთა და სტეიკჰოლდერთა უფლებები მენეჯერების ზეგავლენისგან, უმცირესობის მქონე აქციონერები უმრავლესობის მქონე აქციონერებისაგან, და კრედიტორები და თანამშრომლები აქციონერებისაგან. მე-6 თავში ჩვენ უკვე განვიხილეთ ბორდის უფლებამოსილების შეზღუდვა ტრანსაქციების დამტკიცებასთან და-

[5] იხ. თავი 6.2.3.

[6] იხ. თავი 3.4.

კავშირებით, რაც მოიცავდა ინტერესთა კონფლიქტის შემთხვევებს კომპანიასა და მის დირექტორებს ან კონტროლის განმახორციელებელ აქციონერებს შორის.[7]

ამ თავში ჩვენ განვიხილავთ საკორპორაციო სამართლის მიერ ბორდის უფლებამოსილების შეზღუდვას სტეიკჰოლდერთა შორის უფლებების განაწილებასთან დაკავშირებით. მიუხედავად იმისა, რომ არ არსებობს კონკრეტული მახასიათებლები, რომლებიც განსაზღვრავენ საერთაშორისო თვალსაზრისით ან იურისდიქციებს შიგნით ბორდის უფლებებს გადაწყვეტილების დამოუკიდებლად მიღებასთან დაკავშირებით, სახეზეა რამდენიმე ზოგადი ტენდენცია. საკორპორაციო სამართალი იშვიათად ზღუდავს ბორდის დისკრეციას, გარდა იმ შემთხვევებისა, როდესაც კორპორაციის ქმედებები ან გადაწყვეტილებები მოიცავს ერთ-ერთ შემდეგ ნიშანს: (1) დაკავშირებულია სტეიკჰოლდერების მონაწილეობასთან კომპანიაში; (2) ქმნის ინტერესთა კონფლიქტის საფუძველს დირექტორებისთვის, იმ შემთხვევაშიც კი, თუ ეს კონფლიქტი არ კვალიფიცირდება როგორც დაკავშირებულ პირთა შორის დადებული ტრანსაქცია; ან (3) მოიცავს ზოგად, ინვესტიციებთან დაკავშირებულ გადაწყვეტილებებს, რომელთა გამოყენებაც აქციონერებს შეუძლიათ საკუთარი თავისთვის.

მიუხედავად იმისა, რომ ეს სამი მახასიათებელი, ძირითადად, განსაზღვრავს ბორდის დისკრეციის ფარგლებს, იურისდიქციები ერთმანეთისგან განსხვავდებიან ფუნდამენტური ცვლილებების შერჩევისა და რეგულირების თვალსაზრისით. ეს ხდება იმიტომ, რომ ისინი აფასებენ უმცირესობაში მყოფ აქციონერთა და სტეიკჰოლდერთა ინტერესებს განსხვავებულად და წარმომადგენლობის პრობლემა დაფუძნებულია აქციათა საკუთრების განსხვავებულ სისტემაზე. აღნიშნულის გათვალისწინებით, მივუბრუნდეთ ძირითად ნიშანთვისებებს, რომლებიც უკავშირდება ძირითად კორპორაციულ ტრანსფორმაციებს.

უპირველეს ყოვლისა, ხაზი უნდა გავუსვათ კორპორაციული ქმედების მასშტაბს. ერთი შეხედვით, თითქოს არ არის ცხადი, თუ რატომ უნდა იყოს ქმედების მასშტაბი მნიშვნელოვანი ბორდის დისკრეციისთვის. თუ ბორდის ექსპერტიზა კრიტიკულია ჩვეულებრივი ბიზნესგადაწყვეტილებების მიღების დროს, ეს კიდევ უფრო მნიშვნელოვანია ისეთი გადაწყვეტილებების დროს, რომლებიც უკავშირდება სტეიკჰოლდერთა მნიშვნელოვან ინტერესებს ან საკუთრივ კომპანიას. ამ მოსაზრებაზე პასუხია, რომ კორპორაციული ქმედების ზომა ზრდის სამართლებრივი ჩარევის ღირებულებას, რომელიც, თავის მხრივ, ზეგავლენას ახდენს კომპანიის მიერ გადაწყვეტილების მიღებაზე. რადგან ტრანსაქციების დასამტკიცებლად აქციონერთა კრებების მოწვევა არის ხარჯიანი, შესაბამისად, უფრო ეფექტიანი იქნება მათი დიდი ტრანსაქციების დროს მოწვევა. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, აქციონერთა (და არა ბორდის) კრე-

[7] იხ. თავი 6.2.2 და 6.2.3.

ბასთან დაკავშირებული ტრანსაქციის დიდი ხარჯი არის გამართლებული, როდესაც წარმომადგენლობითი ხარჯი არის პოტენციურად დიდი.[8] დამატებით უნდა აღინიშნოს, რომ აქციონერთა კრებები უფრო ეფექტურია, თუ სტეიკჰოლდერთა ინტერესი იქნება იმდენად დიდი, რომ გადაფარავს აქციონერთა ინფორმირებულობასა და კოორდინაციასთან დაკავშირებულ პრობლემებს;[9] მეორე მხრივ, როგორც ჩანს, მხოლოდ გადაწყვეტილების მასშტაბი არ იწვევს რეგულირების ზრდას; საკორპორაციო სამართალი ახდენს, როგორც წესი, ყველაზე უფრო დიდი საინვესტიციო და ფინანსური გადაწყვეტილების დელეგირებას ბორდზე.

კორპორაციული ქმედების მეორე ძირითადი მახასიათებელი, რომელიც ხშირად უკავშირდება ბორდის დისკრეციის შეზღუდვას, არის ბორდის მიერ პირადი ინტერესებით განპირობებული გადაწყვეტილების მიღება. მცირე მნიშვნელობის ინტერესთა კონფლიქტი ხშირად თან ახლავს ძირითად ტრანსაქციებს, საკუთარ თავთან გარიგების დადების აშკარა ნიშნების გარდა. მაგალითად, დირექტორები და მენეჯერები, რომლებიც მოლაპარაკებას ახორციელებენ საკუთარი კომპანიის გასხვისებასთან დაკავშირებით, ტრანსაქციის დასკვნით ეტაპზე უფრო მეტად მოქმედებენ საკუთარი პირადი ინტერესებიდან გამომდინარე, ვიდრე აქციონერთა ინტერესების მიხედვით, რასაც ახორციელებენ შემძენ კომპანიასთან ტრანსაქციის დადების ან სამსახურის შენარჩუნების სახით.[10] განსხვავებით დაკავშირებულ პირთა შორის დადებული ტრანსაქციებისაგან, ეს ინტერესთა კონფლიქტის შემცველი ტრანსაქციები არ არის დამოკიდებული ხელშემკვრელი მხარის ვინაობაზე ან სხვა ფაქტობრივ გარემოებებზე, მაგრამ მეტწილად გამომდინარეობს კორპორაციული ქმედების საგნიდან.[11] ამ დაბალი მნიშვნელობის ინტერესთა კონფლიქტებსაც შეუძლიათ, სერიოზულად დააზიანონ აქციონერები და, აქედან გამომდინარე, უნდა დაექვემდებარონ რეგულაციას.

და, მესამე ნიშან-თვისება, ხშირად დაკავშირებული ტრანსფორმაციულ კორპორაციულ ქმედებასთან, რომელიც ექვემდებარება სპეციალურ რეგულაციებს, ეხმიანება არა იმდენად კორპორაციასთან დაკავშირებულ სპეციალურ ინტერესებს, არამედ უფრო გადაწყვეტილებას, თუ როგორ გამოვიყენოთ საინვესტიციო პორტფელები. აქედან გამომდინარე, მიუხედავად ინფორმაციის ასიმეტრიისა, განსხვავებით ჩვეულებრივი ბიზნესგადაწყვეტილებებისა-

[8] Sofie Cools, *The Dividing Line Between Shareholder Democracy and Board Autonomy: Inherent Conflicts of Interest as Normative Criterion*, 11 European Company and Financial Law Review 258, 273–5 (2014).

[9] Edward B. Rock, *Institutional Investors in Corporate Governance*, in Oxford Handbook of Corporate Law and Governance (Jeffrey N. Gordon and Wolf-Georg Ringe eds., 2017).

[10] იხ. Ronald J. Gilson and Reinier Kraakman, *What Triggers Revlon*?, 25 Wake Forest Law Review 37 (1990).

[11] Cools, note 8, at 275–8.

გან, კორპორაციის აქციონერთა სუსტი პოზიცია გადაწყვეტილების მიღების დროს კომპანიის მენეჯმენტთან მიმართებით იქნება შემცირებული. მაგალითად, აქციონერებმა A კომპანიაში შეიძლება ჩათვალონ, რომ A კომპანიის B კომპანიასთან გაერთიანება უფრო მიზანშეწონილია, ვიდრე A კომპანიის მიერ კვლევასა და განვითარებაში ფულის ინვესტირება და ისეთი პროდუქტის განვითარება, რომელიც კონკურენციას გაუწევს B კომპანიას. დასახელებულ შემთხვევაში, გასაანალიზებელია, არის თუ არა შერწყმის შედეგად შექმნილი AB კომპანია უკეთესი ინვესტიცია, ვიდრე მარტო მყოფი A კორპორაცია. საქმიანობის მარტო გაგრძელების შემთხვევაში, აუცილებელი იქნება ისეთი საკითხების ცოდნა, როგორებიცაა: აქვს თუ არა კვლევისა და განვითარების დეპარტამენტს ადამიანური რესურსების შესაბამისი რაოდენობა, იმისათვის, რათა განავითაროს B კორპორაციის მსგავსი პროდუქტი. ამ უკანასკნელ შემთხვევაში, ნაკლებად მოსალოდნელია, რომ აქციონერებს წვდომა ჰქონდათ ასეთი ტიპის ინფორმაციასთან.

მომდევნო თავებში ჩვენ განვიხილავთ რამდენიმე კორპორაციულ ტრანსფორმაციას, რომლებიც უნდა განხორციელდნენ სპეციალური შემოწმების ქვეშ, მათ შორისაა: ცვლილებების შეტანა სარეგისტრაციო განაცხადში, აქციათა გამოშვება, შერწყმები, გაყოფები და ქონების გასხვისებები, რეინკორპორაციები და გარდაქმნები. როგორც ვნახავთ, კორპორაციის ბევრი რესტრუქტურიზაციის ფორმა შეიძლება გამოყენებულ იქნეს უმცირესობაში მყოფი აქციონერების კორპორაციიდან გასაძევებლად. დამატებით, ზოგიერთ იურისდიქციაში კონტროლის განმახორციელებლებმა შეიძლება გამოიყენონ აქციების იძულებითი გაცვლა, იმისათვის, რომ რესტრუქტურიზაციის გარეშე განახორციელონ უმცირესობაში მყოფი აქციონერების გაძევება კორპორაციიდან. აღნიშნულის და იმ ფაქტის გათვალისწინებით, რომ უმცირესობის დასაცავად განკუთვნილი სამართლებრივი სტრატეგიები უმცირესობის განდევნისას ჰგავს იმ სტრატეგიებს, რომლებიც გამოიყენებიან აქციონერთა რესტრუქტურიზაციის დროს, ჩვენ ვავრცელებთ ჩვენს განხილვას უმცირესობაში მყოფი აქციონერების კორპორაციიდან განდევნის საკითხზეც.[12]

საინტერესოა, რომ, მიუხედავად უმცირესობაში მყოფი აქციონერების მოწყვლადობისა აქციონერების კორპორაციიდან გაძევების დროს, არც ერთი ძირითადი იურისდიქცია არ უკრძალავს მაკონტროლებლებს, ღია ტიპის კორპორაცია გახადონ დახურული ტიპის კორპორაცია, ან დედა კორპორაციებს, აიძულონ უმცირესობაში მყოფი აქციონერები, გაასხვისონ წილი შვილობილ კომპანიებში. მიზეზი შეიძლება იყოს ის, რომ ასეთი ტრანსაქციები ქმნიან ეფექტიანობის უპირატესობას, მიუხედავად სიღრმისეული კონფლიქტებისა, რომელთაც ისინი მოიცავენ. პირველი, ისინი გამორიცხავენ ქრონიკულ ინტერესთა კონფლიქტს დედა კომპანიებსა და ნაწილობრივ საკუთრებაში მყოფ

[12] მიუხედავად ამისა, ეს საკითხი უნდა გადავდოთ სატენდერო შეთავაზების შემდეგ გაკეთებული კორპორაციიდან განდევნის შესახებ მე-8 თავში.

შვილობილ კომპანიებს შორის, რომელიც წარმოიქმნება ჯგუფთა შორის დადებული ტრანსაქციებისა და ბიზნესშესაძლებლობების დაგროვებისგან;[13] მეორე, კოლექტიური გამოსავლის დაშვების გზით, მათ შეუძლიათ მაკონტროლებლების მოტივირება, რათა ამ უკანასკნელებმა უფლება მისცენ უმცირესობაში მყოფ აქციონერებს, გაასხვისონ ფულის სანაცვლოდ არალიკვიდური ინვესტიცია; მესამე, კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერები შეიძლება ნაკლებად იყვნენ მოტივირებული, რათა დამატებითი კაპიტალი დააბანდონ პოზიტიურ წმინდა ახლანდელი ღირებულების გამომხატველ პროექტებში, თუ ისინი იძულებული იქნებიან, მოგება გაუნაწილონ უმცირესობას;[14] ბოლოს, უნდა აღინიშნოს, რომ ბევრ იურისდიქციაში საჯაროდან დახურული ტიპის კორპორაციად გადაქცევა იწვევს ღიაობასთან დაკავშირებული ხარჯების შემცირებას, როგორებიცაა: ღიაობის დოკუმენტაციის მომზადება და ალტერნატიული დანახარჯები, რაც უკავშირდება კომპანიის ღირებულების კონკურენტებისათვის გამჟღავნებას.

7.2 სარეგისტრაციო მონაცემებში ცვლილებების შეტანა

მიუხედავად იმისა, რომ სტეიკჰოლდერებს შორის სხვადასხვა ურთიერთობა ხელშეკრულებითაა განმტკიცებული, მათ შორისაა ხელშეკრულებები კრედიტორებთან და აქციონერთა შორის დადებული შეთანხმებები, საკორპორაციო სამართალი მოიცავს სპეციალური სახის სახელშეკრულებო მექანიზმს, რომელიც არის მოქნილი, საჯარო, და ითვალისწინებს მხარეთა ვალდებულებებს – ასეთია სარეგისტრაციო განაცხადი.[15]

სხვა სახის სადამფუძნებლო დოკუმენტაციის მსგავსად, სარეგისტრაციო განაცხადი ქმნის მმართველობის ზოგად სტრუქტურას და იძლევა მუხლებში ცვლილებების შეტანის შესაძლებლობას. ჩვეულებრივი ხელშეკრულებისგან განსხვავებით, კორპორაციის სარეგისტრაციო განაცხადი უნდა დარეგის-

[13] იხ. თავი 4.1.3.2.

[14] კორპორაციიდან განდევნის ლოგიკა მოითხოვს დამატებით ვარაუდებს, რათა ეს გახდეს შესაძლებელი. მაგალითისთვის, წარმოიდგინეთ კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერი, რომელსაც არ უნდა რისკის გაწევა პირადი ინფორმაციით მოგებიან, მაგრამ რისკიან, გარიგებაზე კომპანიის საქმიანობის გასავრცელებლად. ასეთი მაკონტროლებლისთვის არ იქნება შესაძლებელი, მოიზიდოს კაპიტალი გარედან, მისი კონტროლის საფრთხის ქვეშ დაყენების გარეშე, და არ იქნება მსურველი, რომ უზრუნველყოს თვითონაც დამატებითი კაპიტალის ჩადება.

[15] Marcel Kahan and Edward Rock, *Corporate Constitutionalism: Antitakeover Charter Provisions as Precommitment*, 152 University of Pennsylvania Law Review 473 (2003). უნდა აღინიშნოს, რომ, როდესაც ვიყენებთ ტერმინ the "charter"-ს, ვგულისხმობთ სარეგისტრაციო განაცხადს, სადამფუძნებულო დოკუმენტს, კონსტიტუციას (the "certificate of incorpora- tion," the "articles of association," the "statutes," or the "constitution."). გასათვალისწინებელია, რომ დასახელებული ტერმინი არ მოიცავს წესდებას (the bylaws), რომელიც წარმოადგენს კომპანიის შიდა სტრუქტურისა და წესების მარეგულირებელ დოკუმენტს. იხ. 32-ე შენიშვნა და თანდართული ტექსტი.

ტრირდეს საჯარო რეესტრში, როგორც წესი, ყველასათვის არის ხელმისაწვდომი და მასში ცვლილების შესატანად არ არის აუცილებელი ყველა მხარის თანხმობა. დამატებით უნდა აღინიშნოს, რომ სარეგისტრაციო განაცხადის პირობები ვრცელდება ყველა აქციონერზე, მათ შორის ახალ აქციონერებზეც, მათი მხრიდან ხელშემკვრელი თანხმობის გარეშე. ყველა დასახელებული თვისება ემსახურება მნიშვნელოვანი ფუნქციების განხორციელებას.

წიგნში განხილული ყველა იურისდიქცია თვლის სარეგისტრაციო მონაცემებში ცვლილების შეტანას ფუნდამენტურ ცვლილებად.[16] ყველაზე უფრო ფართოდ გავრცელებულია რეგულირების სტრატეგია, რომელშიც გამოყენებულია *ex post* ხმის უფლება (მოქმედების შემდეგ მოწონება): აქციონერებს მოიწვევენ სარეგისტრაციო მონაცემებში ცვლილებების რატიფიცირებისათვის. როგორც ვნახეთ, მეორე თავში ტიპური სტრატეგია ფუნდამენტური ცვლილებების რეგულირებისათვის არის შემდეგი სახის: უფლებების რეგულარული განაწილება – ესაა მენეჯმენტისთვის უფლებამოსილების მინიჭება, თუმცა განსაკუთრებულ შემთხვევაში, როდესაც ეს ძალიან მნიშვნელოვანია მარწმუნებლებისათვის, დასახელებულ უფლებამოსილებას პირდაპირ აქციონერები ახორციელებენ.[17] მიუხედავად ამისა, მსგავსი სახის ხმის უფლებები განსხვავდება იურისდიქციების მიხედვით: დელავერის სამართლის მიხედვით, მაგალითად, სარეგისტრაციო განაცხადში ცვლილების შეტანა წარდგენილი უნდა იყოს ბორდისა და დადასტურებული გამოშვებული აქციების მფლობელ აქციონერთა უმრავლესობის მიერ.[18] შედარებისთვის, ევროპულ იურისდიქციებსა და იაპონიაში სარეგისტრაციო განაცხადში ცვლილება შეიძლება შეტანილ იქნეს აქციონერთა დიდი უმრავლესობის თანხმობით, ბორდის მხრიდან ინიციატივის გარეშე.[19] აშშ-ს დანერგილი აქვს ორმხრივი ვეტო, კერძოდ, არც ბორდს და არც აქციონერებს არ აქვთ დამოუკიდებლად სარეგისტრაციო განაცხადში ცვლილების შეტანის უფლება. შედარებისთვის, აქციონერთა დიდი უმრავლესობით თანხმობა შესაძლებლობას აძლევს უმცირესობაში მყოფ აქციონერებს, ვეტო დაადონ სარეგისტრაციო მონაცემებში წარდგენილ ცვლილებებს, მაგრამ არ აძლევს მენეჯმენტს ვეტოს გადაჭრის შესაძლებლობას.

ორივე სახის ცვლილებების ჯგუფი უფლებას აძლევს კორპორაციული საქმიანობის დამგეგმავებს, განსაზღვრონ მმართველობითი უფლებები წეს-

[16] მიუხედავად იმისა, რომ იურისდიქციები განასხვავებენ ერთმანეთისგან სარეგისტრაციო განაცხადების სავალდებულო ფარგლებს., იხ. ტექსტზე თანდართული შენიშვნები 28–33.

[17] იხ. თავი 2.2.2.2.

[18] Delaware General Corporation Law (hereafter DGCL) §242.

[19] UK Companies Act 2006, section 21; France: Art. L. 225-96 Code de commerce; Germany: AktG §119(1) no 5; Italy: Art. 2365 Civil Code; Japan: Art. 466 Companies Act. დასახელებულმა სისტემებმა შეიძლება უფლება დართონ ცვლილებების განხორციელებას მხოლოდ ბორდის თანხმობის მეშვეობით, მაგრამ, როგორც წესი, მხოლოდ იქ, სადაც ცვლილებები ითვლება, რომ არის მცირე მოცულობის ან სახეზეა მნიშვნელოვანი მიზეზები, რათა ბორდმა დამოუკიდებლად მიიღოს გადაწყვეტილება. რა თქმა უნდა, პრაქტიკაში, წინადადებების უმრავლესობა სარეგისტრაციო განაცხადებთან დაკავშირებით მოდის ბორდისგან.

დების მუხლებში – ეს არის განსაკუთრებით მნიშვნელოვანი, რადგან ძირითადი იურისდიქციები იძლევიან უფლებას, მოხდეს ნებისმიერ სახის პირობის გათვალისწინება სარეგისტრაციო განაცხადში, რომელიც არ ეწინააღმდეგება კანონს. სარეგისტრაციო განაცხადის პირობების თანახმად, აქციონერებს შეუძლიათ, მნიშვნელოვანი წინარე ვალდებულებები იტვირთონ. მაგალითად, დელავერის მიდგომის თანახმად, მცირე აქციონერები, რომლებიც მხარს უჭერენ დაუფლების საწინააღმდეგო ისეთ პირობას სარეგისტრაციო განაცხადში, როგორიცაა საფეხურებად დაყოფილი ბორდი, აძლიერებენ ბორდის მოლაპარაკების შესაძლებლობებს დაუფლების მცდელობის დროს და ამით ამცირებენ შემძენი კორპორაციის მიერ ბორდის თანხმობის გარეშე სამიზნე კომპანიის შეძენის შესაძლებლობას.[20] დიდი უმრავლესობით გადაწყვეტილების მიღების დროს აქციონერები საკუთარ თავს ბოჭავენ უმცირესობაში მყოფი აქციონერების ინტერესების სავალდებულო გათვალისწინებით.

აქციების საკუთრების უფლების სტრუქტურაზეა დამოკიდებული, თუ როგორ შეუძლიათ სარეგისტრაციო განაცხადის მუხლებს მმართველობითი წესების შეზღუდვა. როგორც ეს არის აღწერილი ზევით, იმ შემთხვევაში, თუ აქციებზე საკუთრების უფლება გადანაწილებულია მცირე აქციონერებს შორის, დელავერის მიდგომა ქმნის ორმხრივ ვეტოს მენეჯერებისა და აქციონერების მეშვეობით, რაც საშუალებას აძლევს არსებულ აქციონერებს, დაიცვან თავი მომავალი აქციონერების არაინფორმირებული გადაწყვეტილებებისაგან (სარეგისტრაციო განაცხადის ისეთი ნორმების მეშვეობით, როგორიცაა საფეხურებად დაყოფილი ბორდი) მენეჯმენტის შეზღუდვის გამარტივების რისკის ფასად.[21] მაშინ როდესაც დელავერის ბორდზე ორიენტირებული საკორპორაციო სამართლის სისტემა განიხილავს ორმხრივ ვეტოს, როგორც საკორპორაციო სამართლის მიმზიდველ თვისებას, აქციონერებზე ორიენტირებულ სისტემებში, მაგალითად გაერთიანებულ სამეფოში, უფრო კონცენტრირებული არიან მენეჯმენტის შეზღუდვაზე. გაერთიანებულ სამეფოში სარეგისტრაციო მონაცემებში ცვლილების შეტანის რეჟიმი ფორმალურად გამორიცხავს მენეჯმენტის მონაწილეობას სარეგისტრაციო მონაცემებში ცვლილების შეტანასთან დაკავშირებით.

შედარებისთვის, სისტემაში, სადაც აქციათა კონცენტრირებული საკუთრების სტრუქტურაა, ბორდისა და აქციონერების ორმხრივი ვეტო მოკლებულია მნიშვნელობას, რადგან კონტროლის განმახორციელებელ აქციონერებს შეუძლიათ ბორდის არჩევა, რომლებიც მოამზადებენ აქციონერების შეთავაზებას. მიუხედავად ამისა, დიდი უმრავლესობით გადაწყვეტილების მიღების მოთხოვნის უფლება უმცირესობაში მყოფ (უმრავლესობაში მყოფ) აქციონერებს აძლევს ვეტოს უფლებას, რითაც ქმნის ორმხრივი ვეტოს უფლებას აქციონე-

[20] იხ. Kahan and Rock, note 15.

[21] რა თქმა უნდა, მენეჯმენტის მიერ საკუთარი ინტერესების განხორციელება შეიძლება შეზღუდული იყოს სხვადასხვა ფორმით. იხ. თავი 8.2.3.1.

რებს შორის. ამ შემთხვევაში უმრავლესობის მქონე აქციონერს შეუძლია, განახორციელოს მნიშვნელოვანი წინარე ვალდებულება უმცირესობის მიმართ წესდების შესაბამისი მუხლების მიხედვით, იმ პირობით, რომ უმცირესობაში მყოფი აქციონერების საკუთრებაში მყოფი აქციების ოდენობა არ ჩამოვა (გაქარწყლდება) ვეტოსთვის გათვალისწინებულ მინიმალურ ზღვარზე დაბლა. სავარაუდო რისკის შესამცირებლად ზოგიერთი საკორპორაციო სამართლის სისტემა უფლებას აძლევს აქციონერებს, გაზარდონ დიდი უმრავლესობით გადაწყვეტილების მიღების პირობები ერთხმად გადაწყვეტილების მიღების პირობამდე.[22]

ბრაზილია არის გამონაკლისი ძირითად იურისდიქციებს შორის, სადაც შესაძლებელია, სარეგისტრაციო განაცხადში ცვლილების შეტანა მოხდეს ბორდის ინიციატივის გარეშე და აქციონერთა უბრალო უმრავლესობის მეშვეობით. თუმცა ბრაზილიაში განსაზღვრული ცვლილებები (როგორებიცაა: პრივილეგირებულ აქციონერებთან დაკავშირებული უფლებების ცვლილება, სავალდებულო დივიდენდის შემცირება ან კორპორაციის მიზნის ცვლილება) მოითხოვს ჩვეულებრივი კლასის გამოშვებული აქციების მფლობელ აქციონერთა უმრავლესობის თანხმობას და მოწინააღმდეგე (დისენტერ) აქციონერებს ეძლევათ საზოგადოების მიერ აქციათა გამოსყიდვის უფლება.[23] ძლიერი ხმის უფლებების ნაცვლად, ბრაზილიური სამართალი ეყრდნობა სტანდარტულ სტრატეგიას, რომელიც ვალდებულებას აკისრებს კონტროლის განმახორციელებელ აქციონერებს სარეგისტრაციო მონაცემებში შეტანილი ისეთი ცვლილებების გამო, რომლებიც არ შეესაბამებიან კომპანიის საუკეთესო ინტერესებს და რომელთა მიზანია უმცირესობაში მყოფი აქციონერების, თანამშრომლების, და ბონდების მფლობელების დაზარალება – ეს არის სტანდარტი, რომელსაც იმდენად მკაცრი წინაპირობები აქვს, რომ სადავოა მისი ეფექტურობა ბოროტად გამოყენების შეზღუდვასთან დაკავშირებით.[24] პრაქტიკაში სამართლებრივი რეჟიმი, რომელიც ითვალისწინებს დიდი უმრავლესობით გადაწყვეტილების მიღების მოთხოვნის უფლების აკრძალვას ღია ტიპის კორპორაციის სარეგისტრაციო განაცხადში,[25] ამცირებს კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერის შესაძლებლობას, განახორციელოს მნიშვნელოვანი წინარე ვალდებულებები კორპორაციის სარეგისტრაციო განაცხადში.

რა თქმა უნდა, ბრაზილიაში, ისევე როგორც სხვაგან, აქციონერთა შეთანხმებები, რომლებიც არსებობს სარეგისტრაციო განაცხადისგან დამოუკიდებლად, შეიძლება გამოყენებულ იქნეს მმართველობითი უფლებების შესაზღუ-

[22] იხ. e.g. Companies Act 2006, section 22 (UK). ქმედება უნდა უკავშირდებოდეს ფორმირებას ან მოგვიანებით წარმოდგენილი იყოს აქციონერების ხმათა ერთსულოვანი თანხმობით.

[23] Arts. 122, 129, 136, and 137 Lei das Sociedades por Ações.

[24] Art. 117, §1º, c ibid.

[25] Art. 136 ibid.

დად. აქციონერთა შეთანხმების ერთ-ერთი ნაკლი, სხვა კონტრაქტების მსგავსად, არის ცვლილების შემთხვევაში ერთხმად დათანხმება. მაგრამ, ასევე, შესაძლებელია აქციონერთა ისეთი შეთანხმების შექმნა, როდესაც ცვლილებები ძალაში შედის უმრავლესობის მიერ ცვლილების შეტანის შემთხვევაში. საბოლოოდ, სარეგისტრაციო განაცხადში შეზღუდვის ყველაზე უფრო დიდი უპირატესობა არის მისი ავტომატური გავრცელება ახალ აქციონერებზე, რაც მას უფრო მეტად მოქნილს გახდის, ვიდრე დამატებითი შეთანხმება აქციონერებს შორის. მიუხედავად ამისა, ბევრი იურისდიქცია არ ითხოვს აქციონერთა შორის დადებული შეთანხმებების ღიაობას, როგორც მინიმუმ, იმ შემთხვევაში, თუ კორპორაცია არ არის ღია, რაც შეიძლება, აღიარებულ იქნეს როგორც დამატებითი შეთანხმების შედარებითი უპირატესობა.[26] რა თქმა უნდა, აქციონერთა შეთანხმება, რომლის მხარეც მხოლოდ აქციონერთა ნაწილია, შესაძლებელია, მოქმედებდეს პირადი ინტერესების განხორციელებისათვის და არა უმცირესობაში მყოფი აქციონერების დასაცავად.

სარეგისტრაციო განაცხადში მმართველობისა და საჯაროობის ფუნქციების აღსანიშნავად იურისდიქციები, როგორც წესი, ითვალისწინებენ შიგნით სპეციალურ მმართველობით საკითხებს. მაგალითად, სარეგისტრაციო განაცხადში, სადაც ეს არის ნებადართული, შეიძლება გავითვალისწინოთ „ორმაგი – კლასის“ კაპიტალის სტრუქტურა, სადაც ზოგიერთ აქციას აქვს უფრო მეტი ხმის უფლება, ვიდრე სხვას (როგორც წესი, დამფუძნებლებისთვის ან აღმასრულებლებისთვის დატოვებული აქციები უმრავლესობის მქონე ხმის უფლებებს იძლევა);[27] ანალოგიურად, სადაც ეს არის ნებადართული, გაითვალისწინებენ შეზღუდვას დირექტორის პასუხისმგებლობასთან დაკავშირებით.[28] რაც უფრო მეტად უდგენს კანონმდებლობა წესდებებს სავალდებულო შინაარსობრივ ნაწილს, მით უფრო მნიშვნელოვანი ხდება ცვლილების შეტანის პროცედურა. მაშინ, როდესაც ზოგიერთი იურისდიქცია ადგენს მხოლოდ რამდენიმე ზოგად

[26] იტალია არის მაგალითი იურისდიქციისა, რომელიც განსაზღვრავს აქციონერთა შეთანხმებების ღიაობას. იხ. e.g. Vincenzo V. Chionna, La pubblicità dei patti parasociali (2008). სხვა მაგალითი არის ბრაზილია, სადაც აქციონერთა შეთანხმებები საჯაროდ უნდა იქნეს წარდგენილი იმისათვის, რომ მავალდებულებელი იყოს კომპანიის მიმართ. Art. 118 Lei das Sociedades por Ações.

[27] იხ. თავი 4.1.1.

[28] DGCL §102(b)(7); Arts. 426 and 427 Companies Act (Japan). იურისდიქციებშიც კი, სადაც არ არის ვალდებულება, აღნიშნული მოთხოვნა ჩაიწეროს სარეგისტრაციო განაცხადში, სარეგისტრაციო განაცხადი ხელსაყრელი გზაა, გახადოს ის საჯარო, ან მიანიჭოს მავალდებულებელი ძალა. იხ. Art. 3 Second EU Directive (2012/30/EU), რომელიც მოითხოვს, რომ გარკვეული ინფორმაცია აქციონერების უფლებების შესახებ განთავსდეს სარეგისტრაციო განაცხადში (statutes or the instrument of incorporation) ან დოკუმენტში, რომელიც გამოქვეყნებულია წევრი სახელმწიფოების პროცედურების შესაბამისად. აქციების გადაცემის შეზღუდვები დელავერში შეიძლება გათვალისწინებული იყოს სარეგისტრაციო განაცხადში, წესდებაში ან აქციონერთა შეთანხმებაში: DGCL §202(b). გაერთიანებული სამეფო არ მოითხოვს, რომ აქციონერთა კლასების უფლებები გათვალისწინებული იყოს სარეგისტრაციო განაცხადში (განსხვავებით აქციების გამოშვების პირობებისგან), თუმცა მათი გათვალისწინება ხშირად ხდება სარეგისტრაციო განაცხადში.

საკითხს, რაზეც სარეგისტრაციო განაცხადში უნდა გამახვილდეს ყურადღება და რის გადაწყვეტის უფლებაც მიეკუთვნება კომპანიის დისკრეციას, გერმანული კონცეფცია *Satzungsstrenge* („სარეგისტრაციო მონაცემების სიმკაცრე“) ნიშნავს, რომ სარეგისტრაციო განაცხადს შეიძლება ჰქონდეს მხოლოდ ის პირობები, რომლებიც კანონმდებლობით არის ნებადართული (ანუ საწესდებო ავტონომიურობა არის მინიმუმამდე დაყვანილი).[29] აღნიშნულის ფონზე კანონმდებლებს აქვთ შესაძლებლობა, ზეგავლენა მოახდინონ კორპორაციის სარეგისტრაციო განაცხადის ეფექტურობაზე არა მხოლოდ სარეგისტრაციო მონაცემებში ცვლილების შეტანის რეგულირების გზით, არამედ ასევე სარეგისტრაციო განაცხადის შინაარსობრივი ფარგლების დადგენის თვალსაზრისით. აღნიშნულს აქვს ირიბი შედეგები იმ საკითხების რეგულირებისთვის, რაც მოიაზრება ფუნდამენტურ ცვლილებებად მოცემულ იურისდიქციებში.

მაგალითად, ყველა იურისდიქცია ითხოვს, რომ კორპორაციის სარეგისტრაციო განაცხადი დეტალურად ითვალისწინებდეს აქციათა კაპიტალის სტრუქტურას, აქციათა კლასების რაოდენობას, უფლებებს, პრივილეგიებს და შეზღუდვებს. მიუხედავად ამისა, რა მასშტაბითაც აღნიშნული პირობები ზღუდავენ ბორდს აქციების გამოცემის თვალსაზრისით, დამოკიდებულია უფრო ფართო წესების ერთობლიობაზე. შესაბამისად, დელავერში, მაშინ, როდესაც სარეგისტრაციო განაცხადმა უნდა განსაზღვროს ნებადართული აქციების რაოდენობა, ბორდს აქვს აქციების გამოშვების უფლებამოსილება ნებადართული აქციების ზღვრის გათვალისწინებით. შედარებისთვის, ევროპული იურისდიქციები მოიცავენ ნორმატიულად განსაზღვრულ ზოგად წესებს, რომლებიც მოითხოვს აქციონერების თანხმობას აქციების გამოშვების ან უპირატესი შესყიდვის უფლების განხორციელების დროს.[30]

კიდევ ერთი სხვაობა არის ბორდის სტრუქტურა. ზოგიერთ ევროპულ იურისდიქციაში ბორდის სტრუქტურის საკითხები, მაგალითად, როგორიცაა ბორდში ადგილების რაოდენობა (თუმცა არა ბორდის კომიტეტების რაოდენობა ან ფუნქციები), წერილობით უნდა იყოს გათვალისწინებული სარეგისტრაციო განაცხადში და შესაძლებელი უნდა იყოს მასში ცვლილების შეტანა მხოლოდ აქციონერთა დიდი უმრავლესობის მიერ გადაწყვეტილების მიღების შედეგად.[31] შედარებისთვის, ეს პირობები აშშ-ში, როგორც წესი, გათვალისწი-

[29] AktG §23(5).

[30] Share issuance rules are discussed in Section 7.3.

[31] სარეგისტრაციო განაცხადმა უნდა დააკონკრეტოს სამეთვალყურეო საბჭოს წევრთა რაოდენობა გერმანული სააქციო საზოგადოებებისათვის, თუ ისინი შედგებიან უფრო მეტი რაოდენობისაგან, ვიდრე სავალდებულო მინიმუმია (§95 AktG). For the French SA სარეგისტრაციო განაცხადი, კანონმდებლობის თანახმად, ითვალისწინებს ადგილების მაქსიმალურ რაოდენობას 3-იდან 18 წევრამდე (Art. L. 225-17 Code de commerce). შედარებისთვის, კანონმდებლობა უფლებას აძლევს გერმანულ GmbHs-ს, რომ ჰქონდეს დიდი თავისუფლება სამეთვალყურეო საბჭოს წევრთა რაოდენობასთან დაკავშირებით: სარეგისტრაციო განაცხადმა შეიძლება დააკონკრეტოს რაოდენობა, განსაზღვროს ზედა ზღვარი და ქვედა ზღვარი, ან მისი გადაწყვეტის უფლება სხვა ორგანოს დაუტოვოს.

ნებულია წესდებაში, რომელიც განსაზღვრავს კორპორაციის ყოველდღიური საქმიანობის წესებს, რაც მიღებულია ბორდის მიერ, თუმცა წესდების ნორმები შეიძლება გათვალისწინებულ იქნეს სარეგისტრაციო განაცხადშიც.[32] გაერთიანებული სამეფოს სამართალში ტრადიციულად მიჩნეული იყო, რომ ბორდის სტრუქტურა (მათ შორის კომიტეტები) და შემადგენლობა წარმოადგენდა, როგორც წესი, შიდა მენეჯმენტის საკითხს, რომელიც შეიძლებოდა, ყოფილიყო გათვალისწინებული სარეგისტრაციო განაცხადში ან გადაწყვეტილიყო ბორდის მიერ.

სავალდებულო შინაარსში შემავალი აღნიშნული სხვაობების მნიშვნელობა მცირდება, მიუხედავად ამისა, ძირითად იურისდიქციებში არის კანონმდებლობით ან საუკეთესო პრაქტიკით განმტკიცებული ტრენდი, რომ ღია ტიპის სააქციო საზოგადოებების ბორდის ძირითადი კომიტეტები, განსაკუთრებით აუდიტის კომიტეტი, უნდა იყოს დამოუკიდებელი და ხელმძღვანელობდეს სპეციალური რეგულაციებით.[33]

7.2.1 მენეჯმენტსა და აქციონერებს შორის კონფლიქტი სარეგისტრაციო განაცხადში ცვლილების შეტანის დროს

სარეგისტრაციო განაცხადის პირობები შეიძლება გამოყენებულ იქნეს მენეჯმენტის უფლებების განსაზღვრისთვის აქციონერებთან მიმართებით. მაგალითად, სარეგისტრაციო განაცხადის მუხლი, რომელიც აფუძნებს საფეხურებად დაყოფილ ბორდს, უფლებას აძლევს ბორდს, დროებითი ვეტო დაადოს აქციონერების მიერ მათი გათავისუფლების მცდელობას კორპორაციის დაუფლების შეთავაზების საპასუხოდ (გარდა იმ შემთხვევებისა, როცა დირექტორები ექვემდებარებიან ოფისიდან გათავისუფლების ნორმებს აქციონერების უბრალო უმრავლესობის მიერ გადაწყვეტილების მიღების შედეგად, მიუხედავად იმისა, თუ რას ამბობს კორპორაციის სარეგისტრაციო განაცხადი).[34] ხმის უფლების სტრატეგია გამოიყენება მენეჯმენტისა და აქციონერების წარმომადგენლობითი ხარჯების გასაკონტროლებლად: სარეგისტრაციო განაცხადის

[32] წესდებებს, დელავერის სამართლის თანახმად, აქვთ საინტერესო სამართლებრივი სტატუსი. ფორმალური თვალსაზრისით, თუ სარეგისტრაციო განაცხადი არის კორპორაციის კონსტიტუცია, წესდებები წარმოადგენენ კორპორაციის კანონებს: ისინი განკარგავენ კორპორაციის ყოველდღიურ საქმიანობას, მაგრამ, როდესაც წინააღმდეგობაა სარეგისტრაციო განაცხადსა და წესდებას შორის, სარეგისტრაციო განაცხადი მოქმედებს. DGCL §109. დელავერის კანონის უცნაურმა პირობამ წესდებები აქციონერების აქტიურობის ფოკუსად აქცია. მაშინ, როდესაც წესდებების დამტკიცების უფლებები გადაცემულია, როგორც წესი, ბორდისთვის, დასახელებული გადაცემა არ ზღუდავს აქციონერების უფლებას, დაამტკიცონ, შეცვალონ ან გააუქმონ წესდება: აღნიშნულმა გამოიწვია სხვადასხვა სახის კონფლიქტები წესდებების ფარგლებთან დაკავშირებით და დატოვა პასუხგაუცემელი ზოგიერთი ფუნდამენტური კითხვა, როგორიცაა: რა მოხდება, როდესაც ბორდი მისთვის დელეგირებული უფლებების შესაბამისად გამოითხოვს აქციონერების მიერ დამტკიცებულ წესდებას. იხ. თავი 3.2.1. და 3.2.3.

[33] იხ. თავი 3.3.2.

[34] იხ. თავი 3.1.3.

ყველა შუალედური ცვლილება უნდა მოწონებულ იქნეს აქციონერთა კენჭისყრის შედეგად.

7.2.2 აქციონერთა უმრავლესობა-უმცირესობას შორის კონფლიქტი სარეგისტრაციო განაცხადში ცვლილების შეტანის დროს

მიუხედავად იმისა, რომ დიდი უმრავლესობით გადაწყვეტილების მიღება იძლევა უმცირესობაში მყოფი აქციონერების დაცვის გარკვეულ მასშტაბს, იურისდიქციების უმრავლესობა უმცირესობაში მყოფი აქციონერების დასაცავად უფრო მეტს აკეთებს. ბევრ სისტემაში სარეგისტრაციო განაცხადში ცვლილების შეტანა, რომელიც უარყოფით ზეგავლენას ახდენს აქციონერთა ცალკე არსებულ კლასზე, უნდა მიღებულ იქნეს ამ კლასის აქციათა უმრავლესობის თანხმობის შედეგად.[35] ეს გაძლიერებული ხმის უფლების მქონე სტრატეგია განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია პრივილეგირებული აქციონერებისათვის, რომლებსაც ხშირად არ აქვთ ხმის უფლება და საკუთარი ინტერესების დასაცავად ეყრდნობიან სარეგისტრაციო განაცხადს და ამ განაცხადში ცვლილების შეტანის წესებს. მიუხედავად ამისა, კორპორაციული დაცვის ასეთი ღონისძიებები დეტალურად უნდა იქნეს გათვალისწინებული, რათა შეასრულოს თავისი რეალური მიზანი.[36] მაგალითად, დელავერის პრეცედენტული სამართალი ითვალისწინებს, რომ პრივილეგირებული კლასის აქციებს ხმის უფლება აქვთ მხოლოდ პირდაპირ გათვალისწინებულ შემთხვევებში, სხვა შემთხვევაში სარეგისტრაციო განაცხადში ცვლილების დროს კენჭისყრის უფლებით ვერ ისარგებლებენ, რაც კორპორაციული დაცვის ღონისძიებებს გახდის არარეალურს.[37] ანალოგიურად, ბრიტანულ და იტალიურ სასამართლოებს გავლებული აქვთ მკაფიო ზღვარი აქციონერთა კლასის ფორმალურ უფლებებს (რაც მოითხოვს ცალკე კენჭისყრას) და სარეგისტრაციო განაცხადში ცვლილებების შეტანის უფლებას შორის, რომელიც ამცირებს ასეთი უფლებების მნიშვნელობას, თუმცა ფორმალურად არ ცვლის მათ (რაც არ მოითხოვს ცალკე კლასის თანხმობას). შესაბამისად, გაერთიანებულ სამეფოში აქციათა სხვა კლასის ხმის უფლების გაზრდა ან პრივილეგირებული აქციების გაუქმება კაპიტალის შემცირების გზით (თუ პრივილეგირებულ აქციონერებს ეპყრობიან იმ უფლებების შესაბამისად, რაც მათ ექნებოდათ კომპანიის ლიკვიდაციის

[35] იხ. e.g. DGCL §242; Art. 2376 Civil Code (Italy); Art. L. 225-99 Code de commerce (France); Companies Act 2006, Part 17, ch. 9 (UK); AktG §179(3) (Germany); Art. 322 Companies Act (Japan); Art. 136, §1º Lei das Sociedades por Ações (Brazil).

[36] William Bratton, *Venture Capital on the Downside: Preferred Stock and Corporate Control*, 100 Michigan Law Review 891, 922–939 (2002); William Bratton and Michael L. Wachter, *A Theory of Preferred Stock*, 161 University of Pennsylvania Law Review 1815, 1831 ff. (2013).

[37] Bratton, note 36.

შემთხვევაში) ჩათვლილია როგორც ქმედება, რომელიც სცდება აქციონერთა კლასის დაცვას.[38]

იურისდიქციების უმრავლესობა, ზემოთ დასახელებულთან ერთად, იყენებს მარეგულირებელ სტრატეგიებს. მაგალითად, მათ შეიძლება ჰქონდეთ ალტერნატიული სტანდარტი, რომელიც სასამართლოებს უფლებას აძლევს, განიხილოს სარეგისტრაციო განაცხადში ცვლილების შემტანი ყველაზე უფრო სარისკო შემთხვევები, რომლებიც უკავშირდება საკუთარ თავთან გარიგების დადებას. თუმცა ამ უფლებების წარმატებულად გამოყენება იშვიათად ხდება.[39] მიუხედავად ამისა, უფრო გავრცელებული დაცვის მეთოდი არის გასვლის სტრატეგია, განსაკუთრებით საზოგადოების მიერ აქციათა გამოსყიდვის დროს.[40] იტალია, იაპონია, ბრაზილია და აშშ-ის უმრავლესობა (თუმცა არა დელავერი) და საფრანგეთი საზოგადოების მიერ აქციათა გამოსყიდვის უფლებას იძლევა სარეგისტრაციო განაცხადში შეტანილი ისეთი ცვლილების დროს, რომელიც მნიშვნელოვან უარყოფით ზეგავლენას ახდენს მოწინააღმდეგე აქციონერების უფლებებზე (მაგალითად, პრივილეგიებს ზეგავლენის ან ხმის უფლებების შეზღუდვის გზით).[41]

სარეგისტრაციო განაცხადის პირობები შეიძლება, გამოყენებულ იქნეს კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერის მიერ კონტროლის გაძლიერების მიზნით. ორი კლასის კაპიტალის სტრუქტურა (სადაც თითოეულს აქვს მაღალი ან დაბალი ოდენობის ხმის უფლება, ან ხმის უფლების მქონე ან ხმის უფლების არმქონე აქციები), რომელიც სარეგისტრაციო განაცხადში

[38] იხ. Paul Davies and Sarah Worthington, Gower And Davies' Principles Of Modern Company Law (9th edn., 2012), paras. 19-32 to 19-37.

[39] E.g. *abus de majorité* in France (იხ. Maurice Cozian, Alain Viandier, and Florence Deboissy, Droit des Sociétés 239–41 (28th edn., 2015)); provisions prohibiting "unfair prejudice" in the UK (იხ. Davies and Worthington, note 38, ch. 20). AktG §243(2) შესაძლებლობას იძლევა, ინდივიდუალურმა აქციონერმა გაასაჩივროს საერთო კრების ნებისმიერი გადაწყვეტილება, იმ საფუძველზე დაყრდნობით, რომ სხვა ხმის უფლების მქონე აქციონერმა საერთო კრების რეზოლუციით მოიპოვა სპეციალური ბენეფიტები საკუთარი თავისთვის ან სხვა პირისთვის, კომპანიის ან სხვა აქციონერების საზიანოდ. იხ. Art. 831(1)(iii) Companies Act (Japan) (similar rule). Potentially more important, the UK has also developed a review standard in the specific context of charter changes i.e. the requirement that the change be effected "bona fide in the interests of the company." This rather opaque formula tends to require simply that the majority act in good faith, except in cases of expropriation of shares where it has a larger impact. იხ. *Re Charterhouse Capital Limited* (2014) EWHC 1410 (Ch) (230)–(237).

[40] იხ. თავი 2.2.1.2.

[41] Art. 2437 Civil Code (Italy) (appraisal right granted for charter amendments regarding e.g. voting rights or significant changes in the scope of business); §13.02 Revised Model Business Corporation Act (hereafter "RMBA") (U.S.). For Brazil იხ. note 23 and accompanying text. In France, when a controlling shareholder proposes to alter the charter of a listed company in a signifi- cant way, it must inform the market regulator (Autorité des Marchés Financiers, AMF) in advance, which may require the controllers to make a buy-out offer, on terms agreed with the AMF, for the minority shares. Art. L. 433-4 Code Monétaire et Financier; Art. 236-6 Règlement Général de l'AMF.

უნდა იყოს გათვალისწინებული, რათა ძალმოსილად ჩაითვალოს, უფლებას აძლევს აქციონერებს, რომლებიც ფლობენ მცირე საკუთრების უფლებას (cash-flow rights), შეინარჩუნონ კორპორაციაზე კონტროლი.[42] აქედან გამომდინარე, ეს არის უფლებების შეზღუდვის ძლიერი მექანიზმი. აღნიშნული მექანიზმი ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟის წესების მიერ აკრძალულია მეოცე საუკუნის უმეტესი პერიოდის განმავლობაში, მაგრამ უკანასკნელ დროს აღორძინდა მედიასა და ტექ. კორპორაციებში.[43] კაპიტალის ორი კლასის შექმნა ხშირად არის გაგებული როგორც მცდელობა კონტროლის განხორციელების მსურველი აქციონერების მხრიდან (ხშირად მოქმედი მენეჯერების მხრიდან), ისარგებლონ კონტროლის არგანმახორციელებელი აქციონერების კოლექტიური პრობლემებით, რათა დაარწმუნონ, რომ ამ უკანასკნელებმა დაამტკიცონ ღირებულების შემამცირებელი ცვლილებები კორპორაციაში. აღნიშნულის საპასუხოდ, ფასიანი ქაღალდების მარეგულირებელი წესების (SEC rule) 19c-4 პუნქტის თანახმად, საფონდო ბირჟები ვალდებულნი იყვნენ, უარი ეთქვათ ისეთი კორპორაციების სავაჭროდ დაშვებაზე, რომლებიც იყენებდნენ ორმაგი კლასის შუალედურ რეკაპიტალიზაციას (midstream dual-class recapitalizations).[44] თუმცა ფასიანი ქაღალდების მარეგულირებელი დასახელებული წესი, საბოლოოდ, ჩაითვალა როგორც მისი უფლებამოსილების მიღმა არსებული ნორმა.[45] საფონდო ბირჟებმა, რომლებსაც უკვე ჰქონდათ მიღებული დასახელებული წესის შესაბამისი ნორმები, მოქმედებაში დატოვეს ისინი. იაპონია მოქმედებს დასახელებული პრინციპით და საფონდო ბირჟები არ იძლევიან ორმაგი კლასის შუალედურ რეკაპიტალიზაციებს, რომლებსაც შეუძლიათ, ზეგავლენა მოახდინონ მცირე აქციონერებზე.[46]

ევროპაში ორმაგი კლასის რეკაპიტალიზაცია არის წინააღმდეგობრივი საკითხი, თუმცა, როგორც წესი, მაინც ნებადართულია[47] და აშშ-ისგან განსხვავებულად რეგულირდება. იმ შემთხვევაშიც კი, თუ სარეგისტრაციო განაცხადი უფლებას აძლევს ბორდს, ისარგებლოს დისკრეციით და გამოუშვას განსხვა-

[42] იხ. აგრეთვე თავი 4.1.1.

[43] Recent examples are the New York Times, News Corporation, and Comcast, as well as Google, Facebook, and LinkedIn, where the use of "super-voting" stocks has allowed the founding shareholders to keep control of the corporation without holding the majority of the share capital.

[44] Voting Rights Listing Standards, Release No. 34-25891, 53 Fed. Reg. 26376 (1988).

[45] *Business Roundtable v. SEC*, 905 Federal Reporter 2d 406 (D.C. Cir. 1990).

[46] იხ. Tokyo Stock Exchange, Listing System Improvement FY2008, 27 May 2008.

[47] იხ. Arman Khachaturyan, *Trapped in Delusions: Democracy, Fairness and the One-Share-One-Vote Rule in the European Union*, 8 European Business Organization Law Review 335 (2007); Mike Burkart and Samuel Lee, *One Share-One Vote: The Theory*, 12 Review of Finance 1 (2008); Renée Adams and Daniel Ferreira, *One Share-One Vote: The Empirical Evidence*, 12 Review of Finance 51 (2008); Wolf-Georg Ringe, *Deviations from Ownership-Control Proportionality–Economic Protectionism Revisited*, in Company Law and Economic Protectionism 209 (Ulf Bernitz and Wolf- Georg Ringe eds., 2010).

ვებული დივიდენდის მიღების ან მმართველობის უფლებების მქონე აქციათა კლასები, საკორპორაციო სამართლის სავალდებულო წესები, რომლებიც გამომდინარეობს მეორე დირექტივიდან, ითხოვენ აქციონერების თანხმობას უფლებების ნებისმიერი შესაძლო გამოყენების დროს და ასევე მოითხოვენ უპირატესი შესყიდვის უფლების მიცემას არსებული აქციონერებისათვის ფულის სანაცვლოდ წილობრივი მონაწილეობის მქონე აქციების გამოშვების შემთხვევაში.[48] შესაბამისად, აქციათა ორმაგი კლასის რეკაპიტალიზაცია რეგულირდება არა სპეციფიკური წესებით, რომლებიც ნერგავენ პროპორციულობის პრინციპს, არამედ ზოგადი წესებით სარეგისტრაციო განაცხადში ცვლილებების შეტანასთან დაკავშირებით.[49]

7.3 აქციების გამოშვება

ტრანსაქციებს, რომლებიც მოიცავს კომპანიის წილობრივ კაპიტალს, შეუძლიათ, შეცვალონ კომპანიის ინტერესები (მდგომარეობა): ახალი აქციების გამოშვებას შეუძლია შეამციროს არსებული აქციონერების წილობრივი მონაწილეობის პროცენტული ოდენობა; აქციების გამოსყიდვამ და კაპიტალის შემცირებამ შეიძლება გააძლიეროს მენეჯერები, შექმნას კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერი, შექმნას უპირატესობის მქონე აქციონერისთვის კომპანიიდან გასვლის შესაძლებლობა და დააზარალოს კრედიტორები.[50] იურისდიქციების უმრავლესობა უპირატესად იყენებს ხმის უფლების სტრატეგიას დასახელებული საკითხების გადასაწყვეტად.

7.3.1 კონფლიქტი მენეჯერსა და აქციონერს შორის

აქციონერებს, როგორც კლასს, აქვთ ინტერესი, შეინარჩუნონ კონტროლი ძირითადი გადაწყვეტილებების მიღებაზე, რომელთაც შეუძლიათ, დააზარალონ მათი ინტერესები, განსაკუთრებით დივიდენდის მიღებისა და ხმის უფლების შემცირების გზით.[51] ეს განსაკუთრებით უკავშირდება ახალი აქციების გამოშვების შესახებ გადაწყვეტილებას. ასეთ ტრანსაქციებში მენეჯერების მოტივაცია შეიძლება სხვადასხვა ფაქტორით იყოს განპირობებული: აქციების გამოშვება შეიძლება გამოყენებულ იქნეს აქციონერის ან აქციონერთა

[48] იხ. Section 7.3.

[49] ევროპულმა კომისიამ უარყო წინადადებები, გაეხადა პროპორციულობის პრინციპი სავალდებულო ევროკავშირის დონეზე. იხ. European Commission, *Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies*, SEC (2007) 1705, December 2007.

[50] აღსანიშნავია, რომ ზოგიერთი ცვლილება კომპანიის კაპიტალში იწვევს ორგანულ ცვლილებებს, რადგან ისინი მოითხოვენ მნიშვნელოვან ცვლილებებს კომპანიის სარეგისტრაციო განაცხადში.

[51] იხ. Section 7.1.

ჯგუფის კონტროლის გასაძლიერებლად, მენეჯერების გასაძლიერებლად, და აქციონერების ზეგავლენის შესამცირებლად. დასახელებული საკითხების მნიშვნელობიდან გამომდინარე, არ უნდა იყოს გასაკვირი, რომ ბორდისა და აქციონერების თანხმობისთვის არსებობს დაახლოებით იდენტური სახის პროცედურები.

აშშ-სა და იაპონიაში სხვაობა სარეგისტრაციო განაცხადით ნებადართულ აქციების რაოდენობასა და აქციების რაოდენობას შორის, რომელიც არის გამოშვებული და სავაჭროდ დაშვებული, ძალიან ცოტაა. ნებადართული კაპიტალის გაზრდა არის მნიშვნელოვანი ცვლილება, რომელიც უნდა დამტკიცდეს აქციონერთა კვალიფიციური უმრავლესობის მიერ. ახალი აქციების გამოშვება, რომლის ოდენობა არ აღემატება ნებადართული აქციების რაოდენობას, არის ბორდის დისკრეცია. რადგან კომპანიების უმრავლესობა, როგორც წესი, უშვებს ავტორიზებული კაპიტალის მხოლოდ ნაწილს, ახალი აქციების გამოშვების შესახებ გადაწყვეტილება არის ბორდის უფლებამოსილება, რომელიც არ მოითხოვს აქციონერების თანხმობას.[52] მაგრამ არსებობს გამონაკლისები: აშშ-ის სავაჭრო წესები მოითხოვს აქციონერების თანხმობას, როდესაც ხდება იმდენად ბევრი ახალი აქციის გამოშვება, რომ ეს ცვლის ხმის უფლების საკონტროლო პაკეტს ღია ტიპის კორპორაციაში, გარდა იმ შემთხვევებისა, თუ ეს ახალი გამოშვება არის შეთავაზება მცირე აქციონერების მიმართ.[53] იაპონიაში 2014 წლიდან მოითხოვება აქციონერების თანხმობა, როდესაც ახალი აქციების გამომშვები აქციების გამოშვების შედეგად აღმოჩნდება აქციების ნახევარზე მეტის მესაკუთრე და აქციონერთა 10 ან მეტი პროცენტი არის ამ გამოშვების წინააღმდეგი.[54]

[52] *Grimes v. Alteon*, 804 Atlantic Reporter 2d 256 (Del. 2002). ხშირად სარეგისტრაციო განაცხადის შეზღუდვა ნებადართულ აქციებთან დაკავშირებით იქნება მოჩვენებითი. როდესაც სარეგისტრაციო განაცხადი მოიცავს ნებადართულ, მაგრამ ჯერ არგამოშვებულ პრივილეგირებული კლასის აქციებს ("blank check preferred"), ბორდის უფლებამოსილება, DGCL §152-ის მიხედვით, გააუმჯობესოს პრივილეგირებული აქციების პირობები გამოშვების დროს, აძლევს ბორდს ეფექტიან უფლებებს, გამოუშვას საკუთრებისა და ხმის უფლების მქონე აქციები, რითაც შეძლებს, განახორციელოს კონტროლის ცვლილება. ეს განხორციელდა AIG-ის გამოსყიდვის დროს გადახდისუუნარობის გამო. Steven M. Davidoff and David T. Zaring, *Regulation by Deal: The Government's Response to the Financial Crisis*, 61 Administrative Law Review 463 (2009). უფლებები, რომლებიც მიენიჭა ბორდს ნებადართული, მაგრამ ჯერ არგამოშვებული პრივილეგირებული აქციებისაგან, იძლევა ბორდის უფლებამოსილების საფუძველს, გამოუშვას „მოწამლული აბები" აქციონერთა თანხმობის გარეშე. იხ. თავი 8.2.3.

[53] იხ. §312.03(c) NYSE Listed Company Manual and §§712, 713 American Stock Exchange Company Guide. დასახელებული მოთხოვნების კვალიფიკაცია აშშ-ში ნათელს ხდის, რომ ისინი მიმართულია კონტროლის ცვლილებებზე უფრო მეტად, ვიდრე შემცირებაზე.

[54] Art. 206-2 Companies Act. ახალი მოთხოვნა შეიძლება არ იყოს საკმარისი, რათა შეძლოს მენეჯერების მიერ საკუთარი პირადი ინტერესების შესაბამისად მოქმედება. ასეთ შემთხვევაში აქციონერები ითხოვენ სასამართლოსგან, აკრძალოს ახალი აქციების გამოშვება, რადგან ეს არის მნიშვნელოვნად უსამართლო; ეს არის დარღვეული უფლების აღდგენა, რაც უზრუნველყოფილია სასამართლოს მიერ მაშინ, როდესაც აქციების გამოშვების მიზანი არის მენეჯმენტის მიერ კონტროლის შენარჩუნება. Art. 210(ii) Companies Act.

შედარებისთვის, ევროპულ იურისდიქციებს აქვთ ახალი აქციების გამოშვების აქციონერთა კენჭისყრისთვის დაქვემდებარების უფრო ძლიერი ტრადიცია, თუმცა კომპანიის სარეგისტრაციო განაცხადით ან საერთო კრების დროს აქციონერთა თანხმობით, შეიძლება, ეს უფლება გადაეცეს ბორდს, არაუმეტეს 5 წლის ვადით.[55] ეს პოზიცია შეიძლება, ძალიან არ განსხვავდებოდეს აშშ-ის მიდგომისგან, მაგრამ ევროპული კორპორაციული პრაქტიკა აქციონერებს აქციონერების უფლებათა გეგმის (shareholder rights plans) უფრო მეტი კონტროლის შესაძლებლობას აძლევს.[56]

შეკითხვები წილობრივი მონაწილეობის შემცირებასთან დაკავშირებით, ასევე, წარმოიქმნება მაშინ, როდესაც კომპანიები ყიდულობენ გამოშვებულ აქციებს ან ამცირებენ კომპანიის წილობრივ კაპიტალს. ევროპული სამართლის თანახმად, გამოშვებული კაპიტალის ნებისმიერი ცვლილება ღია ტიპის კორპორაციებში უნდა იყოს რატიფიცირებული აქციონერთა კვალიფიციური უმრავლესობის მიერ.[57] შედარებისთვის, აშშ-ის უმეტესი ნაწილი უფრო მეტი მოქნილობის უფლებას აძლევენ კომპანიებს კაპიტალთან დაკავშირებით აქციონერების თანხმობის გარეშე[58] – ამ მიდგომის თანახმად, აშშ-ის შეხედულებით, კომპანიის კაპიტალი უფრო მეტად წარმოადგენს დამწყებ, ნაკლებად განვითარებულ კონცეფციას, ვიდრე აქციონერთა ხმის უფლებაზე შინაარსობრივი ზეგავლენის მომხდენს.[59] ამ საკითხებთან დაკავშირებით, იაპონია სადღაც შუაშია. მაშინ, როდესაც მინიმალური საწესდებო კაპიტალის მოთხოვნა გაუქმდა კომპანიების შესახებ კანონით 2005 წელს, კომპანიის კაპიტალის კონცეფცია შენარჩუნდა დივიდენდების განაწილების რეგულირების მიზნით და კაპიტალის შემცირება მოითხოვს აქციონერთა დიდი უმრავლესობით გადაწყვეტილების მიღებას.[60]

[55] Art. 29 Second Directive (now 2012/30/EU). On this point იხ. Vanessa Edwards, EC Company Law 77–8 (1999). Member states may determine the majority required for such shareholder author- ization and also add further limitations on the authority that may be delegated to the board, e.g. no more than half the par value of the existing capital in Germany: AktG §202(3). UK institutional shareholder guidance indicates that such shareholders will vote in favor of giving boards authorization to issue more than one-third of the existing share capital (and in any event no more than two-thirds) only on the basis that the whole board should stand for re-election at the following general meeting. In addition, the actual use of this authorization should comply with the preemption requirements, discussed below. იხ. Association of British Insures, *Directors' Powers to Allot Share Capital and Disapply Shareholders' Pre-emption Rights*, December 2008.

[56] იხ. თავი 8.2.3.

[57] იხ. 34-ე მუხლი, მეორე დირექტივა.

[58] §244 DGCL (the reduction of the legal capital can be made by a decision of the board of directors).

[59] კაპიტალის შეზღუდულ როლთან დაკავშირებით, იხ. 5.2.2. თავი.

[60] Arts. 309(2)(ix) and 447(.1) Companies Act.

7.3.2 კონფლიქტი უმრავლესობის მქონე და უმცირესობაში მყოფ აქციონერებს შორის

მიუხედავად იმისა, რომ ყველა აქციონერი დგას აქციათა პროცენტული ოდენობის შემცირების რისკის წინაშე, ახალი წილობრივი და კორპორაციული განაწილების შედეგად უმცირესობაში მყოფ აქციონერებს ემუქრებათ უფრო დიდი რისკი, იმიტომ, რომ ხშირად ისინი არ არიან დაცული აქციონერთა ხმის უფლებით.

ამის ნაცვლად, უმცირესობაში მყოფი აქციონერები თავის დასაცავად უნდა დაეყრდნონ სხვა სამართლებრივ სტრატეგიებს, ისეთი უფლებით, მაგალითად, როგორიცაა აქციების განაწილების ნორმები, წესები და სტანდარტები.

უპირატესი შესყიდვის უფლება არის განაწილების სტრატეგიის კლასიკური მაგალითი. არსებული აქციონერებისათვის ახლად გამოშვებული აქციების წილის პროპორციულად შესყიდვის უფლების მინიჭება იქამდე, სანამ ეს აქციები შეთავაზებული იქნება გარეშე პირებისთვის, საშუალებას აძლევს უმცირესობაში მყოფ აქციონერს, შეინარჩუნოს საკუთარი ინვესტიციის პროპორციული ოდენობა და მოახდინოს კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერის დემოტივაცია კომპანიისგან დამატებითი აქციების დაბალ ფასად შეძენასთან დაკავშირებით.

იურისდიქციები ერთმანეთისგან განსხვავდებიან უპირატესი შესყიდვის უფლების რეგულირებასთან დაკავშირებით. აშშ და იაპონია განამტკიცებენ უპირატესი შესყიდვის უფლებას მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ ეს არის პირდაპირ გათვალისწინებული კომპანიის სარეგისტრაციო განაცხადში (opt-in).[61] ბრაზილია განამტკიცებს უპირატესი შესყიდვის უფლების არასავალდებულო საკანონმდებლო მიდგომას, ისევე, როგორც ყველა ევროპული იურისდიქცია მეორე დირექტივის მოთხოვნებიდან გამომდინარე.[62] ევროპული კომპანიების აქციონერებმა შეიძლება არ გაითვალისწინონ უპირატესი შესყიდვის უფლება ინდივიდუალურ შემთხვევებში, თუ სახეზეა აქციონერთა კვალიფიციური უმრავლესობის თანხმობა; ასევე, ზოგიერთი შეზღუდვის გათვალისწინებით, მათ შეიძლება ახალი აქციების გამოშვების უფლებამოსილება გადასცენ ბორდს.[63] შესაბამისად, უპირატესი შესყიდვის უფლების წესების მოქმედება ნაწილობრივ დამოკიდებულია აქციონერების სურვილზე, უარი თქვან მის ამოქმედებაზე. გაერთიანებულ სამეფოში ინსტიტუციური ინვესტორები ძლიერად უჭერენ

[61] იხ. §6.30 RMBCA. Japan does recognize them for closely held firms, იხ. Art.199(2) and 309(2) (v) Companies Act (two-thirds majority necessary for excluding preemptive rights).

[62] For Europe, იხ. Art. 33 Second Directive (shareholders must be offered shares on a preemptive basis when capital is increased by consideration in cash, a right that cannot be restricted once and for all by the corporate charter, but only by general meeting resolution).

[63] მეორე დირექტივა, მუხლები: 29(2), 33(4), (5).

მას მხარს და განვითარებული აქვთ უპირატესი შესყიდვის უფლების გამოყენების ინსტრუქცია/გზამკვლევი, სადაც დეტალურად არის განმარტებული შემთხვევები, როდესაც ისინი ჩვეულებრივ მხარს დაუჭერენ უპირატესი შესყიდვის უფლების მთლიანად ან ნაწილობრივ გაუქმების გადაწყვეტილებებს, რომლებიც წამოყენებულია ღია ტიპის კორპორაციების მიერ.[64]

საფრანგეთში ზოგადი წესი არის განმტკიცებული შემდეგი რეგულაციით: ბაზრის მარეგულირებელი პრაქტიკულად მოითხოვს, სავაჭროდ დაშვებულმა კორპორაციებმა არსებული აქციონერებისათვის გაითვალისწინონ უპირატესი შესყიდვის უფლების პერიოდი, იმ შემთხვევაშიც კი, თუ უპირატესი შესყიდვის უფლება არის სამართლიანად გაუქმებული.[65] ერთი შეხედვით, გერმანული სამართლი ირჩევს უფრო მკაცრ მიდგომას, რადგან უპირატესი შესყიდვის უფლების გაუქმებისთვის აუცილებელია მნიშვნელოვანი მიზეზის (*sachlicher Grund*) ჩვენება, რომელიც არის სასამართლოს განხილვის საგანი.[66] მიუხედავად ასეთი სირთულეებისა, კორპორაციულმა პრაქტიკამ მაინც უნდა აჩვენოს გზები, თუ როგორ მოექცეს ამ მოთხოვნასთან თანხვედრაში. ბორდისთვის დროში შეზღუდული დელეგირება, ასევე უპირატესი შესყიდვის უფლების გაუქმება დღეისათვის მიღებულ პრაქტიკად ითვლება.[67] ბრაზილიაში კომპანიებს, რომლებიც ამტკიცებენ ნებადართულ კაპიტალს, შეუძლიათ, სარეგისტრაციო განაცხადით გაითვალისწინონ უპირატესი შესყიდვის უფლების გაუქმება შეზღუდულ გარემოებებზე დაყრდნობით, მაგალითად, როდესაც გამოშვებული აქციები უნდა იქნეს შეთავაზებული საჯარო ვაჭრობისთვის; სხვა შემთხვევაში უპირატესი შესყიდვის უფლება აუცილებლად იქნება გამოყენებული.[68]

ისევე როგორც სხვა მექანიზმებს, რომლებიც გამოყენებულია უმცირესობაში მყოფი აქციონერების დასაცავად, უპირატესი შესყიდვის უფლებასაც აქვს ხარჯი. სხვა ყველაფერს რომ თავი დავანებოთ, კომპანიები იძულებით თუ შესთავაზებენ აქციონერებს აქციებს იქამდე, სანამ ამ აქციების განთავსება მოხდება ბაზარზე, ეს გამოიწვევს აქციების ბაზარზე განთავსების გადადებას

[64] Preemption Group, *Disapplying Pre-Emption Rights: A Statement of Principles* (March 2015): no more than 5 percent of the issued common shares in any year or more than 7.5 percent over a rolling period of three years.

[65] Cozian et al., note 39, at 475–7.

[66] This is true for either the shareholder resolution waiving the rights or the board decision, where authorized. იხ. Bundesgerichtshof (BGH), March 13, 1978 – II ZR 142/76, BGHZ 71, 40, 46 (*Kali + Salz*); BGH, June 23, 1997 – II ZR 132/93, BGHZ 136, 133, 139 (*Siemens/Nold*). The insistence on preemptive rights appears to have been a major driver for the *Holzmüller* case, requiring shareholder approval for the transfer of major assets to a subsidiary. იხ. Section 7.6. The standard is relaxed if the share issuance does not exceed 10 percent of the current registered share capital and the issue price is not substantially below the current market price. იხ. AktG §186(3).

[67] Rüdiger Veil, *Commentary on §202, para 2*, in Aktiengesetz Kommentar (Karsten Schmidt and Marcus Lutter eds., 3rd edn., 2015).

[68] Art. 172 Lei das Sociedades por Ações.

და ახალი აქციების გასხვისების რისკის ზრდას.[69] ეს გახდა აშკარა 2008/2009 წლების ფინანსური კრიზისის დროს, როდესაც სწრაფი გადაწყვეტილებების მიღება იყო ძალიან მნიშვნელოვანი ახალი კაპიტალის მოზიდვისათვის.[70] ისინი, ასევე, ზღუდავენ მენეჯმენტის შესაძლებლობას, გამოსცეს ახალი მნიშვნელოვანი ხმის უფლების მქონე აქციები. ეს პრობლემები ხსნის, თუ რატომ მიატოვეს აშშ-მა და იაპონიამ უპირატესი შესყიდვის უფლების ზოგადი საკანონმდებლო მიდგომის გამოყენება და რატომ არასდროს უცდიათ იაპონელ და ამერიკელ აქციონერებს ამ ზოგადი ჩანაწერის გვერდის ავლა (უარყოფა) უპირატესი შესყიდვის უფლების სარეგისტრაციო განაცხადებში ჩაწერის გზით.[71]

უპირატესი შესყიდვის უფლების ნაცვლად, აშშ-ის სტრატეგია აქციების გამოშვების მართლსაწინააღმდეგო გამოყენების შეზღუდვისთვის იყენებს სტანდარტების სტრატეგიას ერთგულების მოვალეობის სახით. ერთგულების მოვალეობის დანერგვა არის ხარჯიანი და სასამართლო საქმისწარმოების თვალსაზრისით საკმაოდ მასშტაბური. მაგრამ იქ, სადაც კერძო აღსრულების მექანიზმები კარგად მოქმედებენ, მათ შეიძლება ასევე დაიცვან უმცირესობაში მყოფი აქციონერებიც არანაკლებ ეფექტურად, ვიდრე ეს შეიძლება მოახერხოს უპირატესი შესყიდვის უფლებამ. გაერთიანებული სამეფოს პატარა კომპანიებში, სადაც უმცირესობაში მყოფ აქციონერებს არ შეუძლიათ, დაბლოკონ უპირატესი შესყიდვის უფლების გაუქმება, მათ შეუძლიათ, წარადგინონ საჩივარი უსამართლო მოპყრობასთან (ზიანის მიყენებასთან) დაკავშირებით და მოითხოვონ საზოგადოების მიერ აქციათა გამოსყიდვა სამართლიან ფასად.[72] იაპონია და ბრაზილია აერთიანებს სტანდარტებს და ხმის უფლების სტრატეგიებს. იაპონიაში აქციონერებს დახურულ კორპორაციებში აქვთ უპირატესი შესყიდ-

[69] კერძოდ, კომპანია, აქციების გამოშვებისა და არსებული აქციონერებისათვის მათ საკუთრებაში არსებული აქციების ოდენობის პროპორციულად და სპეციალურ ფასად შეთავაზების გამო, შეიძლება აღმოჩნდეს ზეწოლის ქვეშ აქციებზე ფასების დაწევის მსურველი საბროკერო კომპანიებისა და ინვესტორების მხრიდან (short-sellers), იმ შემთხვევაშიც კი, თუ აქციები ბაზარზე არსებულ ფასთან შედარებით ნაკლებ ფასად არის შეთავაზებული, როგორც მინიმუმ, იმ შემთხვევების დროს, როდესაც გამომშვები მიიჩნევა სუსტ ფინანსურ პოზიციაში მყოფად.

[70] იხ. e.g. Kate Burgess, *Pre-emption: Knowing Your Rights is a Serious Issue*, Financial Times, 3 February 2010 (reporting on the difficulties HBOS met with its rights issue). თუმცა გერმანიის მთავრობამ წინადადება წამოაყენა უპირატესი შესყიდვის უფლების შენარჩუნებაზე მაშინ, როდესაც ცდილობდა, შეემცირებინა რაოდენობა ასეთი გამოშვებებისა. იხ. Office of Public Sector Information, Report of the Rights Issue Review Group, November 2008.

[71] იხ. Robert C. Clark, Corporate Law 719 (1986) (U.S. public corporations very rarely recog-nize preemptive rights). შედარებისთვის, უპირატესი შესყიდვის უფლება ხშირად არის უზრუნველყოფილი აშშ-ის დახურული ტიპის კორპორაციებში (Robert W. Hamilton, The Law of Corporations 196 (5th edn., 2000)) და, განსაკუთრებით, კომპანიებში, რომლებიც კაპიტალის მოზიდვას ვენჩურული კაპიტალისტების მეშვეობით ახორციელებენ (იხ. e.g. George G. Triantis, *Financial Contract Design in the World of Venture Capital*, 68 University of Chicago Law Review 305, 312 (2001)).

[72] On unfair prejudice იხ. note 39.

ვის უფლება და ყველა კომპანიაში, მათ შორის ღია კომპანიებში, მესამე პირებისთვის ახალი აქციების მნიშვნელოვნად მისაღებ ფასებში გამოშვება უნდა განხორციელდეს აქციონერთა დიდი უმრავლესობის მიერ გადაწყვეტილების მიღების შედეგად.[73] თავის მხრივ, ბრაზილიური სამართალი მოითხოვს ახალი აქციების გამოშვებისას ფიქსირებული ფასის არსებობას არსებული აქციონერების საკუთრების უფლების პროცენტული ოდენობით უსამართლოდ შემცირების გარეშე, მიუხედავად იმისა, აქვთ თუ არა მათ უპირატესი შესყიდვის უფლება.[74]

ევროპული უპირატესი შესყიდვის უფლება მოქმედებს მხოლოდ ფულის სანაცვლოდ ახალი აქციების გამოშვებასთან დაკავშირებით. ფულის გარეშე აქციების გამოშვების შემთხვევაში, უმცირესობაში მყოფი აქციონერები არიან რისკის წინაშე, იმ შემთხვევაში, თუ აქციები გამოშვებულია დაბალ ფასად უმრავლესობაში მყოფი აქციონერებისთვის ან მათთან დაკავშირებული პირებისათვის. კიდევ ერთხელ უნდა აღინიშნოს, რომ ევროკავშირის სამართალი საკითხს უდგება რეგულაციების ჭრილის თვალსაზრისით, განსაკუთრებით იმ შემთხვევების დროს, როდესაც საჯარო კორპორაციებში არაფულადის სანაცვლოდ გამოშვებული აქციების შეფასება ხდება შეფასების დამოუკიდებელი მექანიზმის გამოყენებით.[75]

7.4 შერწყმები და გაყოფები

შერწყმამ შეიძლება სრულიად შეცვალოს ურთიერთობა სტეიკჰოლდერებს შორის. შერწყმები (მიერთებები) და გაერთიანებები (კონსოლიდაცია) ათავსებენ ორი ან მეტი კორპორაციის აქტივსა და პასივს ერთსა და იმავე კორპორაციაში, რომელიც არის ტრანსაქციის მონაწილე ერთ-ერთი კორპორაცია ან სრულიად ახალი კორპორაცია, რომელიც იქმნება გარიგების შედეგად.[76] ტრანსაქციის შედეგად აქციონერის საკუთრების უფლება შეიძლება შემცირდეს, გარდაიქმნას და ზოგიერთ იურისდიქციაში აქციონერის კორპორაციიდან განდევნით დასრულდეს.[77] პრივილეგირებულ აქციონერს შეიძლება შეუმცირდეს დივიდენდის მიღების შესაძლებლობა. უმცირესობაში მყოფი აქციონერებით დაკომპლექტებულ კორპორაციაში არსებულმა აქციონერმა შეიძლება აღმოაჩინოს, რომ კორპორაციაში უკვე კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერი არსებობს. აქციონერი, რომლის კორპორაციას არ აქვს დაუფლების საწინააღმდეგო ღონისძიებები განხორციელებული, შეიძლება აღმოჩნდეს კორპორაციაში, რომელსაც ასეთი ღონისძიებები დანერგილი აქვს.

[73] Arts. 199(2), 201(1), 309(2)(v) Companies Act (Japan).

[74] Art. 170 §1º Lei das Sociedades por Ações.

[75] Art. 10 Second Directive, somewhat relaxed by Art. 11, introduced in 2006.

[76] Therein lies the difference to the takeover; იხ. Chapter 8.1.

[77] ფულის სანაცვლოდ აქციების შეძენის დროს შერწყმის მონაწილე კომპანიის აქციონერებს არ აქვთ არჩევანი, გარდა იმისა, რომ მიიღონ ფული აქციების სანაცვლოდ.

დახურული ტიპის კორპორაციაში მყოფი აქციონერი შეიძლება აღმოჩნდეს ღია ტიპის კორპორაციის აქციონერი, ან პირიქით. თუმცა განსაკუთრებული პრობლემები დაკავშირებულია გარიგების ფასთან, რომელიც ამ მხრივ განისაზღვრება როგორც სამიზნე კორპორაციის აქციონერებისათვის გაერთიანებულ კორპორაციაში ან შერწყმის შედეგად დარჩენილ კორპორაციაში საკუთარი აქციების დათმობის სანაცვლოდ მიღებული აქციების რაოდენობა, რომელიც არსებულ აქციებზე უფრო ნაკლები ღირს.

შერწყმებს შეუძლიათ, ფუნდამენტურად შეცვალონ ურთიერთობა კორპორაციის სტეიკჰოლდერებს შორის, აქედან გამომდინარე, ყველა იურისდიქცია ითვალისწინებს განსაკუთრებულ მიდგომას შერწყმებსა და კონსოლიდაციის სხვა ფორმებთან დაკავშირებით. მიუხედავად იმისა, რომ ზოგიერთი შერწყმა არ ახდენს გავლენას კორპორაციის სტეიკჰოლდერებზე (და, როგორც წესი, მათზე არ ვრცელდება საერთო კრების მიერ რატიფიცირების მოთხოვნა), ბევრი შერწყმა შეიცავს ფუნდამენტური ცვლილებების გაზომვად მახასიათებლებს: ისინი მსხვილი გარიგებებია; ხშირად იწვევენ წარმომადგენლობით პრობლემებს;[78] დაკავშირებული არიან ინვესტიციის შესახებ გადაწყვეტილების მიღებასთან.

ამ პრობლემების გადაწყვეტა, ძირითადად, ხდება ხმის უფლების სტრატეგიის მიერ. ბევრი იურისდიქცია ითხოვს შერწყმის ან კონსოლიდაციის ვალიდაციას აქციონერთა დიდი უმრავლესობით გადაწყვეტილების მიღების შედეგად. ევროკავშირში სამეწარმეო სამართლის მესამე დირექტივა განსაზღვრავს საერთო კრებაზე აქციონერთა მიერ დასახელებული ტრანსაქციის მხარდაჭერის მინიმალურ ზღვარს, რასაც წარმოადგენს კრებაზე ხმის უფლების მქონე აქციონერთა 2/3-ის თანხმობა (ან ალტერნატივის სახით გამოშვებული აქციების ნახევარი ოდენობის თანხმობა).[79] ზოგიერთი წევრი ქვეყანა აწესებს ხმის უფლების კიდევ უფრო მაღალ ზღვარს. მაგალითად, გერმანია და დიდი ბრიტანეთი[80] მოითხოვენ ხმის უფლების მქონე 75%-ის თანხმობას და კრება-

[78] შერწყმის მონაწილე სუსტი კომპანიების სამსახურები ხშირად არიან რისკის ქვეშ ისევე, როგორც მტრული დაუფლების სამიზნე კომპანიების მენეჯერები (იხ. თავი 8.1.2.1.), იმ შემთხვევაშიც კი, თუ შერწყმა ოფიციალურად არის ცნობილი თანასწორთა შერწყმად ("merger of equals"). მტრულ და მეგობრულ დაუფლებებს შორის მსგავსებებთან დაკავშირებით იხ. G. William Schwert, *Hostility in Takeovers: In the Eyes of the Beholder?* 55 Journal of Finance 2599 (2000).

[79] Art. 7 Third Company Law Directive 2011/35/EU, 2011 O.J. (L 110) 1, applicable to domes- tic mergers of public companies. დასახელებული მუხლი მოითხოვს აქციონერთა ყველა იმ კლასის ინდივიდუალურად თანხმობას, რომელთა უფლებებზეც ხდება ზეგავლენა. On "class rights" იხ. Section 7.2.2.

[80] გაერთიანებული სამეფოსთვის დამახასიათებელია, რომ არ აქვს შერწყმისთვის გათვალისწინებული პროცედურები. ამის ნაცვლად, შეიძლება იქნეს გამოყენებული "scheme of arrangement" (Companies Act 2006, Part 26). სქემა შეიძლება გამოყენებულ იქნეს იმისათვის, რომ მოვახდინოთ აქციონერთა, კრედიტორთა და კომპანიის უფლებების დაახლოება. ის თავდაპირველად განვითარდა მე-19 საუკუნეში, რათა მოეხდინათ კრედიტორების უფლებების მისადაგება გადახდისუუნარობის დროს. თუ სქემა გამოყენებულია შერწყმის ან გაყოფის ზეგავლენის მოსახდენად, მასზე შეიძლება გავრცელდეს დამატებითი რეგულაცია Part 27-ის,

ზე მინიმალურ კვორუმს გამოშვებულ აქციათა 1/4-ის სახით, მაშინ, როდესაც საფრანგეთი და იაპონია ითხოვენ ხმის უფლების მქონე აქციონერთა არანაკლებ 2/3-ის თანხმობას და კრებაზე მინიმალურ კვორუმს გამოშვებულ აქციათა 1/3-ის სახით.[81] შედარებისთვის ბრაზილია და აშშ-ის იურისდიქციების უმრავლესობა მოითხოვენ გამოშვებული აქციების უმრავლესობის თანხმობას შერწყმის ან სხვა მნიშვნელოვანი ცვლილებისათვის, თუმცა მარტივად შეიძლება განიმარტოს როგორც ხმის უფლების მქონე აქციათა 70% ან მეტი პროცენტი.[82]

აქციონერთა რატიფიცირების ეს მოთხოვნები, როგორც წესი, თანაბრად ვრცელდება შერწყმის ან კონსოლიდაციის მონაწილე ყველა მხარეზე.[83] ის ფაქტი, რომ შემძენი კორპორაციის აქციონერებმა

ხშირად უნდა გააკეთონ გარიგებების რატიფიცირება (იმ შემთხვევაშიც კი, თუ სახეზე არ არის მათი სარეგისტრაციო განაცხადების ცვლილება), მიუთითებს, რომ საკორპორაციო სამართალი ნაკლებად არის დაინტერესებული ტრანსაქციის სახით და უფრო მეტად დაინტერესებულია ტრანსაქციის მასშტაბითა და იმ შესაძლებლობით, რომელმაც შესაძლოა, რადიკალურად შეცვალოს სამიზნე კორპორაციის მენეჯმენტის უფლებამოსილება და შემადგენლობა. ამ ინტერესიდან გამომდინარე ტრანსაქციებთან დაკავშირებით, რომლებიც ფუნდამენტურად ცვლიან ურთიერთობას სტეიკჰოლდერებს შორის, ზოგიერთი იურისდიქცია არ მოითხოვს შემძენი კორპორაციის აქციონერების თანხმობას, როდესაც ის არის ბევრად უფრო დიდი, ვიდრე სამიზნე კორპორაცია, თუ შერწყმა არ ცვლის ტრანსაქციის შედეგად დარჩენილი კორპორაციის სარეგისტრაციო განაცხადს.[84] ასეთი დასკვნის გაკეთების საშუალებას (რომ აქციონერთა მონაწილეობა საჭირო არ არის) იძლევა შემძენი კორპორაციის

რომელიც ნერგავს მესამე და მეექვსე დირექტივებს, მაგრამ ზოგიერთი შერწყმა და გაყოფა ვარდება Part 27-ის რეგულირებიდან. თუმცა სქემა ხშირად გამოიყენება კონტროლის ცვლილებაზე ზეგავლენის მოსახდენად (იხ. თავი 8.1.1.), „სქემით“ განხორციელებული შერწყმები არის ნაკლებად ჩვეულებრივი გაერთიანებულ სამეფოში. ზოგადი თვალსაზრისით, იხ. Jennifer Payne, Schemes of Arrangement: Theory, Structure and Operation (2014).

[81] §65 Umwandlungsgesetz (unless the charter sets a higher threshold) (Germany); ss. 899 and 907 of Companies Act 2006 (UK); Arts. L. 236-2 and L. 225-96 Code de commerce (France). For Japan, იხ. Arts. 783, 795, 804, 309(2)(xii) Companies Act. Similarly, Italy requires a two-thirds majority of shares representing at least one-fifth of the outstanding capital for listed companies (SPA) (in non-listed public companies, a simple majority of the voting shares may, however, approve the merger) (Arts. 2368-2369 Civil Code).

[82] Art. 136 Lei das Sociedades por Ações (Brazil); §251(c) DGCL; §11.04(e) RMBCA. If only 70 percent of shareholders vote, more than 71 percent of voting shareholders must approve a transaction to provide a majority of outstanding shares.

[83] Jurisdictions allowing for cash-out mergers, like Delaware and Japan, differ on whether they require approval of acquiring companies' shareholders as well. Delaware law does not (§251(f)(3) DGCL), whereas Japanese law does (Arts.795(1), 796 Companies Act).

[84] იხ. §251(f) DGCL (Delaware) (ხმის უფლება არ მოითხოვება, თუ შერწყმის შედეგად დარჩენილი გამოუშვებს 20%-ზე ნაკლები ოდენობის აქციას); Art. 796(3) Companies Act (Japan) (ხმის უფლება არ მოითხოვება, თუ შერწყმის შედეგად დარჩენილი კომპანია გადაიხდის ანაზღაურების სახით საკუთარი ქონების ღირებულების 20%-ზე ნაკლებს).

მიერ მცირე ღირებულების შენაძენის განხორციელება, რომელიც, საგადასახადო ან სხვა მიზნებიდან გამომდინარე, განხილულია როგორც შერწყმა და არა ქონების ან აქციების შეძენა.

7.4.1 მენეჯმენტისა და აქციონერების კონფლიქტი შერწყმის გარიგებებისას

მარწმუნებლებსა (აქციონერებს) და რწმუნებულებს (მენეჯერებს) შორის შერწყმის დროს წარმოიშობა ორი ძირითადი პრობლემა: (ა) მენეჯმენტის პირადი დაინტერესებიდან გამომდინარე გარიგებაზე უარის თქმა, მაშინ როდესაც აქციონერები ტრანსაქციას მხარს უჭერენ; და (ბ) მენეჯმენტის მიერ პირადი დაინტერესებიდან გამომდინარე ისეთი მცდელობების განხორციელება, რომელთა მიზანია კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერის შექმნა ან შემძენ კორპორაციასთან მოლაპარაკება მომავალ სამსახურებრივ საქმიანობასა თუ კომპენსაციის მიღებასთან დაკავშირებით აქციონერების ხარჯზე.[85] რადგან ასეთი წარმომადგენლობითი პრობლემები, ძირითადად, წარმოიშობა უმცირესობაში მყოფი აქციონერებით წარმოდგენილი საკუთრების უფლების მქონე ქვეყნებში, ჩვენ ძირითად ყურადღებას გავამახვილებთ აშშ-ზე, გაერთიანებულ სამეფოსა და იაპონიაზე.[86]

7.4.1.1 მენეჯერების განცალკევება კორპორაციის საუკეთესო ინტერესებიდან

რა უნდა გაკეთდეს მაშინ, როდესაც მენეჯერები ეწინააღმდეგებიან შერწყმის წინადადებას, რომელიც აქციონერებს უნდათ, რომ მიიღონ? როგორ შეუძლია სისტემას, განასხვაოს წინააღმდეგობა ტრანსაქციისადმი, რომელიც დაფუძნებულია კეთილსინდისიერ, გაცნობიერებულ რწმენაზე, რომ შერწყმა არ არის აქციონერების საუკეთესო ინტერესებში, იმ წინააღმდეგობისაგან, რომელიც პირადი ინტერესებით არის განპირობებული? ბორდზე ორიენტირებულ ისეთ სისტემებში, როგორიც ეს არის აშშ-ში, მენეჯმენტის განცალკევებას კორპორაციის საუკეთესო ინტერესებისგან უპირისპირდებიან წარმომადგენლობითი სტრატეგიით (ბორდებიც, რომლებიც კონტროლდებიან დამოუკიდებელი დირექტორების მიერ), დაჯილდოების სტრატეგიით (წამახალისებელი კომპენსაციები მათთვის, რომელთაც ეხებათ ცვლილებები) (high – powered incentive compensation for managers triggered by a change in control) და

[85] მესამე კონფლიქტი წარმოიქმნება მენეჯმენტის მიერ კომპანიის გამოსყიდვის დროს, როდესაც ფინანსური სპონსორის მქონე მენეჯერები კომპანიას ყიდულობენ სავაჭროდ დაშვებული აქციების მფლობელი აქციონერებისაგან. ეს განხილულია 7.4.2. თავში, უმცირესობაში მყოფი აქციონერების კომპანიიდან განდევნის კონტექსტში.

[86] უმრავლესობასა და უმცირესობას შორის არსებულ კონფლიქტთან დაკავშირებით იხ. თავი 7.4.2.

დანიშვნის უფლების სტრატეგიით (მიუხედავად იმისა, რომ ბორდმა შეიძლება ვეტო დაადოს შერწყმის ხელშეკრულებას, აქციონერებს აქვთ უფლება, აირჩიონ დირექტორების ახალი შემადგენლობა).

გაერთიანებული სამეფო დასახელებულ საკითხებს დაახლოებით ანალოგიურად არეგულირებს, მაგრამ აშშ-ისგან განსხვავდება ორი მნიშვნელოვანი საკითხით: პირველი, ბორდს არ აქვს შერწყმის ხელშეკრულებებისთვის ვეტოს დადების უფლებამოსილება, და მეორე, როგორც ეს არის განხილული მესამე თავში, აქციონერებისათვის უფრო ადვილია დირექტორების გადაყენება.[87] მიუხედავად ამისა, სახეზეა ბორდის ჩართულობის გარეშე აქციონერების შეკრებასთან დაკავშირებული პრაქტიკული პრობლემები.[88] შესაბამისად, აშშ-ის მსგავსად, შემძენ კორპორაციას შეუძლია, შეცვალოს ტრანსაქცია აქციების შეძენის გარიგებით. როგორც ჩვენ ვნახავთ მერვე თავში, ასეთი ქმედებით, აშშ-ისგან განსხვავებით, გაერთიანებულ სამეფოში შემძენ კორპორაციას შეუძლია, მიმართოს დაუფლების კოდექსის (Takeover Code's) აკრძალვას სამიზნე კორპორაციის მენეჯმენტის მიერ აქციონერების მონაწილეობის გარეშე, ტრანსაქციის/სატენდერო შეთავაზების განხორციელების შეფერხების/საწინააღმდეგო მოქმედების განეიტრალებასთან დაკავშირებით.[89]

7.4.1.2 Managerial nest-feathering

მენეჯერსა და აქციონერს შორის არსებული წარმომადგენლობითი პრობლემები აღმოცენდება მაშინ, როდესაც მენეჯერები შერწყმის ხელშეკრულების განხილვის დროს პირად ინტერესებს აქციონერების ინტერესებზე წინ აყენებენ, რაც გამოიხატება შეძენის საშუალებით კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერის ფორმირებასთან ან შერწყმის შედეგად დარჩენილ კორპორაციაში დასაქმების შენარჩუნებასთან დაკავშირებით. საინტერესოა, რომ ამ შემთხვევაში სხვადასხვა იურისდიქციის მიერ გამოყენებული სტრატეგიები ძალიან ჰგავს ერთმანეთს;

პირველი, აქციონერების მიერ კენჭისყრის გზით საკითხის გადაწყვეტის მოთხოვნა[90] საშუალებას აძლევს აქციონერებს, წინააღმდეგობა გაუწიონ მენეჯერების ინტერესების შესაბამის შერწყმას. უმრავლესობაში მყოფ აქციონერებს ან აქციონერთა ჯგუფს, მათ შორის საინვესტიციო ფონდებსა და ინსტიტუციურ ინვესტორებს, საკმარისი ხმის უფლების არსებობის შემთხვევაში შეეძლებათ, დაბლოკონ კორპორაციული ქმედებები, განსაკუთრებით მაშინ,

[87] იხ. თავი 3.2.2.

[88] სირთულეებთან დაკავშირებით, რაც აქვს შემძენს გაერთიანებული სამეფოს სტილის შერწყმასთან მიმართებით მტრული სამიზნეების წინააღმდეგ, იხ. *Re Savoy Hotel Ltd* (1981) Ch 351, discussed in Davies and Worthington, note 38, para. 29-95.

[89] დასახელებული საკითხები კონტროლის ცვლილებებთან დაკავშირებით უფრო სრულყოფილადაა განხილული მე-8 თავში იხ. თავი 8.2.

[90] note 81.

როდესაც გამოკვეთილად უკეთესი ალტერნატიული ტრანსაქცია არის შეთავაზებული. [91]

მეორე, აქციონერების მიერ გადაწყვეტილების მიღების ხარისხის გაუმჯობესებასთან ერთად, ბევრი იურისდიქცია ითხოვს კორპორაციის ინტერესების გამტარებლების (gatekeepers) მხრიდან თანხმობას შერწყმის, გაერთიანების ან სხვა სახის მნიშვნელოვანი ცვლილებების პირობებზე (რწმუნებულებითი სტრატეგია). მაგალითად, ევროკავშირის სამართალი შერწყმის განმახორციელებელი ღია ტიპის კორპორაციებისაგან ითხოვს, დამოუკიდებელ ექსპერტებს დაუკვეთონ ანგარიშის მომზადება შერწყმის ხელშეკრულების ძირითად პირობებზე, იქამდე, სანამ ჩატარდება აქციონერთა კრება.[92] იაპონიაში, როდესაც წარმოდგენილი შერწყმის ერთ-ერთი მხარეა კომპანიის კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერი, საფონდო ბირჟები მოითხოვენ, მესამე მხარემ გააანალიზოს, იყო თუ არა შერწყმის ხელშეკრულების პირობები სამართლიანი აქციონერებისთვის.[93] აშშ-ში საჯარო კომპანიები, რომლებიც ჩვეულებისამებრ ახორციელებენ შერწყმას, ცდილობენ საკუთარი თავის დაცვას აქციონერთა სარჩელებისგან, საინვესტიციო ბანკირებისაგან კეთილსინდისიერი მოსაზრებების მოპოვების სანაცვლოდ,[94] რომელიც შეიძლება აქციონერებმა წაიკითხონ კენჭისყრაში მონაწილეობის მიღებამდე.

მესამე, აშშ და იაპონია ასევე იცავენ აქციონერებს კორპორაციიდან გასვლის სტრატეგიით, – საზოგადოების მიერ აქციათა გამოსყიდვის უფლება, – რომელიც შესაძლებლობას აძლევს უკმაყოფილო აქციონერებს, კორპორაციას მიჰყიდონ საკუთარი აქციები მოცემულ სიტუაციებში გონივრულ ფასად და განერიდონ ფუნდამენტური ცვლილებების ფინანსურ შედეგებს, რაც მოწონებულია აქციონერთა უმრავლესობის მიერ.[95] ბრაზილია და იტალია ანალოგიური სახის ზიანის ანაზღაურების საშუალებას იძლევა, რასაც უფრო მეტად შერჩევითი ხასიათი აქვს.[96] თუმცა, როგორც ასეთი, ევროკავშირის სამართალი არ მოითხოვს საზოგადოების მიერ აქციათა გამოსყიდვის უფლებას შერწ-

[91] For examples, იხ. Marcel Kahan and Edward Rock, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, 155 University of Pennsylvania Law Review 1021 (2007).

[92] Art. 10 Third Directive (requiring third-party reports on the fairness of merger terms, though the holders of voting securities in the company can waive this requirement on the basis of unanimity).

[93] Tokyo Stock Exchange, Securities Listing Rules, Art. 441-442.

[94] იხ. e.g. *Smith v. Van Gorkom*, 488 Atlantic Reporter 2d 858 (Delaware Supreme Court 1985) (sale of a company without valuation report and with little deliberation is grossly negligent despite premium price).

[95] On the appraisal remedy under Japanese law, იხ. Alan K. Koh, *Appraising Japan's Appraisal Remedy*, 62 American Journal of Comparative Law 417 (2014).

[96] Dissenting shareholders in Brazil may იხ.k appraisal only if their shares do not have sufficient liquidity after the merger: Arts. 136, IV, and 137, II Lei das Sociedades por Ações. In Italy, appraisal rights are granted in favor of shareholders of closed companies and of those of a listed company merging into a nonlisted one: Civil Code, Arts. 2505-IV (closed companies) and 2437-V (listed into non-listed company).

ყმის შემთხვევაში, ფრანგული, გერმანული, ასევე, იტალიური საკორპორაციო სამართლის პირობები საზოგადოების მიერ აქციათა გამოსყიდვის უფლებას იძლევა იმ შემთხვევაში, თუ სახეზეა მნიშვნელოვანი ცვლილებები ღია ტიპის კორპორაციების სარეგისტრაციო განაცხადებში, რაც განპირობებულია შერწყმის ტრანსაქციებით.[97] საზოგადოების მიერ აქციათა გამოსყიდვის უფლება შესაძლებელია გახდეს ღიად ხელმისაწვდომი, მაშინ, როდესაც შერწყმა მოიცავს ცვლილებას ორგანიზაციულ-სამართლებრივ ფორმაში ან აქციონერთა უფლებების სხვა სახის არაბუნებრივ შეზღუდვას.[98] დამატებითი უპირატესობა, რაც თან ახლავს საზოგადოების მიერ აქციათა გამოსყიდვის უფლებას, არის კორპორაციისთვის არაპოპულარული გადაწყვეტილების განხორციელების ფინანსური გაძვირება, რითაც ასევე ხდება აქციონერების ინტერესების დაცვა.[99] ამ დაცვის ხარჯი (უარყოფითი ფაქტორი) არის ის, რომ საზოგადოების მიერ აქციათა გამოსყიდვის უფლებას შეუძლია, აქციონერების დაზარალებაც, თუ გამოსყიდვის მოთხოვნის დასაკმაყოფილებლად არსებული ფულის ოდენობა შეუძლებელს გახდის ტრანსაქციის განხორციელებას, რომელიც სხვა მხრივ გაზრდიდა კომპანიის ღირებულებას.[100]

საზოგადოების მიერ აქციათა გამოსყიდვის ფარგლები განსხვავდება აშშ-სა და აშშ-ის მიღმა არსებულ იურისდიქციებში, რომლებიც გასვლის უფლებას ითვალისწინებენ. მიუხედავად ამისა, პრაქტიკული თვალსაზრისით, რთული პროცედურები, გადადება და გაურკვევლობა ხშირად მცირე აქციონერების დემოტივაციას ახდენს საზოგადოების მიერ აქციათა გამოსყიდვის მოთხოვნისგან იმ იურისდიქციებში, რომლებიც ამის შესაძლებლობას იძლევიან. მაგალითად, იმისათვის, რომ აქციონერებმა განახორციელონ გამოსყიდვის უფლება დელავერში, უპირველეს ყოვლისა, უნდა წარადგინონ წერილობითი ტრანსაქციის საწინააღმდეგო მიმართვა იმ აქციონერთა კრებამდე, რომელშიც ეს ტრანსაქცია უნდა იქნეს განხილული; ასეთმა აქციონერებმა თავი უნდა შეიკავონ კენჭისყრის დროს ხმის მიცემისგან; და ისინი შეიძლება იძულებულნი გახდნენ, სასამართლოს მეშვეობით გამოსყიდვის ღირებულების განმსაზღვრელი მოთხოვნა დაიცვან ორი ან მეტი წლის განმავლობაში იქამდე, სანამ სასამართლო მიიღებს გადაწყვეტილებას. დამატებით, აშშ-ის ბევრი შტატი, მათ შორის დელავერისა და ის შტატები, სადაც მოქმედებს მოდელური კანონი კორპორაციების შესახებ, ამცირებენ საზოგადოების მიერ აქციათა გამოსყიდ-

[97] იხ. text attached to note 41 and Alain Viandier, OPA, OPE et Autres Offres Publiques 460–1 (5th edn., 2014).

[98] იხ. Art. 236-5 Règlement Général de l'AMF (France; transformation of an SA into a *société encommandite par actions*); §29 Unwandlungsgesetz (Germany); Article 2437 Civil Code (Italy).

[99] იხ. Hideki Kanda and Saul Levmore, *The Appraisal Remedy and the Goals of Corporate Law*, 32 UCLA Law Review 429 (1985).

[100] იხ. Bayless Manning, *The Shareholder's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker*, 72 Yale Law Journal 223 (1962).

ვის უფლებებს შერწყმების დროს „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის გამონაკლისის“ (“stock market exception”) შემოღებით.[101] ამ გამონაკლისის თანახმად, აქციონერები ვერ ისარგებლებენ საზოგადოების მიერ აქციათა გამოსყიდვის უფლებით, თუ შერწყმის საგანი ღია ტიპის კორპორაციაში არის ფასიანი ქაღალდები და არა ფული, მეორეული სავალო პირობები ან დახურული ტიპის კორპორაციის წილები. როგორც ჩანს, ეს თეორია ეყრდნობა მოსაზრებას, რომ საზოგადოების მიერ აქციათა გამოსყიდვის უფლებამ უნდა დაიცვას ან კომპანიის ლიკვიდურობა, და არა უმცირესობაში მყოფი აქციონერების აქციების ღირებულება, ან ბაზრის მიერ განხორციელებული აქციათა ღირებულების შეფასება, რომელიც, თუმცა არასრულყოფილია, არ არის მოსალოდნელი, იყოს უფრო ნაკლებად ზუსტი, ვიდრე სასამართლოს მიერ განხორციელებული შეფასება.[102] შედეგად, საზოგადოების მიერ აქციათა გამოსყიდვის უფლება ნაკლებად არის გამოსაყენებელი აქციონერებისათვის, რომელთაც უნდათ, წინააღმდეგობა გაუწიონ (გააპროტესტონ) ფასს, რომელსაც ისინი მიიღებენ კორპორაციებს შორის დადებული შერწყმებისგან (stock mergers).[103]

ამ სირთულეებით შეიძლება აიხსნას, თუ რატომ არ იყენებს ევროპული იურისდიქციების უმრავლესობა გასვლის სტრატეგიას, – საზოგადოების მიერ აქციათა გამოსყიდვას, – როგორც ფინანსური კომპენსირების ძირითად საშუალებას, რათა დაიცვას უმცირესობაში მყოფი აქციონერები შერწყმების დროს. ამის ნაცვლად, როგორც ეს ზემოთ იქნა განხილული, ევროკავშირის სამართალი დაფუძნებულია ხმის უფლების სტრატეგიაზე (აქციონერების თანხმობაზე) და წარმომადგენლობითი უფლებამოსილების სტრატეგიაზე, იმ მასშტაბით, რომ ევროკავშირის სამართალი ითხოვს დამოუკიდებელი ექსპერტების მიერ შეფასების განხორციელებას, რომლებიც პასუხს აგებენ აქციონერების წინაშე სამართალდარღვევის ჩადენის შემთხვევაში.[104]

მიუხედავად ამისა, აღსანიშნავია, რომ ზოგიერთი წევრი სახელმწიფო უფრო შორს მიდის და ევროკავშირის მიერ დაწესებული მინიმალური ზღვრისგან განსხვავებით, ინდივიდუალურ აქციონერებს უფლებას აძლევენ, სადავო გახადონ შერწყმის ფასების სამართლიანობა. მიუხედავად ფორმებს შორის

[101] §13.02 RMBCA; §262 DGCL.

[102] რა თქმა უნდა, დასახელებული თეორია არ ხსნის, თუ რატომ არსებობს საზოგადოების მიერ აქციათა გამოსყიდვა მაშინ, როდესაც აქციონერები იღებენ ფულს, რაც ყველაზე უფრო ლიკვიდური ანაზღაურებაა შერწყმის დროს.

[103] იხ. Paul G. Mahoney and Mark Weinstein, *The Appraisal Remedy and Merger Premiums*, 1 American Law and Economics Review 239 (1999) (analyzing 1,350 mergers involving publicly held firms from 1975–1991); Joel Seligman, *Reappraising the Appraisal Remedy*, 52 George Washington Law Review 829 (1984) (only about 20 mergers from 1972–1981 resulted in appraisal proceedings).

[104] Art. 20 Third Directive (liability of managers vis-à-vis their shareholders) and Art. 21 (liabilityof independent experts vis-à-vis shareholders); Art. 18 Sixth Directive (liability of managers and independent experts vis-à-vis shareholders). იხ. also Matthias Habersack and Dirk Verse, Europäisches Gesellschaftsrecht (4th edn., 2011) para. 16-20.

სხვაობისა, დასახელებული უფლება წააგავს საზოგადოების მიერ აქციათა გამოსყიდვას. ეს შემთხვევა გვხვდება გერმანიასა და იტალიაში, სადაც შერწყმის მონაწილე კომპანიების აქციონერებს შეუძლიათ, უჩივლონ შერწყმის შედეგად დარჩენილ კომპანიას აქციათა ღირებულებებს (აქციები, რომელთაც ფლობდნენ და აქციები, რომლებიც მიიღეს მათ ხელთ არსებული აქციების სანაცვლოდ) შორის არსებული სხვაობის გამო.[105]

მართლაც, ინდივიდუალური აქციონერების შესაძლებლობა, მოითხოვონ განსხვავებული სახის გადახდები (იგულისხმება, რომ ყველა აქციონერს არ გადაუხადონ იგივე ღირებულება), ისეთი ეფექტური აღმოჩნდა გერმანიაში, რომ შერწყმების მნიშვნელოვან დამაბრკოლებლად იქცა.[106]

7.4.2 უმრავლესობაში მყოფი და უმცირესობაში მყოფი აქციონერების კონფლიქტი შერწყმისას

კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერის არსებობის შემთხვევაში შერწყმები დაუკავშირებელ კომპანიებს შორის შეიძლება აღმოჩნდნენ რისკის შემცველი უმცირესობაში მყოფი აქციონერებისათვის, მსგავსად წინა სექციებში განხილული რისკებისა. აქედან გამომდინარე, ბევრი მექანიზმი, რომლებიც ამცირებს მენეჯერსა და აქციონერს შორის კონფლიქტს, მაგალითად, შერწყმის ხელშეკრულების პირობების დამოუკიდებელი შეფასება ან საზოგადოების მიერ აქციათა გამოსყიდვა, მოქმედებენ უმცირესობაში მყოფი აქციონერების დასაცავად უმრავლესობაში მყოფი აქციონერების წინააღმდეგ.[107] ეს არის ის შემთხვევა, როდესაც ისინი მოითხოვენ დაცვას უმცირესობაში მყოფი აქციონერებისათვის კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერების წინააღმდეგ, არ აქვს მნიშვნელობა, კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერები წარმოადგენენ მენეჯმენტს თუ უმრავლესობაში მყოფ აქციონერებს (ან ორივეს). მიუხედავად ამისა, ზოგიერთი მეთოდი, განსაკუთრებით აქციონერების თანხმობა (მათ შორის დიდი უმრავლესობით გადაწყვეტილების მიღების შემთხვევაში) იქნება ასეთ დროს ნაკლებად ეფექტური. მაგრამ იმ შემთხვევაში, თუ სახეზეა შერწყმა კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერის აფილირებულ კომპანიასთან, მაგალითად, დედა და შვილობილი კომპანიის შერწყმა, ინტერესთა კონფლიქტი შვილობილი კომპანიის დონეზე უფრო მასშტაბურია და ძალიან წააგავს წარმომადგენლობით პრობლემებს, რომლებიც მეექვსე თავ-

[105] § 15 Umwandlungsgesetz; Art. 2504-IV Civil Code; იხ. also Karsten Schmidt, Gesellschaftsrecht 390 (4th edn., 2002); Pierre-Henri Conac, Luca Enriques, and Martin Gelter, *Constraining Dominant Shareholders' Self-Dealing: The Legal Framework in France, Germany, and Italy*, 4 European Company and Financial Law Review 491, 525 (2007). გერმანული სისტემის განსაკუთრებული სირთულე ისაა, რომ უსადაგებს პირობებს მას შემდეგ, რაც შერწყმა განხორციელდება.

[106] იხ. თავი 7.4.2.3.1.

[107] გამონაკლისი არის აქციონერთა თანხმობის უფლება, რომელიც ვერ იქნება ეფექტური, თუ არ მოქმედებს უმცირესობის უმრავლესობის თანხმობა.

ში განვიხილეთ: ეს შერწყმები წარმოადგენს დაკავშირებულ მხარეთა შორის დადებულ ტრანსაქციებს. უმრავლესობასა და უმცირესობას შორის არსებული დაპირისპირებები არის კიდევ უფრო კრიტიკული ისეთი შერწყმების დროს, რომელთაც, შერწყმის სტრუქტურიდან გამომდინარე, თან ახლავს აქციონერის კორპორაციიდან გაძევება ფულის ან აქციების სანაცვლოდ.[108] მენეჯმენტის მიერ მოზიდული კაპიტალის მეშვეობით კორპორაციის შეძენა, როდესაც მენეჯერები სპონსორთან დებენ შეთანხმებას კორპორაციის შეძენის შესახებ, მოიცავს ძველ და უკვე განხილულ პრობლემებს.

ყველა ძირითადი იურისდიქცია განამტკიცებს უმცირესობაში მყოფი აქციონერების დაცულობას, მაშინ, როდესაც კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერი დგას შერწყმის ორივე მხარეს. განსაკუთრებით, სტანდარტები ასრულებენ მნიშვნელოვან როლს ინტერესთა კონფლიქტის შემცველი ტრანსაქციების რეგულირებისას.[109] ევროპული იურისდიქციები სთავაზობენ უმცირესობაში მყოფ აქციონერებს სარჩელის შეტანის უფლებას დაცვის სხვადასხვა სტანდარტებიდან გამომდინარე. მაგალითად, საფრანგეთში შერწყმები, სადაც მონაწილეობას იღებს კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერი, შეიძლება არავალიდურად იყოს ცნობილი *abus de majorité* დოქტრინის მიხედვით, [110] მაშინ, როდესაც გაერთიანებულ სამეფოში ზიანის მიყენებიდან წარმოშობილი კომპენსაცია იძლევა უმცირესობისთვის კორპორაციიდან გასვლის შესაძლებლობას სამართლიან ფასად.[111] თუმცა აშშ-ში სტანდარტები ასრულებენ შედარებით მცირე როლს დაუკავშირებელ მხარეთა შორის დადებული მნიშვნელოვანი გარიგებების დროს (გარდა იმ შემთხვევებისა, როდესაც კომპანია გაიყიდა ფულის სანაცვლოდ ან გაიყო,[112] ან შერწყმისა თუ სხვა ტრანსაქციის შედეგად, სავარაუდოდ, წარმოიქმნება ახალი კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერი, მაშინ, როდესაც ასეთი არ არსებობდა ტრანსაქციამდე) [113] ისინი ხდებიან მნიშვნელოვანი როლის მატარებელი კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერის მიერ განხორციელებული ტრანსაქციის დროს.[114]

[108] შედარებითი მიზნებისთვის იხ. For a comparative perspective, იხ. Marco Ventoruzzo, *Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals*, 50 Virginia Journal of International Law 841 (2010).

[109] იხ. თავი 6.2.5.

[110] Cozian et al., note 39, at 740, n. 11.

[111] On the "unfair prejudice" remedy იხ. Davies and Worthington, note 38, ch. 20.

[112] *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc*. 506 Atlantic Reporter 2d 173 (Delaware 1986).

[113] იხ. e.g. *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*, 637 Atlantic Reporter 2d 34 (Delaware Supreme Court 1994).

[114] Mahoney and Weinstein, note 103, 272–4; compare Weinberger v. UOP, Inc., 457 Atlantic Reporter 2d. 701 (Delaware Supreme Court 1983); Kahn v. Lynch Communications Systems, Inc., 638 Atlantic Reporter 2d 1111 (Delaware 1994). Robert B. Thompson, Squeeze-out Mergers and the "New" Appraisal Remedy, 62 Washington University Law Quarterly 415 (1984). იხ. also Chapter 6.2.2.1.

7.4.2.1 როდესაც დედა კომპანიას აქვს 90%-ზე მეტი შვილობილ კომპანიაში

უმცირესობაში მყოფი და კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერების ინტერესების დაბალანსების მცდელობის დროს იურისდიქციები, როგორც წესი, არეგულირებენ უმცირესობაში მყოფი აქციონერების მფლობელობაში არსებული აქციების გამოსყიდვას, მაშინ, როდესაც კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერი ფლობს კომპანიის აქციების 90%-ზე მეტს. მაგალითად, ევროკავშირის სამართალი, მაშინ როდესაც შემძენი კორპორაცია ფლობს სამიზნე კომპანიის აქციების 90%-ზე მეტს, უფლებას აძლევს წევრ სახელმწიფოებს, შერწყმის გეგმების ექსპერტულ შეფასებაზე დაყრდნობით შეცვალონ საზოგადოების მიერ აქციათა გამოსყიდვის უფლება ეკვივალენტით და გაანაწილონ საჭიროებისამებრ, შემძენი კომპანიის ხმის უფლების მიხედვით. ამ შესაძლებლობას ითვალისწინებს გერმანული *Konzernrecht.*[115] უფრო შთამბეჭდავი მაგალითია, როდესაც აშშ-ის იურისდიქციების უმრავლესობაში დედა კომპანიას, რომელიც ფლობს შვილობილი კომპანიის 90%-ზე მეტს, შეუძლია, ერთპიროვნული გადაწყვეტილებით, შვილობილი კომპანიის აქციონერთა კრების გარეშე, მიუერთოს საკუთარ თავს შვილობილი კომპანია (აღნიშნულ შერწყმას ასევე ეძახიან "short-form" merger) – ასეთ შემთხვევაში უმცირესობაში მყოფ აქციონერებს ხმის უფლების ნაცვლად ექნებათ საზოგადოების მიერ აქციათა გამოსყიდვის უფლება.[116] იაპონური სამართალი ითვალისწინებს იდენტური სახის რეგულირებას.[117]

7.4.2.2 როდესაც დედა კომპანიას აქვს 90%-ზე ნაკლები შვილობილ კომპანიაში

აშშ-ის სამართალი ისეთ სიტუაციებში, როდესაც კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერი ფლობს შვილობილი კომპანიის 90%-ზე ნაკლებს, იძლევა შვილობილ კომპანიაში აქციების სრულად შეძენის უფლებას ან აქციონერების კორპორაციიდან განდევნის უფლებას (freeze-outs), თუმცა იმ ფასად, რაც უმცირესობაში მყოფი აქციონერებისათვის არაკონტროლირებული შერწყმის მიღმა იძლევა დამატებითი დაცვის საშუალებას. იაპონური სამართალი ამ შემთხვევაშიც ანალოგიურია.[118] აშშ-ის ფასიანი ქაღალდების მარეგულირებელი კანონმდებლობა მოითხოვს იმ ღია ტიპის კორპორაციები-

[115] იხ. Arts. 27–9, Third Directive. იხ. also Volker Emmerich and Mathias Habersack, Konzernrecht 141–6 (10th edn., 2013).

[116] იხ. e.g. §253 DGCL.

[117] Art. 784(1) Companies Act (Japan).

[118] ფულის სანაცვლოდ განხორციელებული შერწყმების დროს (ან უფრო ზოგადად ისეთი შერწყმების დროს, სადაც ანაზღაურება არის, შემძენი კომპანიის აქციების გარდა, ნებისმიერი სხვა რამ) მოითხოვება დამატებითი ინფორმაციის ღიაობა. იხ. Arts. 182 and 184 Ordinance for Enforcement of the Companies Act.

საგან, რომლებიც გარდაიქმნებიან დახურული ტიპის კორპორაციებად (უმცირესობაში მყოფი აქციონერების კორპორაციიდან გაძევების გარიგებაზე დაყრდნობით) ტრანსაქციის სამართლიანობასა და განხილვებთან დაკავშირებით, უზრუნველყონ ღიაობა მესამე მხარეებისათვის, რომლებიც შეიძლება დაინტერესდნენ კომპანიის შეძენით.[119] იმ შემთხვევაში, როდესაც ღია ტიპის შვილობილი კომპანია უერთდება კონტროლის განმახორციელებელ კომპანიას, საფრანგეთში ბაზრის მარეგულირებელმა შეიძლება მოითხოვოს აქციონერებისათვის აქციათა გამოსყიდვის უფლებების მინიჭება იმ შემთხვევაში, თუ თვლის, რომ საჭიროა უმცირესობაში მყოფი აქციონერების უფლებების დაცვა. [120]

დამატებით, დელავერის სასამართლოები, როგორც წესი, განიხილავენ დედა კომპანიისა და შვილობილი კომპანიების შერწყმას მკაცრი სამართლიანობის ტესტის (“entire fairness” standard) საფუძველზე, სადაც კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერი დაასაბუთებს ტრანსაქციის სამართლებრივ და ეკონომიკურ მხარეებს.[121] მიუხედავად ამისა, მტკიცების ტვირთი გადაეცემა მოსარჩელეს, თუ ტრანსაქცია იყო ან (1) განხილული დამოუკიდებელი დირექტორების მიერ დაკომპლექტებული სპეციალური კომიტეტის მიერ, ან (2) განმტკიცებული უმცირესობაში მყოფი აქციონერების უმრავლესობით.[122] როდესაც ეს ორივე ნაბიჯი განხორციელებულია, ტრანსაქცია განხილული იქნება უფრო ღრმა (deferential) სამეწარმეო განსჯის წესის მიერ.[123] ამ ჩარჩოს შესაქმნელად ანგლოამერიკული სამართალი ახდენს ექს-პოსტ შემოწმების/განხილვის ტრანსფორმირებას დე-ფაქტო წარმომადგენლობით სტრატეგიად, რადგან დამოუკიდებელი კომიტეტების გამოყენება არის მისასალმებელი.

ევროპული იურისდიქციების კანონმდებლობა არის ნაკლებად გასაგები კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერების მონაწილეობით ჩატარებული შერწყმებისა და აქციონერების კომპანიიდან განდევნის ტრანსაქციებთან დაკავშირებით, რომლებიც მოიცავენ კომპანიებს, სადაც კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერი ფლობს 90%-ზე ნაკლებს.[124] ევროპული დირექტივების მიერ დამკვიდრებული მინიმალური მოთხოვნები ვრცელდება დასახელებულ ტრანსაქციებზე, თუმცა ამის მიღმა ევროკავშირის წევრ ქვეყ-

[119] Rule 13e-3 1934 Securities Exchange Act.

[120] Art. 236-6 Règlement Général de l’AMF

[121] იხ. თავი 6.2.2.1.

[122] *Kahn v. Lynch,* note 114.

[123] Kahn v. M & F Worldwide Corp., 88 Atlantic Reporter 3d 635; იხ. also In re Cox Communications, Inc. 879 Atlantic Reporter 2d 604. იხ. თავი 6.2.2.1. For Japan, იხ. Wataru Tanaka, Going Private and the Role of Courts: A Comparison of Delaware and Japan, 3 University of Tokyo Soft Law Review 12 (2011).

[124] For a recent comparison, იხ. Christian A. Krebs, *Freeze-Out Transactions in Germany and the U.S.: A Comparative Analysis*, 13 German Law Journal 941 (2012).

ნებს დამკვიდრებული აქვთ ნეიტრალური მიდგომა მათ ნაციონალურ კანონმდებლობაში, რომელიც, აშშ-ის კანონმდებლობისგან განსხვავებით, ხელს არ უწყობს აქციონერების კომპანიიდან გაძევებას.[125] საფრანგეთში კომპანიის სარეგისტრაციო განაცხადი შეიძლება ითვალისწინებდეს უმცირესობაში მყოფი აქციონერების განდევნას კომპანიიდან (cashed out), თუმცა ასეთი განდევნის პირობები უნდა იყოს დელავერის სამართლიანობის ტესტის სტანდარტების შესაბამისი განხილვის საგანი.[126]

სარეგისტრაციო განაცხადში შესაბამისი პირობების არარსებობის შემთხვევაში, რომელიც ითვალისწინებს აქციონერების განდევნას კორპორაციიდან, კონტროლის განმახორციელებელ აქციონერს არ შეუძლია, განდევნოს უმცირესობაში მყოფი აქციონერიც კი, რომელიც თავის მდგომარეობას ბოროტად იყენებს.[127] შედარებისთვის, გერმანული სამართალი ითვალისწინებს კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერის უფლებას, განდევნოს უმცირესობაში მყოფი აქციონერი, რომელიც საკუთარ მდგომარეობას ბოროტად იყენებს, მაგრამ არც გერმანული კანონები, არც გერმანული სასამართლოები ითვალისწინებენ კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერის უფლებას, რომელსაც აქვს აქციათა 95%-ზე ნაკლები, განდევნოს უმცირესობაში მყოფი აქციონერები.[128] იტალიაში, გარდა უმცირესობაში მყოფი აქციონერების კორპორაციიდან გაძევების აბსოლუტური უფლებისა, კორპორაციიდან გაძევება შეიძლება მოხდეს იმ აქციონერებთან მიმართებით, რომელთაც აქვთ აქციების ის ოდენობა, რაც საკმარისი არ არის ერთი აქციის მისაღებად ტრანსაქციის შემდგომ არსებულ კომპანიაში.[129]

7.4.2.3 აქციონერთა განდევნა კორპორაციიდან შერწყმის გარეშე

7.4.2.3.1 აქციების იძულებითი გასხვისება

ბევრი იურისდიქცია შესაძლებლობას იძლევა, აქციონერები კორპორაციიდან გააძევონ (freeze-out (or, as they are also known, squeeze-out)) ისეთი მექანიზმების გამოყენებით, რომლებიც არ არის დაფუძნებული შერწყმის ტრანსაქციებზე. როგორც ჩვენ ვნახავთ მე-8 თავში,[130] ევროკავშირის სა-

[125] Regarding the German approach, იხ. Bundesverfassungsgericht, Aug. 7, 1962-1 BvL 16/60, Bundesverfassungsgericht (BVerfGE) 14, 263 (*Feldmühle*): Schmidt, note 105, at 348.

[126] Cozian et al., note 39, at 216–218.

[127] იხ. *Cour de Cassation Commerciale*, 1996 Revue des Sociétés 554 (freeze-out is prohibited unless permitted by statute or the corporation's charter).

[128] BGH, March 20, 1995–II ZR 205/94, BGHZ 129, 136 (*Girmes*).

[129] იხ. Luigi A. Bianchi, La Congruità del Rapporto di Cambio nella Fusione 101 (2002).

[130] იხ. თავი 8.3.5. If, however, an existing 90 percent majority mounts a bid for the company simply in order to squeeze out the minority, UK scrutinizes the reason for the squeeze-out by reference to a standard akin to that applied to charter amendments to that end. იხ. *Re Bugle Press Ltd* (1961) Ch 270.

მართლის მიხედვით, თუ შემძენი კომპანია საჯარო შეთავაზების გზით შეიძენს 90%-იდან 95%-ამდე აქციებს სამიზნე კომპანიაში, შეუძლია განდევნოს აქციონერები, რომლებიც არ დაეთანხმნენ გარიგებას, კორპორაციიდან იმავე პირობების საფუძველზე, რაც გათვალისწინებული იყო საჯარო შეთავაზებაში (ან რაიმე მიახლოებული საფუძვლის გამოყენებით) და უმცირესობაში მყოფ აქციონერს აქვს უფლება, მოითხოვოს აქციების გამოსყიდვა. ზოგიერთ იურისდიქციაში აქციონერების განდევნის იგივე მეთოდი გამოიყენება, მიუხედავად იმისა, მიაღწევს თუ არა საჯარო შეთავაზების გზით აქციებზე მფლობელობა 90%-ს ან 95%-ს. ამ შემთხვევაში ფასის დარეგულირება არის უფრო მგრძნობიარე საკითხი. საფრანგეთში აქციონერთა ჯგუფი, რომელიც ფლობს 95%-ს ან ხმის უფლების მქონე უფრო მეტ აქციას ღია ტიპის კორპორაციაში, შეუძლია, განდევნოს უმცირესობაში მყოფი აქციონერები მათთვის საჯარო შეთავაზების განხორციელებით, რასაც მოსდევს იმ აქციონერების აქციების იძულებითი შეძენა, რომლებიც არ ეთანხმებიან საჯარო შეთავაზებას.[131] აქციების იძულებითი შეძენის დროს აქციების ფასი უნდა დამტკიცდეს *ex ante* ბაზრის მარეგულირებლის მიერ, რომელიც მოქმედებს შემძენი კომპანიის საინვესტიციო ბანკირის მიერ მომზადებული წინადადების საფუძველზე, სამიზნე კომპანიის ექსპერტის მიერ მომზადებული დასკვნისა და საკუთარი გადაწყვეტილებების მიხედვით.[132] გერმანია ასევე ითვალისწინებს აქციონერის კორპორაციიდან განდევნის პროცედურას იმ შემთხვევაში, თუ აქციონერი ფლობს აქციათა 95%-ს ღია ტიპის სააქციო საზოგადოებაში, რომელიც მისდევს შერწყმის წესებს (მათ შორის აქციათა 95%-ის მქონე აქციონერისა და სასამართლოს მიერ დანიშნული ექსპერტის ანგარიშების – კომპენსაციის ადეკვატურობასთან დაკავშირებით – საფუძველზე).[133] ფრანგული პროცედურისგან განსხვავებით, ფასი არ არის *ex ante* დამტკიცებული და არის *ex post* სადავო ნებისმიერი ინდივიდუალური უმცირესობაში მყოფი აქციონერის მიერ სასამართლოს წინაშე, რომლის გადაწყვეტილება შეეფარდება ყველა უმცირესობაში მყოფ აქციონერს (*Spruchverfahren*). მიუხედავად იმისა, რომ სადავოობა ჩვეულებრივ შემთხვევაში არ ახდენს აქციონერების კორპორაციიდან განდევნის შეჩერებას, აქციონერების კორპორაციიდან გაძევების პროცედურა შეიძლება გაგრძელდეს (10 წლამდე ვადით), რაც ქმნის ძლიერ მოტივაციას 95% აქციების მქონე აქციონერისთვის, რათა მოაგვაროს უმცირესობაში მყოფი აქციონერების მოთხოვნები და იდენტურად ძლიერ მოტივაციას ინვესტორებისათვის, რათა შეიძინონ უმცირესობის

[131] Art. L. 433-4 Code Monétaire et Financier; Arts. 236-3, 236-4, and 237-1 Règlement Général de l'AMF. The minority has a parallel right to be bought out (Art. L. 433-4 Code Monétaire et Financier; Arts. 236-1 and 236-2 Règlement Général de l'AMF).

[132] Arts. 237-2, 261-1(II), and 262-1 Règlement Général de l'AMF. იხ. generally Viandier, note 97, at 495–498.

[133] §§327a-f AktG. იხ. Thomas Stohlmeier, German Public Takeover Law (2nd edn., 2007) 139.

აქციები იმისათვის, რომ სასამართლო დავის მიმდინარეობისას მოიპოვონ უპირატესობა. [134]

იაპონია, სადაც არსებობს კომპლექსური პროცედურა, რომელიც იყენებს აქციათა სპეციალურ კლასს, ითხოვს ხმის უფლების მქონე აქციათა ორი მესამედის თანხმობას აქციონერთა საერთო კრებაზე. ეს მეთოდი გამოიყენება პრაქტიკაში უმცირესობაში მყოფი აქციონერების განდევნისთვის, რაც, ძირითადად, განპირობებულია საგადასახადო მიზნებით. იაპონიამ, ასევე, დანერგა ახალი პროცედურა 2014 წელს, რომელიც უფლებას აძლევს 90 ან მეტი პროცენტი აქციების მქონე აქციონერს, განდევნოს უმცირესობაში მყოფი აქციონერები საერთო კრების მოწვევის გარეშე.[135]

იურისდიქციებში (მაგალითად, გაერთიანებულ სამეფოში), რომლებსაც აკლიათ უმცირესობაში მყოფი აქციონერების კორპორაციიდან განდევნის პროცედურები (გარდა other than post-bid), გამოიყენება სხვადასხვა სახის შემცვლელი კორპორაციული პროცედურა. საკითხი დგას ასე – უზრუნველყოფენ თუ არა დასახელებული ზოგადი პროცედურები უმრავლესობის მიერ გამოვლენილი ოპორტუნიზმისგან ადეკვატურ დაცვას, რომელიც გამოიყენება აქციონერების კორპორაციიდან განდევნის ზეგავლენის მოხდენის მიზნით. აქციონერების კორპორაციიდან განდევნის ყველაზე უფრო მარტივი ფორმა არის სარეგისტრაციო განაცხადში ცვლილების შეტანა, რომელიც სთხოვს უმცირესობას, გადასცეს აქციები უმრავლესობას ან კომპანიას. რადგან სტანდარტულად დიდი უმრავლესობით გადაწყვეტილების მიღების მოთხოვნა სარეგისტრაციო ცვლილებებისთვის არის უმცირესობაში მყოფი აქციონერების დაცვის არაადეკვატური საშუალება აქციონერების კორპორაციიდან განდევნის დროს, გაერთიანებული სამეფოს სასამართლოებმა, მათი ზოგადი უფლებამოსილების გათვალისწინებით რომ განიხილონ სარეგისტრაციო მონაცემების ცვლილებები,[136] განავითარეს მოთხოვნა შემძენი მხარისთვის, სახეზე უნდა იყოს კარგი კორპორაციული მიზეზი სამართლიან ფასად აქციონერების განდევნისათვის, განსხვავებით კეთილსინდისიერების მარტივი მოთხოვნისგან სარეგისტრაციო განაცხადში შესატან სხვა ცვლილებებთან დაკავშირე-

[134] Stohlmeier, note 133, at 145. The post-bid squeeze-out procedure does not suffer from this defect, because of the strong presumption that the bid price is the appropriate price. იხ. §39a(3) WpÜG and Chapter 8.3.5.

[135] Art. 179 Companies Act (Japan). For details, იხ. Marco Ventoruzzo et al., Comparative Corporate Law 497 (2015).

[136] გაერთიანებული სამეფოს სასამართლოები ეყრდნობიან უსამართლო ზიანის მიყენების გამო დარღვეული უფლების აღდგენას, მაგრამ პრეცედენტულმა სამართალმა ასევე განავითარა ზოგადი მიმოხილვის სტანდარტი სარეგისტრაციო განაცხადში ცვლილებების შეტანასთან დაკავშირებით: მაგალითად, მოთხოვნა, რომ ცვლილება კეთილსინდისიერად შეესაბამებოდეს კომპანიის ინტერესს. იხ. note 39. ეს გაუმჭვირვალე მოთხოვნა, უბრალოდ, მოითხოვს, უმრავლესობა მოქმედებდეს კეთილსინდისიერად, აქციების ექსპროპრიაციის შემთხვევების გარდა, სადაც მას აქვს უფრო დიდი ზეგავლენა. იხ. *Gamlestaden Fastigheter AB v. Baltic Partners Ltd* (2008) 1 BCLC 468.

ბით. ავსტრალიაში ანალოგიური დოქტრინული მიდგომის გათვალისწინებით, უმაღლესმა სასამართლომ, გამონაკლისი შემთხვევების გარდა, დაბლოკა ანალოგიური იძულებითი შეძენა.[137]

7.4.2.3.2 საზოგადოებიდან აქციონერების განდევნის სხვა მექანიზმები

სარეგისტრაციო მონაცემებში ცვლილების შეტანა, თუკი არ იკვეთება სხვა პროცედურა, არ არის ერთადერთი საშუალება უმცირესობაში მყოფი აქციონერების კორპორაციიდან გაძევებისათვის. აქციების კონსოლიდაცია, ლიკვიდაციის შემდეგ კომპანიის მთელი ქონების გასხვისება ან[138] სხვა იურისდიქციებში, რომლებიც მნიშვნელობას ანიჭებენ საწესდებო კაპიტალს, კაპიტალის შემცირება, ასევე, შეიძლება იქნეს გამოყენებული აქციონერების კორპორაციიდან განდევნისთვის. კიდევ ერთხელ, რადგან ეს პროცედურები არ არის განკუთვნილი აქციონერების კორპორაციიდან განდევნისთვის, ოპორტუნიზმისგან დაცვა დაფუძნებულია სტანდარტული სტრატეგიების განხორციელებაზე, რომლებიც განკარგავენ უმრავლესობის გადაწყვეტილებებს.[139]

ღია ტიპის კორპორაციის დელისტინგი, ასევე, შეიძლება ჩაითვალოს როგორც აქციონერების განდევნა კორპორაციიდან. დელისტინგი და საფონდო ბირჟის რეგისტრაციიდან მოხსნა, გარდა აქციების ლიკვიდურობის მნიშვნელოვნად შემცირებისა, აქციონერებსა და კრედიტორებს ართმევს სავალდებულო ღიაობის ბენეფიტებს. ამ ფაქტორის გათვალისწინებით, საფონდო ბირჟის მარეგულირებელი ჩარჩოდან გასვლა იწვევს ფუნდამენტურ ცვლილებას კომპანიისთვის.[140] როგორც ჩვენ განვიხილავთ მე-9 თავში, ფასიანი

[137] *Gambotto v. WCP Ltd* (1995) 127 Australian Law Reports 417 (High Court of Australia), რომელიც, როგორც ჩანს, თანხმდება იძულებით შეძენას, თუ მიზანი არის კომპანიის დაცვა ზიანისგან, მაგრამ, გარდა იმ შემთხვევისა, თუ მისი მიზანია უპირატესობის მინიჭება.

[138] პროცედურა, რომელიც პირდაპირ არის გათვალისწინებული §179a AktG (Germany) 75%-იანი აქციონერთა ხმის უფლებით, მაგრამ პრაქტიკაში ხშირად არ არის გამოყენებული სხვადასხვა მიზეზიდან გამომდინარე, მათ შორის უმცირესობის შესაძლებლობა, გადადოს ტრანსაქცია ხანგრძლივი პერიოდით ქონების გადაცემის ფასისთვის წინააღმდეგობის გაწევით. შესაბამისად, არცთუ ისე დიდი ხნის წინ წარდგენილი ზოგადი გამოსყიდვის პროცედურების (Section 7.4.2.3.1) გამოყენება ხდება. იხ. Stohlmeier, note 133, at 150.

[139] იხ. *Rock Nominees Ltd v. RCO (Holdings) plc* (2004) 2 BCLC 439 (CA–UK): შემძენი, რომელიც ჩამოვიდა 90%-ზე ქვევით შეთავაზების შემდგომი აქციების გამოსყიდვისთვის, წინადადება წამოაყენა, გაეყიდა ახალი შვილობილი კომპანიის ბიზნესი კომპანიათა სხვა ჯგუფისთვის, მოეხდინა გამყიდველის ლიკვიდაცია და გაენაწილებინა ქონება აქციონერებს შორის. სააპელაციო სასამართლომ უარი უთხრა, ჩაეთვალა დასახელებული წინადადება როგორც უსამართლო ზიანის მიმყენებელი მაკონტროლებლების გადაწყვეტილების განსახილველად (იხ. note 39), მაშინ როდესაც გასხვისების შედეგად მოპოვებული ფასი იყო ყველაზე უფრო ლოგიკური (“the best price reasonably obtainable”). ასევე, ნათელი იყო, რომ უმცირესობა ეწინააღმდეგებოდა გარიგებას, რადგან იმედოვნებდა, მიაღწევდა გამოსყიდვის ფასს მისი შვილობილი კომპანიის ნებაყოფლობითი მიყიდვით ახალი დედა კომპანიისთვის.

[140] იხ. Jonathan Macey, Maureen O’Hara, and David Pompilio, *Down and Out in the Stock Market: The Law and Economics of the Delisting Process*, 51 Journal of Law & Economics 683 (2008).

ქაღალდებისა და საფონდო ბირჟის მარეგულირებელი წესები უზრუნველყოფენ აქციონერების მრავალმხრივ დაცვას მენჯერებისა და კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერების წინააღმდეგ, რომელთა მიზანია ემიტენტის დელისტინგი ან ხარისხობრივად დაქვეითება.[141]

7.4.3 სხვა სტეიკჰოლდერების დაცვა შერწყმის განხორციელებისას

რამდენიმე ძირითადი იურისდიქცია, გარდა წარმომადგენლობითი პრობლემების გადაჭრის მცდელობისა მენეჯრებსა და აქციონერებს და კონტროლის განმახორციელებელ და უმცირესობაში მყოფ აქციონერებს შორის, მიზნად ისახავს, რომ აქციონერების მიღმა დაიცვან სხვა სტეიკჰოლდერებიც (კრედიტორები და/ან თანამშრომლები) შერწყმებისა და სხვა მნიშვნელოვანი ცვლილებების განხორციელებისას.

7.4.3.1 კრედიტორების დაცვა

როგორც აღვნიშნეთ მეხუთე თავში, ევროპული იურისდიქციები, ასევე იაპონია და ბრაზილია არიან უფრო მეტად მეგობრული კრედიტორების მიმართ, ვიდრე აშშ.[142] ამ ტრადიციის გათვალისწინებით, დასახელებული ფირმები სთავაზობენ სპეციალურ დაცვას კრედიტორებს, მაშინ, როდესაც კომპანიები ახორციელებენ შერწყმებს ან სხვა მნიშვნელოვან ცვლილებას. ბრაზილიური სამართალი, სხვა საკითხებთან ერთად, ფორმალურ უფლებას აძლევს კრედიტორებს, რომლებიც შერწყმის შედეგად დაზარალდნენ, მოითხოვონ მისი გაუქმება 60 დღის განმავლობაში.[143] მიუხედავად იმისა, რომ კრედიტორები მოკლებულნი არიან შერწყმის შეჩერების სამართლებრივ შესაძლებლობას ევროპასა ან იაპონიაში, მათ აქვთ ადეკვატური დაცვის ღონისძიების მოთხოვნის უფლება, როდესაც შერწყმა მათი მოთხოვნების დაკმაყოფილებას რისკის ქვეშ აყენებს.[144] დასახელებული დაცვის ღონისძიებები ხშირად მოიცავს მათ მოთხოვნას, კრედიტორების წინაშე არსებული ვალდებულებები გავრცელდეს ტრანსაქციის შედეგად დარჩენილ ან წარმოქმნილ კომპანიაზე, ან მათი მოთხოვნები დაკმაყოფილდეს შერწყმის განხორციელებამდე, რაც, იმავდროულად, შეიძლება იქცეს შერწყმის მნიშვნელოვან შემაფერხებელ გარემოებად. [145]

[141] იხ. თავი 9.1.2.7.

[142] იხ. თავი 5.4.

[143] Lei das Sociedades por Ações Art. 232

[144] იხ. მესამე დირექტივა, მუხლი 13.

[145] §22 Umwandlungsgesetz (Germany) (§321 AktG to similar effect); Arts. 789, 799, and 810 Companies Act (Japan).

7.4.3.2 თანამშრომლების დაცვა

არის ორი მნიშვნელოვანი საკითხი: პირველი, რა მასშტაბით აქვთ თანამშრომლებს „ხმის უფლება“ (კოლექტიური მოლაპარაკების გზით ან სამართლის ნორმებით, რაც ითვალისწინებს სამუშაო ძალაზე დაფუძნებულ საბჭოებს ან თანამშრომელთა წარმომადგენლობას ბორდში) შერწყმის ხელშეკრულებაში და რა მასშტაბით გავრცელდება ეს ხმის უფლება შერწყმის შედეგად დარჩენილ კომპანიაზე? ეს უკავშირდება შერწყმის სავარაუდო ზეგავლენას დაუყოვნებლივ ან მომავალში, დასაქმების პირობების განვითარებაზე, სამსახურის არსებობასა და დაწინაურების შესაძლებლობაზე; მეორე საკითხი უკავშირდება, აქვთ თუ არა აქციონერებს უფლება, გადასცენ დასაქმების პირობები (რომლებიც გარემოებების გათვალისწინებით შეიძლება აღმოჩნდეს კოლექტიურ ხელშეკრულებაში ან დასაქმების ინდივიდუალურ ხელშეკრულებაში), მათ შორის, ზემოთ დასახელებულ ხმის უფლებასთან დაკავშირებული საკითხები კორპორაციას, რომელიც წარმოიქმნება შერწყმის შედეგად.

„ხმის უფლება“ შეიძლება მიენიჭოს მმართველობის ზოგადი სტანდარტების გათვალისწინებით, მაგალითად: ბორდში თანამშრომლების წარმომადგენლობა, როგორც ეს არის განხილული მეოთხე თავში; ან „ხმის უფლება“ შეიძლება ჩართულ იქნეს ბორდისგან დამოუკიდებელი მექანიზმის მეშვეობით და დაფაროს კორპორაციული გადაწყვეტილებების მხოლოდ განსაზღვრული კატეგორიები. აქ ევროპულ სამართალს აქვს ძლიერი პოზიცია. ბიზნესის გადაცემაზე (რომლის ორიგინალური ფორმაა შერწყმა) შეძენილი უფლებების დირექტივა[146] განსაზღვრავს გადაცემის მონაწილე ორივე მხარის ბიზნესის გადაცემამდე კონსულტაციას თანამშრომლების წარმომადგენლებთან (მიუხედავად იმისა, მიეკუთვნებიან თუ არა ისინი პროფკავშირებს). კონსულტაციის ფოკუსი არის შერწყმის შედეგების ახსნა თანამშრომლებისათვის.[147] თუ მხედველობაში მივიღებთ შერწყმის გაწელილ და საჯარო პროცედურებს (შერწყმის გეგმის შემუშავება, საჯაროდ წარდგენა, ექსპერტების ანგარიში, აქციონერთა კრება), როგორც წესი, არ ჩაითვლება განსაკუთრებულ მოთხოვნად, თუ დასახელებულ დღის წესრიგში გავითვალისწინებთ თანამშრომლების წარმომადგენლებთან საკონსულტაციო პროცესს.[148]

[146] დირექტივა 2001/23/EC, თავი III.

[147] იქვე., მუხლი 7 (“the legal, economic and social implications of the transfer for the employees” and “any measures envisaged in relation to the employees”; yet, the employer must also state “the reasons for the transfer”). ზოგიერთ წევრ სახელმწიფოში, მაგალითად საფრანგეთში, თანამშრომლების წარმომადგენლებს აქვთ უფრო ფართო უფლებამოსილებები, განიხილონ გადაცემის განხორციელების ბიზნესმიზეზები (Art. L. 2323-19 Code du travail).

[148] მიუხედავად ამისა, იმ შემთხვევის ანალიზისთვის, სადაც ბიზნესის გადაცემა (და არა შერწყმა) ორიდან ერთ-ერთ კონკურენტ შემძენზე საკონსულტაციო ვალდებულების ზეგავლენით იყო მნიშვნელოვნად გაპირობებული (BMW’s disposal of a large part of its UK assets in 2000) იხ. John Armour and Simon Deakin, *The Rover Case–Bargaining in the Shadow of TUPE* (2000) 29 Industrial Law Journal 395.

აშშ-ის სამართალი არის უფრო ფრთხილი. არ არსებობს ზოგადი კონსულტაციის ვალდებულება ბიზნესის გადამცემ და მიმღებ კომპანიებზე. თუ შერწყმის მონაწილე ორივე კომპანიის თანამშრომლები არიან პროფკავშირებში, ასეთ შემთხვევაში მოლაპარაკების სავალდებულო საკითხი არის შერწყმის შედეგები. თუ ერთი კომპანიის თანამშრომლები არიან პროფკავშირის წევრები და მეორე კომპანიისა არ არიან, ერთადერთი გზა შერწყმის განსახორციელებლად არის კომპანიების სხვადასხვა შვილობილ კომპანიაში გადატანა, რადგან პროფკავშირის ელემენტს აქვს მოლაპარაკებების უფლებები, რამაც შეიძლება შეზღუდოს მომავალში დაგეგმილი ბიზნესოპერაციის განხორციელების ყველა მცდელობა.

„ხმის უფლების“ მექანიზმის ხარისხი შერწყმის შემდეგ, როგორც წესი, დამოკიდებულია წესებზე, რომლებიც გავრცელდება შერწყმის შედეგად წარმოქმნილ ან დარჩენილ კომპანიაზე. ეს, როგორც წესი, პრობლემაა ევროკავშირში საერთაშორისო შერწყმის ხელშეკრულებებში, რადგან „ხმის უფლების“ მოთხოვნები, განსაკუთრებით წარმომადგენლობა ბორდში, განსხვავდება წევრ სახელმწიფოებს შორის. ჩვენ დასახელებულ საკითხს უფრო ღრმად მე-7.5 თავის განხილვის დროს შევეხებით. შერწყმებთან დაკავშირებით, რომელზეც კონკრეტული ქვეყნის კანონმდებლობა ვრცელდება, შეძენილი უფლებების დირექტივას (Acquired Rights Directive) აქვს შეზღუდული მოქმედების პირობები „ხმის უფლების“ საკითხებთან დაკავშირებით, რაც არსებობს ბიზნესის გადამცემს შორის ბიზნესის გადაცემის შედეგად.[149] მიუხედავად ამისა, რადგან წევრი სახელმწიფოების უმრავლესობაში თანამშრომლების „ხმის უფლების“ პირობები საწარმოში არის სამართლებრივი მოთხოვნა, წესები, რომლებიც ვრცელდება შერწყმის შედეგად დარჩენილ ან წარმოქმნილ კომპანიაზე, უზრუნველყოფს გადაცემული ბიზნესის ეკვივალენტი „ხმის უფლების“ პირობების გავრცელებას.

კიდევ ერთხელ უნდა აღინიშნოს, რომ აშშ-ის სამართალი „ხმის უფლებით“ გათვალისწინებულ პირობებს ახორციელებს მხოლოდ პროფკავშირის წევრ კომპანიებთან დაკავშირებით. როგორც კი ბიზნესოპერაციები გადადის შერწყმის ან აქციების გასხვისების შედეგად, კოლექტიური მოლაპარაკების ხელშეკრულება და კანონმდებლობით გათვალისწინებული ვალდებულება ვაჭრობის/მოლაპარაკების ავტომატურად აქტიურდება.

შედარებისთვის, როდესაც ბიზნესოპერაციები გადაიცემა ქონების გასხვისების შედეგად და ხდება თანამშრომლების თავიდან დასაქმება, მოლაპარაკების კოლექტიური ხელშეკრულება მოქმედებს მხოლოდ იმ შემთხვევაში, როდესაც ქონების შემძენი ღიად ან კონსტრუქციულად ნერგავს ამ მექანიზმს. იმ ფონზე, რომ პრეზუმფცია უმრავლესობის მხარდაჭერის შესახებ და დაკავ-

[149] Art. 6. This operates only if (a) the undertaking transferred “preserves its autonomy” and (b) “the conditions necessary for the reappointment of the representatives” after the transfer are not met.

შირებული კანონმდებლობით გათვალისწინებული ვაჭრობის/მოლაპარაკების ვალდებულება ვრცელდება, თუ ქონების შემძენის თანამშრომელთა 50% (შესაბამის სტრუქტურაში, რომელთან დაკავშირებითაც მიმდინარეობდა მოლაპარაკება) მუშაობდა გამყიდველისთვის.[150]

მეორე საკითხთან დაკავშირებით, – შეძენილი უფლებების დაცვა, – შერწყმის პროცედურის უნივერსალური გადაცემის მექანიზმი შეიძლება მოქმედებდეს ისე, რომ გადაეცეს თანამშრომლების ინდივიდუალური უფლებები შერწყმის შედეგად დარჩენილ ან წარმოქმნილ კომპანიას.[151] ნებისმიერ შემთხვევაში ევროკავშირის დირექტივა მოითხოვს, ბიზნესის გადაცემის შემთხვევაში, ბიზნესის გადამცემ კომპანიაში დასაქმებული თანამშრომლების კონტრაქტები ავტომატურად და შეუცვლელად გადავიდეს შერწყმის შედეგად წარმოქმნილ ან დარჩენილ კომპანიაში.[152] ეს ასევე აქცევს გადაცემის ფაქტს გათავისუფლების არასათანადო საფუძვლად. ეს ორი წესი კომპენსაციის პასუხისმგებლობას აკისრებს მიმღებ კომპანიას, მაგრამ, როგორც წესი, ეს დასაშვებია გადამცემი კომპანიისათვის გადახდილი ფასის ფარგლებში. ეკონომიკური პერსპექტივიდან მეტად უფრო პრობლემურია წესი, რომლის თანახმად, გადასული თანამშრომლები ინარჩუნებენ სამსახურს უცვლელი პირობებით. ეს ართულებს გადმოსული თანამშრომლების ინტეგრაციას მიმღები დამსაქმებლის სტრუქტურაში, რადგან მიმღების მიერ თანამშრომლების წარმომადგენლებთან მოლაპარაკებული ცვლილებები არის სამართლებრივი რისკის შემცველი.

შედარებისთვის, აშშ მისდევს პრეცედენტული სამართლის დოქტრინას მომსახურების ხელშეკრულების პერსონალური ბუნების შესახებ[153] და არ ითვალისწინებს შრომითი კონტრაქტის ავტომატურ გადაცემას პროფკავშირების მიღმა არსებულ სივრცეში. ანალოგიურმა მიდგომამ პროფკავშირების წიაღში გავლენა მოახდინა აშშ-ის „შრომითი ურთიერთობის მარეგულირებელი წესის“ სამართლებრივ ინტერპრეტაციაზე. მასშტაბი, რომლის შესაბამისადაც კოლექტიურად შეთანხმებული პირობები ვრცელდება მიმღებ დამსაქმებელზე, როგორც ეს ზემოთ არის განხილული, დამოკიდებულია ტრანსაქციის ფორმაზე.[154]

[150] Edward B. Rock and Michael L. Wachter, *Labor Law Successorship: A Corporate Law Approach*, 92 Michigan Law Review 203, 212–32 (1993).

[151] თუმცა გაერთიანებულ სამეფოში სასამართლოებმა შრომითი კონტრაქტების კანონით გათვალისწინებული ავტომატური გადაცემა ჩათვალეს შეუსაბამოდ მათ პიროვნულ ბუნებასთან, იხ. *Nokes v. Doncaster Amalgamated Collieries Ltd* (1940) AC 1014, HL.

[152] Directive 2001/23/EC, Chapter II, replacing an earlier directive of 1977.

[153] იხ. თანდართული ტექსტი note 151.

[154] Rock and Wachter, note 150; *Howard Johnson Co. v. Detroit Local Joint Executive Bd* 417 United States Reports 249 (1974).

7.4.4 კორპორაციული გაყოფები

კორპორაციული გაყოფა არის შერწყმის საწინააღმდეგო ტრანსაქცია, რომელიც ყოფს ერთი კორპორაციის აქტივს და ვალდებულებებს ორ ან მეტ კორპორაციად, მათგან ერთ-ერთი შეიძლება იყოს საკუთრივ ის კორპორაცია, რომელსაც სხვა კომპანიები გამოეყო.[155]

მიუხედავად შერწყმასა და გაყოფებს შორის არსებული ლოგიკური მსგავსებისა, იურისდიქციები განსხვავდებიან ერთმანეთისგან იმის მიხედვით, არეგულირებენ თუ არა გაყოფებს, ისევე მკაცრად, როგორც შერწყმებს. აშშ არეგულირებს გაყოფებს საჭიროების მიხედვით, მაშინ, როდესაც სახეზეა ოპორტუნიზმი, ან, როდესაც კორპორაცია ყიდის მთელ ან თითქმის მთელ ქონებას. რაც შეეხება იაპონიას, იაპონია გაყოფებს ზედაპირულად არეგულირებს.[156] ერთი შეხედვით, ევროკავშირის რეგულაციები არის განსხვავებული. სამეწარმეო სამართლის შესახებ მეექვსე დირექტივის ნორმები,[157] რომლებიც არეგულირებენ გაყოფას, წარმოადგენენ მესამე დირექტივის შერწყმის მარეგულირებელი ნორმების ანარეკლს, მათ შორის იმ ნორმებთან დაკავშირებით, რომლებიც უკავშირდება უმცირესობისა და კრედიტორთა უფლებების დაცვას. მიუხედავად ამისა, პრაქტიკაში წევრი სახელმწიფოები არ იკვლევენ გაყოფებს ისე დეტალურად, როგორც ამას შერწყმებთან დაკავშირებით აკეთებენ და დეტალური მოთხოვნების ფარგლები შეიძლება თავიდან იქნეს აცილებული.[158]

იმ შემთხვევაშიც კი, თუ მოქმედებს გაყოფის წესები, ევროპელ აქციონერებს აქვთ უფლებების დაცვის უფრო ნაკლები მექანიზმი, ვიდრე ეს არის შერწყმის დროს. ჩვენ ვეჭვობთ, რომ ამის მიზეზი არის ფუნქციურ მახასიათებლებში, რომლებიც კორპორაციულ მოქმედებებს, პირველ რიგში, გამოარჩევს, როგორც მნიშვნელოვანს. უპირველესად უნდა აღინიშნოს, რომ გაყოფა არის უფრო პატარა ტრანსაქცია, ვიდრე შერწყმების უმრავლესობა, იმ მასშტაბის გათვალისწინებით, რომ მხოლოდ გარდაქმნის და არა უმატებს კომპანიის არსებულ აქტივს და ვალდებულებებს. დამატებით უნდა აღინიშნოს, რომ ინტერესთა კონფლიქტის რისკი, ან, როგორც მინიმუმ, დაპირისპირება აქციონერებსა და მენეჯერებს შორის, არის ბევრად უფრო ნაკლები, ვიდრე ეს ხდება შერწყმების დროს. ასევე, კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერი, რომელიც ყოფს კორპორაციას, ნაკლებად სავარაუდოა, შექმნის მენეჯმენტისა და აქციონერების კონფლიქტს, ვიდრე ეს კონტროლის განმახორციელებე-

[155] კორპორაციული გაყოფა არ უნდა აგვერიოს შვილობილის შექმნასთან: ამ უკანასკნელში კორპორაცია შეიძლება მაინც დაიყოს ორ საწარმოდ. პირველ შემთხვევაში გამოყოფილი საწარმო არ ამთავრებს ახლად შექმნილი კომპანიის აქციების კონტროლით ან სხვა კომპანიის მიერ კომპანიის აქტივის სანაცვლოდ გამოშვებული აქციების კონტროლით.

[156] იხ. Arts. 783, 784, 795, 796, 804, and 805 Companies Act (Japan).

[157] Sixth Company Law Directive 82/891/EEC, 1982 O.J. (L 378) 47.

[158] მაგალითად, აქტივისა და პასივის ინდივიდუალური გადაცემა ვარდება გაყოფის სამართლებრივი რეჟიმის მიღმა.

ლი აქციონერების ფორმირების დროს ხდება. ბოლოს, კომპანიის, რომელიც იყოფა, მენეჯერები და დირექტორები, როგორც წესი, რჩებიან და მენეჯმენტს აგრძელებენ გაყოფის შედეგად წარმოქმნილ რომელიმე კომპანიაში.

აქციონერებისაგან განსხვავებით, კრედიტორებისა და თანამშრომლების დაცვა განსაკუთრებით საჭიროა გაყოფების დროს. გაყოფის დროს აქტივისა და ვალდებულებების დაყოფა (რაც განსაზღვრულია გაყოფის ხელშეკრულებით) არ არის პროპორციული გაყოფის შედეგად წარმოქმნილ კომპანიებს შორის, ეს კი ზრდის კრედიტორების დაუკმაყოფილებლობის რისკს. აქედან გამომდინარე, ევროკავშირის სამართალი გაყოფის შედეგად წარმოქმნილ კომპანიებს, რომლებიც იღებენ აქტივს, სოლიდარულად და მთელი თავისი ქონებით აკისრებს პასუხისმგებლობას გაყოფამდე არსებულ კრედიტორების ვალდებულებებთან დაკავშირებით, თუმცა გაყოფის შედეგად წარმოქმნილი კომპანიების პასუხისმგებლობა, გარდა იმ კომპანიებისა, რომელთაც გადაეცათ ვალდებულებები, შეიძლება შეზღუდული იყოს მათთვის გადაცემული აქტივის ღირებულებით.[159]

კორპორაციულმა გაყოფებმა შესაძლოა, ზეგავლენა მოახდინონ თანამშრომლებზე. მაგალითად, ქონება შეიძლება გადაეცეს კომპანიას, რომელიც ცდილობს, თავი აარიდოს ვალდებულებებს მოლაპარაკებების კოლექტიური ხელშეკრულების მიხედვით. როგორც ეს არის ზემოთ განხილული, აშშ-ის შრომის სამართლის თანახმად, დასაქმებულთა უფლებები დამოკიდებულია მეთოდზე, რომლის თანახმადაც, ხდება ბიზნესოპერაციების გადაცემა.[160] შედარებისთვის, ევროკავშირის კანონმდებლობის თანახმად, თანამშრომელთა დაცვა, როგორც ეს არის 7.4.3.2 თავში განხილული, დამოკიდებულია, იყო თუ არა სახეზე ბიზნესის გადაცემა ერთი დასაქმებულიდან მეორე დასაქმებულზე, პირობა, რომელიც ვრცელდება როგორც გაყოფებზე, ასევე, შერწყმებსა და ქონების გასხვისებაზე, ისე, რომ ტრანსაქციის სამართლებრივი ფორმა არის ნაკლებად მნიშვნელოვანი წესების გამოყენებისთვის, გარდა იმ შემთხვევისა, თუ ისინი წარმოადგენენ ქონების მხოლოდ გასხვისების ტრანსაქციას.[161]

[159] Art. 12 Sixth Directive. ერთობლივი და ინდივიდუალური პასუხისმგებლობა კომპანიებისა, რომლებიც იღებენ აქტივსა და პასივს, შეიძლება მთლიანად განაწილდეს, როგორც ეს არის გაერთიანებული სამეფოს შემთხვევაში, სადაც გაყოფა მოითხოვს სასამართლოს თანხმობას (as a "scheme of arrangement") და დამოკიდებულია კრედიტორთა თითოეული კლასის 75%-ის თანხმობაზე.

[160] note 150.

[161] მნიშვნელოვანია, რომ დირექტივა არ ფარავს გადაცემის ცვლილების ზეგავლენას აქციების გადაცემაზე, როგორც ეს არის განხილული შემდეგ თავში, რადგან დამსაქმებლის ვინაობაში ცვლილების შეტანა არ ხდება. ასეთ შემთხვევაში, დამსაქმებლის ინდივიდუალური და კოლექტიური სახელშეკრულებო ვალდებულებები ფორმალურად არ ექცევა ზეგავლენის ქვეშ, მაშინ, როდესაც საკონსულტაციო ვალდებულებები, რომელთაც დირექტივა სხვა მხრივ დააწესებდა, გამოყენებულია იმ პირობების მიხედვით, რომლებიც დამსაქმებლისგან კონსულტაციის გავლას მოითხოვდა იმ საკითხებთან დაკავშირებით, რასაც შესაძლოა, მნიშვნელოვანი ზეგავლენა გამოეწვია თანამშრომლებზე. იხ. Directive 2002/14/EC establishing a general framework for informing and consulting employees in the European Community, 2002 O.J. (L 80) 29.

იაპონიაში, ზოგადი წესის თანახმად, გაყოფების შედეგად ხდება ვალდებულებების გადაცემა ინდივიდუალური კრედიტორების თანხმობის გარეშე (თუმცა მათ შეუძლიათ, გააპროტესტონ და მიიღონ ანაზღაურება ან აქტივი[162]), მაგრამ თანამშრომლებს აქვთ სპეციალური „ხმის უფლება“ და მათი შრომითი კონტრაქტების გადაცემა ხდება მხოლოდ მათი თანხმობის შემთხვევაში.[163]

7.5 რეინკორპორაცია და გარდაქმნა

კორპორაციის რეგისტრაციის ადგილის ცვლილებამ შესაძლოა, ფუნდამენტურად გარდაქმნას ურთიერთობა სტეიკჰოლდერებს შორის. თუ ახალი რეგისტრაციის ადგილის საკორპორაციო სამართალი არის მენეჯმენტისთვის ან კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერისთვის სასარგებლო, რეგისტრაციის ადგილის ასეთმა გადატანამ შეიძლება გამოიწვიოს მენეჯმენტსა და აქციონერს ან კონტროლის განმახორციელებელ აქციონერსა და უმცირესობაში მყოფ აქციონერთან დაკავშირებით წარმომადგენლობითი პრობლემები. თუ ახალი რეგისტრაციის ადგილის მარეგულირებელი საკორპორაციო სამართლის ნორმები ნაკლებად იცავს სხვა სტეიკჰოლდერების უფლებებს, რეგისტრაციის ადგილის ასეთი გადატანა ნიშნავს, რომ აქციონერებსა და მენეჯერებს კომპანიის ღირებულება მიაქვთ თავის სასარგებლოდ. ამ პრობლემების მოგვარება შესაძლებელია სხვადასხვა მეთოდის გამოყენებით.

გასაანალიზებელია რეგისტრაციის ადგილის შეცვლის მექანიზმი. ყველაზე უფრო მარტივი გზაა კომპანიებისთვის რეგისტრაციის ადგილის იურისდიქციის შეცვლის შესაძლებლობის მიცემა. მაგალითად, კანადაში კორპორაციას, აქციონერთა 2/3-ის თანხმობით, შეუძლია, შეიცვალოს ერთი პროვინციიდან მეორე პროვინციაზე მარეგულირებელი იურისდიქცია (და მისი ყველა უფლება და ვალდებულება) სამართლებრივი ფორმის შენარჩუნებით, იმ ფაქტის გათვალისწინებით, რომ კორპორაცია დარჩება პასუხისმგებელი კრედიტორების წინაშე ახალ იურისდიქციაშიც.[164] როდესაც კორპორაცია ასრულებს ამ მოთხოვნებს, ის უკვე აღარ იქნება, მაგალითად, ონტარიოს კორპორაცია და ხდება ალბერტას ან ფედერალური კორპორაცია. მსგავსი მარტივი, პირდაპირი მიდგომა არის ძალიან იშვიათი.[165]

[162] Arts. 759(2)-(4) and 764(2)-(4) Companies Act.

[163] იხ. Act for the Succession of Employment Contracts in Corporate Divisions (2000) (Japan).

[164] Douglas J. Cumming and Jeffrey G. MacIntosh, *The Rationales Underlying Reincorporation and Implications for Canadian Corporations*, 22 International Review of Law & Economics 277, 279 (2002).

[165] პროცედურა არის გათვალისწინებული ევროპული კომპანიისთვის (იხ. ქვემოთ), რომ გადავიტანოთ ევროპულ იურისდიქციებს შორის. Company Law Review-მ წამოაყენა იდენტური სახის პროცედურა, გაერთიანებულ სამეფოში დარეგისტრირებულ კომპანიებს შესძლებოდათ გაერთიანებული სამეფოს იურისდიქციებსა და გაერთიანებული სამეფოს გარეთ

ყველაზე უფრო გავრცელებული მექანიზმია რეგისტრაციის ადგილის შეცვლა შერწყმის მეშვეობით. მაგალითად, აშშ-ში ამ მექანიზმის მეშვეობით ხშირად ხდება ფუნდამენტური ცვლილებების განხორციელება, კერძოდ, კალიფორნიის კორპორაცია შეიძლება შეერწყას დელავერის კორპორაციას, რაც გამოიხატება კალიფორნიის კორპორაციის შერწყმაში დელავერში დარეგისტრირებულ ახალ შვილობილ კომპანიასთან, რომლის 100%-ის მფლობელიც არის კალიფორნიის კორპორაცია. ტრანსაქციის შედეგად დარჩენილი კომპანია იქნება დელავერის კორპორაცია.[166] კალიფორნიის კორპორაციის აქციონერები, როგორც წესი, იღებენ იმ რაოდენობის წილს დელავერის კორპორაციაში, რაც მანამდე ჰქონდათ კალიფორნიის კორპორაციაში. სხვა ადგილებში რეგისტრაციის ადგილის შესაცვლელად გამოიყენება სქემა, რომელიც მოითხოვს აქციონერებისა და სასამართლოს თანხმობას. [167] დამატებით უნდა აღინიშნოს, რომ რეგისტრაციის ადგილის შესაცვლელად გამოიყენება უფრო კომპლექსური მეთოდებიც, რომლებიც მოიცავს ქონების ან აქციების გასხვისებას, თუმცა ამ მეთოდებს აქვთ სხვა საგადასახადო შედეგები.[168] რეგისტრაციის ადგილის შეცვლის დროს გამოყენებულ შერწყმისას უმცირესობაში მყოფი აქციონერები და სხვა სტეიკჰოლდერები, როგორც წესი, არიან ისე დაცულები, როგორც სხვა შერწყმის გარიგებების დროს.[169]

ევროკავშირის სამართალი აქტიურად უჭერს მხარს რეგისტრაციის ადგილის ცვლილებებს ევროპაში. დღეისათვის რეგისტრაციის ადგილის შესაცვლელად მოქმედებს სამი საშუალება; პირველი და ყველაზე უფრო ბუნდოვანი მეთოდი არის რეინკორპორაცია სხვა ევროპულ იურისდიქციაში რეინკორპორაციის ადგილის იურისდიქციის იდენტური სამართლებრივი ფორმის მქონე საწარმოდ გარდაქმნის მეშვეობით, ევროპული სასამართლოს გადაწყვეტილებების გათვალისწინებით.

ევროპული სასამართლოს (CJEU) ადრეული გადაწყვეტილებები რეგისტრაციის ადგილის ცვლილებების დროს, როგორც წესი, ეხებოდა კომპანი-

რეგისტრაციის ადგილის გადატანა, მაგრამ წინადადება არ იქნა გათვალისწინებული 2006 წლის რეფორმების დროს, როგორც ჩანს, იმიტომ, რომ ხაზინას ეშინოდა გადასახადების დაკარგვისა. იხ. CLR, *Final Report* (2001), ch. 13 (URN 01/942).

[166] იხ. e.g. Ronald J. Gilson, *Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function*, 49 American Journal of Comparative Law 329, 355 n. 90 (2001).

[167] For an account of News Corp's migration from Australia to Delaware by a scheme of arrangement, იხ. Jennifer G. Hill, *Subverting Shareholder Rights: Lessons from News Corp.'s Migration to Delaware*, 63 Vanderbilt Law Review 1 (2010).

[168] For an analysis of the intersection of charter competition and tax considerations, იხ. Mitchell Kane and Edward Rock, *Corporate Taxation and International Charter Competition*, 106 Michigan Law Review 1229 (2008).

[169] თავი 7.4. მიუხედავად ამისა, ასე არ ხდება ევროკავშირში (ანუ ევროკავშირი გამონაკლისია). იხ. თანმდევი ტექსტი notes 180–1.

ების დაფუძნებას,[170] უფრო გვიანდელი გადაწყვეტილებები ეხება შუალედური ცვლილებების მოხდენის შესაძლებლობას. ერთ-ერთი ბოლო ორი გადაწყვეტილების – *Cartesio*[171] და *Vale*[172] – თანახმად, სახელმწიფო, სადაც ხდება კორპორაციის გადატანა, ვალდებულია, შესთავაზოს გარდაქმნის პროცედურები სხვა ქვეყნებში რეგისტრირებულ და დასახელებულ სახელმწიფოში რეგისტრაციის ადგილის გადმოტანის მსურველ კომპანიებს, რაც ამ საწარმოს რეგისტრაციის ადგილის კანონმდებლობის შესაბამისია. ზოგადი თვალსაზრისით, წევრი სახელმწიფო უნდა ითვალისწინებდეს კორპორაციისთვის რეგისტრაციის ადგილის შეცვლის შესაძლებლობას.[173] მიუხედავად ამისა, ეს სფერო დღემდე შედარებით ბუნდოვანია და ელოდება რეალურ პრაქტიკულ მაგალითს.[174]

რეინკორპორაციის მეორე სტრატეგია არის *ევროპის სააქციო საზოგადოების*[175] ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმის გამოყენება, რაც ზოგადი ევროპული კორპორაციული ფორმაა, რომელიც ღიად იძლევა რეგისტრაციის ადგილის შეცვლის შესაძლებლობას სამართლებრივი ფორმის შენარჩუნებასთან ერთად.[176] ევროპის სააქციო საზოგადოების მომწესრიგებელი რეგულაციის მერვე მუხლი ითვალისწინებს უმცირესობაში მყოფი აქციონერების, კრედიტორებისა და თანამშრომლების დაცვის დეტალურ სისტემას.[177] ამჟამად არის ევროპის სააქციო საზოგადოებების უმნიშვნელო რაოდენობა, რომელთა

[170] იხ. on this Wolf-Georg Ringe, *Corporate Mobility in the European Union–a Flash in the Pan? An Empirical Study on the Success of Lawmaking and Regulatory Competition*, 10 European Company & Financial Law Review 230 (2013).

[171] Case C-210/06 *Cartesio Oktató és Szolgáltató bt*, (2008) ECR I-9641.

[172] Case C-378/10 *VALE Építési kft*, ECLI:EU:C:2012:440.

[173] In a first decision, the OLG (Court of Appeal) of Nuremberg accepted these European parameters and allowed a Portuguese company to convert to a German equivalent: OLG Nürnberg, June 19, 2013 – 12 W 520/13, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (NZG) 2014, 349. იხ. also Kammergericht Berlin, March 21, 2016 – 22 W 64/15, NZG 2016, 834.

[174] ამ გაურკვევლობამ მიგვიყვანა სპეციფიკური ევროპული საშუალების გამოყენების გაძლიერებულ მოხოვნებამდე, რაც განკარგავდა საზღვრებს შორის რეგისტრირებული ოფისის გადაწევის საკითხს.

[175] The SE was established by two instruments in 2001: Council Regulation (EC) No 2157/2001 on the Statute for a European Company ("SE Regulation"), and the accompanying Council Directive 2001/86/EC of 8 October 2001 supplementing the Statute for a European company with regard to the involvement of employees ("SE Directive"). It can only be created by either merger, the creation of a holding company, creation of a joint subsidiary, or conversion of an existing company set up under the laws of a member state.

[176] SE Regulation, Arts. 7, 8, and 69. The only downside is that a reincorporation also requires a simultaneous shift in the location of its head office. For the argument that the requirement for the head office to be located in the state of incorporation is in conflict with the right to freedom of establishment created by the European Treaties იხ. Wolf-Georg Ringe, *The European Company Statute in the Context of Freedom of Establishment*, 7 Journal of Corporate Law Studies 185 (2007).

[177] იხ., განსაკუთრებით SE Regulation Art. 8(2), (3), (5), and (7).

მნიშვნელოვან ოდენობას უკვე განხორციელებული აქვს რეგისტრაციის ადგილის ცვლილება.[178]

რეგისტრაციის ადგილის ცვლილების მესამე და საბოლოო გზა არის ევროპული სახელმწიფოთაშორისი შერწყმის დირექტივის გამოყენება.[179] შერწყმის მეშვეობით რეგისტრაციის ადგილის შეცვლის მსგავსად, რომელიც გამოიყენება აშშ-ში, რეგისტრაციის ადგილის შეცვლის მსურველი კომპანია შეიძლება მიუერთდეს უკვე არსებულ კომპანიას ან ახლად შექმნილ შვილობილ კომპანიას იმ ქვეყანაში, სადაც გადააქვთ რეგისტრაციის ადგილი.[180] მაგრამ აშშ-ისგან განსხვავებით და ევროპის სააქციო საზოგადოების სამართლებრივი ჩარჩოს მიხედვით, დირექტივა, შიდასახელმწიფოებრივი შერწყმების დროს არსებული დაცვის მექანიზმებისგან დამატებით ითვალისწინებს აქციონერების, კრედიტორებისა და, განსაკუთრებით, თანამშრომლების ინტერესების დაცვის სხვადასხვა მექანიზმს. რადგან წევრი სახელმწიფოები ერთმანეთისგან მნიშვნელოვნად განსხვავდებიან ნაციონალური სამართლის მოთხოვნების გათვალისწინებით ბორდში თანამშრომლების წარმომადგენლობის მიხედვით, თანამშრომლები, ძირითადად, პრობლემურად მიიჩნევენ რეინკორპორაციას ისეთ სახელმწიფოში, რომელსაც არ ექნება მსგავსი დაცვის მექანიზმი, ან ექნება, მაგრამ აქციონერებისათვის უფრო სუსტი ხასიათის მქონე. ევროპის სააქციო საზოგადოების სამართლებრივი ჩარჩო და CBM დირექტივა აფუძნებენ პრინციპს, რომ რეინკორპორაციამდე არსებული წესები გააგრძელებენ მოქმედებას რეინკორპორაციის შემდეგაც. როდესაც ერთი ან რამდენიმე კომპანია, რომელიც ერთიანდება ან ქმნიან ევროპის სააქციო საზოგადოებას, ექვემდებარებიან თანამშრომლების წარმომადგენლობის მოთხოვნებს ბორდში, ეს მოთხოვნები გადაეცემა ტრანსაქციის შედეგად დარჩენილ ან წარმოქმნილ

[178] 2014 წლისთვის 2100-ზე მეტი ევროპული სააქციო საზოგადოება დარეგისტრირდა ევროპაში, დიდი ოდენობა დარეგისტრირდა ჩეხეთის რესპუბლიკასა და გერმანიაში (ბევრი მათგანი არის ფიქტიური (უმოქმედო) კომპანია). დღეისათვის ჩვენ ვიცით რეგისტრაციის ადგილის ცვლილების 79 წარმატებული შემთხვევის შესახებ, ევროპული სააქციო საზოგადოების რეგულაციის მე-8 მუხლის თანახმად, რაც ყველა ევროპული სააქციო საზოგადოების 4%-ია, მაგრამ იმ ევროპული სააქციო საზოგადოებების 27%-ზე მეტი, რომელთაც ჰყავთ 5 თანამშრომელზე მეტი (289). ეს მონაცემები ეყრდნობა ევროპული სავაჭრო პროფკავშირების ინსტიტუტის ბაზას (http://ecdb.worker-participation.eu/).

[179] Directive 2005/56/EC of 26 October 2005 on cross-border mergers of limited liability companies, 2005 O.J. (L 310) 1 (hereinafter Cross-Border Merger (CBM) Directive). To some extent the CJEU jumped the gun by holding in the *SEVIC* case that Germany violated (what is now) Arts. 49 and 56 TFEU (freedoms of establishment and capital) by permitting the registration of domestic mergers without also permitting equivalent registration of cross-border mergers (Case C-411/03, *SEVIC Systems AG* (2005) ECR I-10805, paras. 16–19).

[180] ევროპული სააქციო საზოგადოებისგან განსხვავებით, ცენტრალური ოფისის გადატანა არ მოითხოვება, თუ ეს არ არის ახალი სახელმწიფოს ნაციონალური სამართლის მოთხოვნა. იხ. John Armour and Wolf-Georg Ringe, *European Company Law 1999–2010: Renaissance and Crisis*, 48 Common Market Law Review 125, 161 ff. (2011); Bech Bruun & Lexidale, Study on the Application of the Cross-Border Mergers Directive, September 2013, Main Findings 23.

კომპანიას, იმ შემთხვევაშიც კი, თუ ახალი რეგისტრაციის ადგილის სახელმწიფო არ ითხოვს ასეთი სახის წარმომადგენლობას.[181]

დარწმუნებით შეიძლება ითქვას, რომ, დირექტივის მიხედვით, ევროპის სააქციო საზოგადოების უსაფრთხო შექმნის სტანდარტები და კომპანიებს შორის სახელმწიფოთაშორისი შერწყმების განხორციელება წარმოადგენენ ზოგად, თუმცა ძლიერ, წესებს, რადგან ისინი შეიძლება მოდიფიცირებულ იქნეს მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ მენეჯმენტი და თანამშრომელთა წარმომადგენლები მოილაპარაკებენ განსხვავებულ გადაჭრის გზებზე რეინკორპორაციის განხორციელებამდე.[182] ასეთი მიდგომის მიზანია, მოახდინოს სახელმწიფოთაშორისი შერწყმების საშუალებით ბორდის ხმის უფლების არსებული მოთხოვნების მნიშვნელობის შემცირების პრევენცია, თუმცა, იმავდროულად, არ გაავრცელოს ეს მოთხოვნები კომპანიებზე, რომლებიც აქამდე არ ექვემდებარებოდნენ ასეთ მოთხოვნებს (მაგალითად, სახელმწიფოთაშორისი შერწყმების დროს, რომელიც აქამდე არ ყოფილა ბორდის წევრი თანამშრომლების კენჭისყრის საგანი). მიუხედავად ამ პოლიტიკისა, გერმანული კომპანიები საკმაოდ მრავლად არიან წარმოდგენილი ევროპის სააქციო საზოგადოებებში, სადაც მოახერხეს ნაციონალური გერმანული კანონმდებლობისთვის დამახასიათებელი თანამშრომელთა წარმომადგენლობის შესახებ სისტემის მოდიფიცირება, მიუხედავად იმისა, რომ ზოგჯერ ვერ უვლიან გვერდს (ან არ აქვთ სურვილი გვერდი აუარონ) თანამშრომელთა მმართველობის ორგანოებში წარმომადგენლობის საკითხს.[183]

[181] Wolf-Georg Ringe, *Mitbestimmungsrechtliche Folgen einer SE-Sitzverlegung*, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 931 (2006). Voice provided otherwise than via board-level influence (prin- cipally via mandatory consultation of employee representatives) is subject to the rules of the jurisdic- tion of the resulting or emerging entity in the case of a cross-border merger and to rules modeled on the European Works Councils Directive (Directive 94/45/EC) in the case of an SE.

[182] ეს აჯამებს ძალიან რთული პირობების ჩამონათვალს (იხ. Paul Davies, *Workers on the Board of the European Company?*, 32 Industrial Law Journal 75 (2003)); და პირობებიც საკუთრივ მცირედით განსხვავდება იმის მიხედვით, ახდენს თუ არა ზეგავლენას რეინკორპორაციაზე ზეგავლენას ევროპული სააქციო საზოგადოების შექმნა ან CBM Directive. შერწყმამდე არსებული ბორდის მორიგება თანამშრომლების წარმომადგენლებთან მნიშვნელოვნად ამცირებს ევროპული სააქციო საზოგადოების შექმნას. დირექტივის ზეგავლენის ქვეშ მოქცეულ შერწყმაში შერწყმის მონაწილე კომპანიებმა შეიძლება აირჩიონ უკან დახევის წესები (fall-back rules) ბორდის მიერ თანამშრომლების წარმომადგენლებთან წარმართულ წარმომადგენლობასთან დაკავშირებით მოლაპარაკების გარეშე. იხ. on the bargaining process and content Horst Eidenmüller, Lars Hornuf, and Markus Reps, *Contracting Employee Involvement: An Analysis of Bargaining over Employee Involvement Rules for a Societas Europaea*, 12 Journal of Corporate Law Studies 201 (2012).

[183] მაგალითად, ბორდის რაოდენობის შემცირება (თავი 3.1), ბორდის უფრო მეტად საერთაშორისო შემადგენლობა ან საშინაო დონეზე წარმომადგენლების რაოდენობის შენარჩუნება (“freezing”) (მაგალითად, გერმანული კომპანია, რომელიც გადალახავს თანამშრომლების ზღვრული ოდენობის ფარგლებს, რაც გამოიწვევს ცვლილებას ერთი მესამედიდან პარიტეტულ წარმომადგენლობამდე და შეეძლება ევროპული სააქციო საზოგადოების შექმნა). იხ. Berndt Keller and Frank Werner, *The Establishment of the European Company: The First Cases from an Industrial Relations Perspective*, 14 European Journal of Industrial Relations 153 (2008).

იურისდიქციებს შორის რეინკორპორაციის გარდა, კომპანიებს, ასევე, შეუძლიათ ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმის შეცვლა ან ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმისა თუ სტრუქტურის გარდაქმნა სტრატეგიის მეშვეობით, რომლის სახელწოდებაა *კონვერსია*. როგორც ეს არის პირველ თავში განხილული, სხვადასხვა ორგანიზაციულ ფორმას შორის შერჩევის შესაძლებლობა არის მოქნილობის ძირითადი ნაწილი, როდესაც მეწარმეებს საკუთარი სპეციფიკური საჭიროების მიხედვით შეუძლიათ, აირჩიონ ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმა და სამართლებრივი რეჟიმი.

მიუხედავად ამისა, შუალედური ცვლილებების განხორციელება კორპორაციის ორგანიზაციულ-სამართლებრივ ფორმასთან დაკავშირებით, ბევრად უფრო კრიტიკულია, ვიდრე ცვლილებების შეტანა სარეგისტრაციო მონაცემებში, რომლებიც, როგორც წესი, ცვლის კორპორაციის განცალკევებულ მახასიათებელს და შესაძლოა, ისეთივე მნიშვნელოვანი იყოს, როგორც რეინკორპორაცია: კონვერსიისა და რეგისტრაციის ადგილის ცვლილების შედეგი არის კანონმდებლობით რეგულირებული ზოგადი და სავალდებულო წესების მნიშვნელოვანი ცვლილებები.

იურისდიქციების უმრავლესობა უფლებას აძლევს კორპორაციებს, გარდაიქმნან სხვა ორგანიზაციულ-სამართლებრივ ფორმებად ლიკვიდაციის გარეშე, თუმცა ასეთი სახის გადაწყვეტილებებს თან უნდა ახლდეს დეტალური შემოწმება. მაგალითად, დელავერი და ბრაზილია კონვერსიების ზედამხედველობასთან დაკავშირებით იყენებენ განსაკუთრებით მკაცრ სტრატეგიას, რაც გამოიხატება აქციონერების მიერ ერთხმად გადაწყვეტილების მიღებაში.[184] მიუხედავად ამისა, არსებობს ამ მკაცრი წესების გარშემოვლის გზებიც. დელავერი უფლებას აძლევს კომპანიებს, მოახდინონ ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმის ცვლილებები შერწყმის მეშვეობით, რომელიც ექცევა შედარებით უფრო მოქნილი სამართლებრივი ზედამხედველობის მექანიზმის ქვეშ, როგორც ეს არის განხილული 7.4 თავში. ბრაზილიური სამართალი უფლებას აძლევს კომპანიებს, უარი თქვან მკაცრ ზოგად საკანონმდებლო წესებზე სარეგისტრაციო განაცხადის მეშვეობით. სხვა იურისდიქციები ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმის ცვლილებას არეგულირებენ სარეგისტრაციო მონაცემების ცვლილების ანალოგიურად, ეყრდნობიან რა ხმის უფლების კომბინირებულ სტრატეგიებს, რაც გამოხატულია დიდი უმრავლესობით გადაწყვეტილების მიღების წესით და ფიდუციური მოვალეობების სასამართლო აღსრულების გზით.[185] მიუხედავად ამისა, ზუსტი კვორუმის ოდენობა, რაც საჭიროა კონვერსიის დამტკიცებისთვის, შესაძლოა, დამოკიდებული იყოს ახალ

[184] DGCL §266; Lei das Sociedades por Ações Art. 221 (requiring unanimous approval as a default rule that can be altered in the charter).

[185] E.g. Umwandlungsgesetz §§226, 240 (Germany), and CA 2006, section 90 (UK) both specify, inter alia, a 75 percent majority requirement for conversions from private to public company.

ორგანიზაციულ-სამართლებრივ ფორმაზე და მის სხვაობაზე არსებულ ბიზნეს-კორპორაციასთან მიმართებით. დელავერის სასამართლო მოითხოვს გამოშვებული აქციების მფლობელთა უმრავლესობის თანხმობას შერწყმის განხორციელებისათვის, რასაც მოჰყვება კონვერსია შეზღუდული პასუხისმგებლობის კომპანიად (limited liability company), მაგრამ გამოშვებული აქციების 2/3-ის თანხმობა კონვერსიის ან შერწყმისთვის საზოგადოებრივი დაინტერესების მქონე კორპორაციაში (public benefit corporation), რაც, როგორც ტერმინი გვეუბნება, წარმოადგენს ისეთ ორგანიზაციულ ფორმას, რომელიც მოითხოვს საზოგადოებრივი სარგებლის მიღწევას მოგების მიღების მიღმა.[186]

7.6 მნიშვნელოვანი ტრანსაქციების ზოგადი პირობები

მიუხედავად გაურკვევლობისა, თუ რომელი კორპორაციული გადაწყვეტილებებია ფუნდამენტური,, გასაგები ხდება, რომ იურისდიქციებს, ნაცვლად ზოგადი წესების შემუშავებისა მნიშვნელოვანი ტრანსაქციების განსაზღვრისათვის, უნდათ გარკვეული სახის გარიგებების ამოღება ბორდის ერთპიროვნული კონტროლიდან. უარყოფითი მხარე ტრანსაქციული მიდგომისა (transaction-by-transaction) არის ის, რომ მათი აცილება ხშირად შეიძლება ისეთი ტრანსაქციის დამტკიცებით, რომელიც რეგულირებადი არ არის და აღწევს იდენტური სახის პრაქტიკულ მიზანს. დარწმუნებით შეიძლება ითქვას, რომ ზოგიერთ იურისდიქციაში გაძლიერებული დირექტორების მოვალეობები მოქმედებს როგორც ზოგადი ძლიერი სტანდარტები ტრანსაქციის სახეებთან მიმართებით. ეს განსაკუთრებით აღსანიშნავია დელავერის შემთხვევაში. მიუხედავად ამისა, სადაც ხმის უფლების მქონე სტრატეგია ითვლება შესაბამისად, ფუნდამენტური კორპორაციული გადაწყვეტილებებისა და ტრანსაქციების იდენტიფიცირების პრობლემა არის განსაკუთრებით სერიოზული.

გერმანიამ და გაერთიანებულმა სამეფომ განავითარეს ზოგადი კრიტერიუმი ისეთი სიტუაციების იდენტიფიცირებისათვის, სადაც აქციონერების თანხმობა ტრანსაქციებისთვის მოითხოვება, თუმცა არა საკანონმდებლო მოქმედებებიდან გამომდინარე.[187] გერმანიაში დოქტრინა განვითარდა გერმანიის ფედერალური სასამართლოს (BGH)) მიერ, მიუხედავად სამეწარმეო სამართალში არსებული პირობისა, რომელიც ზღუდავდა აქციონერების უფ-

[186] DGCL §363. იხ. also Chapter 1.2.5.

[187] The only exception in German law is AktG §179a which requires shareholder approval where the company transfers all of its assets: იხ. note 138. In Italy, some decisions entailing a substantial change of the company's business require shareholder approval: იხ. Art. 2361 Civil Code (acquisition of shareholdings by public companies to be approved whenever it results in a substantial change of a company's business); Art. 2479 Civil Code (in private companies, transactions causing a substantial change in the company's business require shareholder approval; Art. 2473 grants dissenting sharehold- ers appraisal rights as well).

ლებებს სხვადასხვა საკითხთან მიმართებით და სხვაგვარად განსაზღვრავდა, რომ აქციონერთა კრებას შეეძლო, გადაეწყვიტა საკითხები, რომლებიც უკავშირდებოდა კომპანიის მენეჯმენტს, მარტო იმ შემთხვევაში, თუ ბორდი მოითხოვდა. [188]

ცნობილ *Holzmüller*-ის[189] საქმეში, რომელიც შემდგომში იქნა შეზღუდული და უკეთესად ჩამოყალიბებული *Gelatine I*-სა და *II* decisions-ის[190] გადაწყვეტილებებში, BGH-მ მთლიანად შეცვალა დასახელებული პირობა იმ შემთხვევაში, როდესაც საქმე ეხება კომპანიის ძირითადი ბიზნესოპერაციების გასხვისებას ახალი შვილობილი კომპანიის შექმნის გზით. ძირითადად, ეს მოითხოვდა აქციონერების თანხმობას ასეთი რესტრუქტურიზაციისთვის იმ საფუძვლებზე დაყრდნობით, რომ უფლებები, რომლებიც დედა კომპანიის აქციონერებს მანამდე ჰქონდათ დასახელებულ აქტივთან დაკავშირებით, განხორციელებულ უნდა იქნეს მომავალში ახალ შვილობილ კომპანიასთან დაკავშირებით, დედა კომპანიის ბორდის მიერ დამოუკიდებლად, ახალი შვილობილი კომპანიის ერთადერთი აქციონერის წარმომადგენლის მხრიდან.[191] დასახელებულმა გადაწყვეტილებამ გამოიწვია განსაკუთრებული გაურკვევლობა, კერძოდ: როდის შეეძლო მენეჯმენტს კორპორაციული რესტრუქტურიზაციის დროს აქციონერების თანხმობის მოპოვება. მიუხედავად იმისა, რომ *Gelatine*-ს გადაწყვეტილებები, გარკვეულწილად, ზღუდავენ დოქტრინის ფარგლებს კომპანიის ქონების მნიშვნელოვან ნაწილზე, აქციონერთა უფლებების ღირებულებაზე განსაკუთრებით მნიშვნელოვანი ზეგავლენის მოხდენის გზით გაურკვევლობა მაინც არსებობს დოქტრინის ფარგლებთან დაკავშირებით.[192] ფრანკფურტის სააპელაციო სასამართლოს ერთ-ერთი ბოლო გადაწყვეტილებით დამტკიცდა, რომ *Holzmüller*-ის პრინციპი არ ვრცელდება აქტივის მნიშვნელოვანი ნაწილის შეძენაზე.[193]

[188] AktG §119(2).

[189] BGH, Feb. 25, 1982 – II ZR 174/80, BGHZ 83,122.

[190] BGH, Apr. 26, 2004 – II ZR 155/02, BGHZ 159, 30 (Gelatine I) and BGH, Apr. 26, 2004 – II ZR 154/02, ZIP 2004, 1001 (Gelatine II). იხ. generally Marc Löbbe, Corporate Groups: Competences of the Shareholders' Meeting and Minority Protection, 5 German Law Journal 057 (2004).

[191] დედა კომპანიის აქციონერების უპირატესი შესყიდვის უფლებისათვის საფრთხის შექმნამ, ასევე, შეასრულა თავისი როლი, იხ. თავი 7.3.2.

[192] Gelatine-ს ქეისების შედეგებიდან გამომდინარე, ამჟამად ნათელია, რომ, სადაც აქციონერების თანხმობა მოითხოვება, კენჭისყრაში მონაწილეთა ¾-ის თანხმობაა საჭირო კომპანიის სარეგისტრაციო განაცხადში ცვლილების შეტანის ანალოგიის თანახმად: იხ. თავი 7.2. დელავერის სამართლის მიხედვით, აქტივის გადაცემა შვილობილისთვის არ მოითხოვს აქციონერების თანხმობას იმ შემთხვევაშიც კი, თუ ეს მოიცავს მთელ ან თითქმის მთელ ქონებას. DGCL §271(c).

[193] როგორც მინიმუმ, იქ, სადაც სარეგისტრაციო განაცხადი უფლებას აძლევს კომპანიის მენეჯმენტს, რომ განახორციელოს ასეთ შეძენა. იხ. OLG Frankfurt, Dec. 7, 2010 – 5 U 29/10, NZG 2011, 62.

გაერთიანებულ სამეფოში ფინანსური საქმიანობის მარეგულირებლის (Financial Conduct Authority) მნიშვნელოვანი ტრანსაქციების წესები,[194] რომლებიც შეეფარდება კომპანიებს, რომელთაც აქვთ პრემიუმ-ლისტინგი ლონდონის ყველაზე დიდ ბაზარზე, მიზნად იმავეს ისახავენ, თუმცა აღნიშნულს უფრო მექანიკურად აკეთებენ.[195] ძირითადად, განსაზღვრული ზომის ნებისმიერი ტრანსაქცია (კომპანიის ან მისი შვილობილი კომპანიების მიერ) დაკავშირებული საფონდო ბირჟაზე დაშვებულ კომპანიასთან, რომელიც მას წარადგენს, მოითხოვს *ex ante* აქციონერების თანხმობას, გარდა იმ შემთხვევებისა, თუ ეს არის კომპანიის ჩვეულებრივი ბიზნესსაქმიანობის შემადგენელი ნაწილი ან არის დაფინანსებადი ტრანსაქცია, რომელიც არ მოიცავს შეძენას ან კომპანიის განსაზღვრული ოდენობის აქტივის განკარგვას.[196] სავალდებულო ზომა არის 25% ან მეტი ნებისმიერი სავაჭროდ დაშვებული კომპანიის ქონების, მოგების ან მთლიანი კაპიტალისა,

ან, სადაც ტრანსაქციის ღირებულების ანაზღაურება შეადგენს ღია ტიპის კორპორაციის ჩვეულებრივი აქციების 25%-ს ან მეტს.[197]

საფრანგეთი, ზოგადი თვალსაზრისით, არ იყენებს ხმის უფლების სტრატეგიას, თუმცა ბაზრის მარეგულირებელმა შეიძლება მიანიჭოს უმცირესობაში მყოფ აქციონერებს კორპორაციიდან გასვლის უფლება ზემოთ განხილულ პირობებზე დაყრდნობით,[198] ეს არის იმ შემთხვევაში, თუ სავაჭროდ დაშვებული კომპანიის მაკონტროლებლები წინადადებას იძლევიან, გადასცენ ან მოახმარონ მთელი ან თითქმის მთელი ქონება, ან მოახდინონ კომპანიის რეორიენტაცია.[199] ეს, როგორც ჩვენ ვნახეთ, არის პირობების ნაწილი, რომელიც ბაზრის მარეგულირებელს შესაძლებლობას აძლევს, დაიცვას უმცირესობის ინტერესები გამოსყიდვის მოთხოვნით, სადაც უმრავლესობაში მყოფი აქციონერები ითხოვენ ბიზნესისთვის მნიშვნელოვან სამართლებრივ ან ფინანსურ ცვლილებებს კომპანიის სარეგისტრაციო მონაცემებში მნიშვნელოვანი ცვლილებების შეტანის გზით, კომპანიის შერწყმით კონტროლის განმახორციელებლებთან (იგულისხმება უმრავლესობის მქონე აქციონერი, დი-

[194] Listing Rules, chapter 10.

[195] „აღნიშნული თავის მიზანია, განიხილოს ტრანსაქციები, რომლებიც არის სავაჭროდ დაშვებული კომპანიების ჩვეულებრივი ბიზნესსაქმიანობის მიღმა და შეუძლიათ, შეცვალონ ფასიანი ქაღალდების მფლობელის ინტერესი კომპანიის აქტივსა და ვალდებულებებში“. (LR 10.1.4).

[196] LR 10.1.3. On the impact of such rules on share prices, იხ. Marco Becht, Andrea Polo, and Stefano Rossi, Does Mandatory Shareholder Voting Prevent Bad Acquisitions?, 29 Review of Financial Studies 3035 (2016).

[197] LR 10.2.2, 10.5, and 10 Annex 1. A reverse takeover (LR 10.2.3) and an indemnity (LR 10.2.4) are included in the covered transactions in certain circumstances, but the rules can be waived in restricted circumstances if the listed company is in financial difficulty (LR 10.8).

[198] Section 7.2.2.

[199] Art. 236-6 Règlement Général de l’AMF. იხ. Viandier, note 97, at 461–4.

რექტორი ა.შ. მთარგმნელი), კომპანიის მთელი ან თითქმის მთელი ქონების განკარგვის ან ხანგრძლივი დროის განმავლობაში დივიდენდების გადახდის შემცირებით, ასევე, ბიზნესის რეორიენტაციით.[200] ფრანგული მიდგომა, როგორც ასეთი, გარდა მისი განსხვავებული ანაზღაურებისა (remedy), როგორც ჩანს, აღმოჩნდა გერმანულ მიდგომასა, რომელიც ცდილობს ზოგადი პრინციპის იდენტიფიცირებას, და ბრიტანულ მიდგომას შორის, რომლის მიზანია ფინანსური მიჯნების გამოყენება უმცირესობაში მყოფი აქციონერების უფლებების დასაცავად, იმ გარემოებების ჩამონათვალის განსაზღვრით, რომელთა თანახმადაც გამოსყიდვა შეიძლება იქნეს მოთხოვნილი.

7.7 სხვაობები რეგულაციებში ფუნდამენტური ცვლილებების განხორციელებისას

ფუნდამენტური კორპორაციული ცვლილებების განხილვიდან გამომდინარე, ყველაზე უფრო შთამბეჭდავი დასკვნა არის, ზოგადად, მყარ იურისდიქციებში სხვაობის მიგნება კორპორაციული ქმედებების ძირითად ნაწილსა, რისი უფლებამოსილებაც არის ბორდისთვის სრულად დელეგირებული, და კორპორაციული ქმედებების მცირე ნაწილს შორის, რასთან მიმართებითაც ბორდის უფლებამოსილება შეზღუდულია აქციონერების მონაწილეობის ან სხვა პირდაპირი რეგულაციის მოქმედების გამო. როგორც ჩანს, ხმის უფლების სტრატეგია არის ყველაზე უფრო ფართოდ გამოყენებადი მეთოდი, რომლის მიზანია ფუნდამენტურ ცვლილებებთან დაკავშირებული პრობლემების შეზღუდვა და სხვა დამატებითი სტრატეგიები ნაკლებად გამოიყენება. ყველა იურისდიქციაში შერწყმები, სარეგისტრაციო მონაცემებში ცვლილებები, რეინკორპორაციები და გაყოფები რჩება ბორდისათვის უფლებამოსილების (სრულად) დელეგირების მიღმა და მოითხოვს სპეციალური კვორუმის მეშვეობით აქციონერების თანხმობას.[201]

მიუხედავად ფართოდ გავრცელებული კონსენსუსისა, თუ რომელი კორპორაციული ცვლილებების რეგულირება უნდა მოხდეს და რომლის გადაწყვეტის უფლებამოსილება უნდა დარჩეს ბორდს, დასახელებულ საკითხებთან დაკავშირებით მაინც არის სხვაობა იურისდიქციებს შორის. ზოგადად, შეიძლება ითქვას, რომ ამ სხვაობას არ განაპირობებს სხვაობა პრეცედენტულ და სამოქალაქო სამართალს შორის.[202] თუმცა კონტინენტური ევროპული იურის-

[200] იხ. თავები 7.2.2, 7.4.1.2, 7.4.2.2, and 7.4.2.3.1.

[201] შედარებისთვის, არც ერთ იურისდიქციაში არ ხორციელდება კაპიტალის ინვესტიცია კომპანიის პროექტებში ან ვალდებულებების აღება აქციონერების თანხმობით, მიუხედავად ტრანსაქციის სიდიდისა.

[202] სხვაობები, ძირითადად, ეხება ისეთ საკითხს, როგორიცაა ბორდის მიერ ფუნდამენტური ცვლილების ინიცირება ან გადაწყვეტა; კიდევ ერთი სხვაობა გამოიხატება აქციონერების თანხმობის ზღვრულ ოდენობაში (როგორც წესი, მარტივი ან დიდი უმრავლესობით).

დიქციები უფრო ნაკლებად ეყრდნობა სასამართლოს მიერ განმტკიცებულ სტანდარტებს შერწყმების რეგულირებისათვის, ვიდრე ანგლოამერიკული იურისდიქციები. შერწყმის ტრანსაქციები არის უჩვეულო ტრანსაქცია მნიშვნელოვანი კორპორაციული ქმედებების ზოგადი ჯგუფიდან გამომდინარე. ტრანსაქციების მთელი ჯგუფის საფუძველზე შეიძლება ითქვას, რომ საფრანგეთი და გერმანია ისევე ენდობა დასახელებულ სტანდარტებს, როგორც აშშ და გაერთიანებული სამეფო.

მნიშვნელოვანი კორპორაციული ქმედებების რეგულირების სხვაობა ნაშრომში განხილულ იურისდიქციებს შორის უფრო მეტად ეყრდნობა დიდ სხვაობებს მმართველობის სტრუქტურებს შორის, ვიდრე დაყოფას პრეცედენტულ და სამოქალაქო სამართალს შორის. ევროკავშირის სამართალი და, გარკვეულწილად, იაპონური სამართალიც, უფრო დიდ მნიშვნელობას ანიჭებენ კორპორაციული გადაწყვეტილებების რეგულირების დროს მენეჯმენტისა და აქციონერების კონფლიქტს, ვიდრე აშშ-ის იურისდიქციები. ევროპაში აქციონერებმა საკითხების გადაწყვეტისას თანხმობა უნდა მისცენ დროის მოკლე ვადაში (მაგალითად, ნებადართული კაპიტალის განსაზღვრასა ან აქციების გამოსყიდვასთან დაკავშირებით) და მათი თანხმობა გამოიყენება საკითხების უფრო ფართო ჩამონათვალთან დაკავშირებით (მაგალითად, კომპანიის საწესდებო კაპიტალის შემცირება), ვიდრე ეს არის განსაზღვრული აშშ-ში. იაპონიაში აქციონერებმა უნდა დაამტკიცონ დიდი შეძენები, მათ შორის მაშინაც, როცა შემძენი კომპანიები განახორციელებენ შერწყმას, სადაც გამოყენებული იქნება ფულის სანაცვლოდ აქციების შეძენა (cash-out mergers). ევროპელმა აქციონერებმა (გარდა ზემოთ დასახელებული შემთხვევისა იტალიაში) დიდი უმრავლესობის მიერ მიღებული გადაწყვეტილებით, ასევე, შეიძლება წამოიწყონ ორგანული ცვლილებები, მათ შორის შერწყმები და სხვა მნიშვნელოვნი რესტრუქტურიზაციები, მაშინ როდესაც აშშ-ის იურისდიქციებში აქციონერებს შეუძლიათ მხოლოდ დაბლოკონ დასახელებული გარიგებები, მას მერე, რაც ამ ცვლილებებს წარადგენს ბორდი. ბრაზილიური სამართალი უფლებას აძლევს აქციონერების უბრალო უმრავლესობას, წამოიწყონ ფუნდამენტური ცვლილებები, მაშინ როდესაც ეყრდნობა სტანდარტების სტრატეგიას კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერისათვის მდგომარეობის ბოროტად გამოყენების გამო პასუხისმგებლობის დაკისრებასთან დაკავშირებით, თუმცა აღსრულება რჩება პრობლემურ საკითხად.

აქციონერთა საერთო კრების მიერ გადაწყვეტილების მიღების ფართო უფლებამოსილება მნიშვნელოვან კორპორაციულ გადაწყვეტილებებთან დაკავშირებით ევროპასა და ბრაზილიაში გამოხატავს აქციონერების ძლიერ სამართლებრივ პოზიციებს და მათ ლობისტურ შესაძლებლობებს დასახელებულ იურისდიქციებში, რომელიც თავის მხრივ, როგორც აღინიშნა მესამე თავში, გამოხატავს აღიარებულ სხვაობებს საკუთრების სტრუქტურებს შორის.[203]

[203] იხ. თავები: 3.1.1.5, 3.1.2.5 და 3.2.5.

აშშ-ში, სადაც აქციები ფართოდ არის სავაჭროდ დაშვებული და მენეჯმენტი არის გავლენიანი, მხოლოდ ბორდს შეუძლია, ფუნდამენტური ცვლილებების ინიცირება. ევროპაში, სადაც წამყვან ძალას კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერები წარმოადგენენ ან ინსტიტუციური ინვესტორები, როგორც ეს არის გაერთიანებულ სამეფოში, აქციონერებს აქვთ უფრო დიდი ძალაუფლება, მოახდინონ მნიშვნელოვანი ცვლილებები.

მაგრამ, თუ აშშ-ის კანონმდებლობა ნაკლებად იცავს აქციონერებს როგორც მთლიან კლასს, ის სთავაზობს უფრო მეტ დაცულობას უმცირესობაში მყოფ აქციონერებს. როგორც ეს იყო აღნიშნული ზემოთ, ბორდებმა უნდა დაამტკიცონ მნიშვნელოვანი გადაწყვეტილებები აშშ-ში, რაც შედარებით ზღუდავს კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერის უფლებებს. დამატებით, აშშ-იც და იაპონიაც ითვალისწინებენ კორპორაციიდან გასვლის სტრატეგიას უმცირესობაში მყოფი აქციონერებისათვის, რომლებიც ხმას აძლევენ შერწყმის ან (როგორც ეს არის იაპონიაში და აშშ-ის უმრავლესობაში) სხვა მნიშვნელოვანი ტრანსაქციების წინააღმდეგ, საზოგადოების მიერ აქციათა გამოსყიდვის სახით. აშშ-ის იურისდიქციები ასევე ითვალისწინებენ სამართლიანობის ტესტს, რომელიც საჭიროების შემთხვევაში მხარდაჭერილია აქციონერთა კლასობრივი სარჩელით მნიშვნელოვანი ტრანსაქციებისას ისეთ კომპანიებს შორის, რომლებიც კონტროლდება დომინანტი აქციონერის მიერ. შედარებისათვის ევროპული ბორდები, როგორც წესი, არ ზღუდავენ კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერის უფლებებს. საზოგადოების მიერ აქციათა გამოსყიდვის უფლება არის იშვიათი ევროპაში, და აქციონერები, რომელთაც შეაქვთ სარჩელი სტანდარტების დარღვევის გამო, აწყდებიან მნიშვნელოვან სააღსრულებო წინაღობებს.[204] ზოგადად, ევროპული იურისდიქციები ყურადღებას ამახვილებენ მათ უმცირესობაში მყოფი აქციონერების დაცვაზე საწესდებო კაპიტალში ცვლილების შეტანისგან. მაგალითად, განსხვავებით აშშ-ისგან ან იაპონიისგან, ყველა მთავარი ევროპული იურისდიქცია იძლევა უპირატესი შესყიდვის ზოგად უფლებებს ახალი აქციების განთავსების შემთხვევაში.

როგორც ეს ჩანს, სხვაობა იურისდიქციებს შორის ასახავს ტრანსაქციის განხორციელების მოქნილობას იურისდიქციებს შიგნით: აშშ-სა და გაერთიანებულ სამეფოში, სადაც შესაძლებელია სხვადასხვა სახის ალტერნატიული ტრანსაქციის ფორმების გამოყენება იდენტური მიზნის მისაღწევად, იურისდიქციები იძულებულები არიან, მიიღონ *ex post* სტრატეგიები. შედარებისთვის, სადაც ტრანსაქციული მოქნილობა არის უფრო მეტად შეზღუდული, უფრო მეტი რეგულაცია შეიძლება იყოს *ex ante* დანერგილი. მაშინ როდესაც საფრანგეთს, გერმანიას, იტალიას და იაპონიას აქვთ კანონმდებლობით განსაზღვრული შერწყმის დეტალური პროცედურები აქციონერთა ხმის უფლებების დასაცავად, გაერთიანებული სამეფო და აშშ მნიშვნელოვნად არიან დამოკიდებული სასამართლოს მიერ შერწყმების ზოგადი სამართლიანობის სტან-

[204] იხ. თავები: 5.1.5 და 5.2.3.3.

დარტის მიხედვით შემოწმებაზე, და იმავდროულად, გაერთიანებულ სამეფო, ასევე, არეგულირებს შერწყმებს დაუფლების კოდექსში.[205]

ბოლოს, არააქციონერი სტეიკჰოლდერების (სხვა სტეიკჰოლდერების) დაცვა მნიშვნელოვან კორპორაციულ ქმედებებში შეთავაზებულია კორპორაციული მართვის მიერაც. აშშ-ის სამართალთან შედარებით, ჩვენ მიერ განხილული ყველა ძირითადი იურისდიქცია როგორც ზოგადი (კაპიტალის შენარჩუნების წესების შესაბამისად), ასევე, კომპანიების მიერ შერწყმებისა და სხვა მნიშვნელოვანი ცვლილებების დაწყების შედეგად, უფრო მეტად იცავენ კრედიტორების უფლებებს. უფრო მეტიც, არ უნდა იყოს გასაკვირი, რომ ევროკავშირის სამართალი შერწყმებისა და სხვა რესტრუქტურიზაციების დროს უფრო მეტად იცავს თანამშრომელთა უფლებებს, ვიდრე ამას აშშ-ის სამართალი აკეთებს.

[205] იხ. თავი 8, დაუფლების კოდექსის განხილვასთან დაკავშირებით.

8

კონტროლის განმახორციელებელი ტრანსაქციები

პოლ დევისი, კლაუს ჰოპტი, ვოლფ-გეორგ რინგე

8.1 რეგულირების პრობლემები კონტროლის განმახორციელებელ ტრანსაქციებში

ამ თავში ჩვენ განვიხილავთ სამართლებრივ სტრატეგიებს იმ პრობლემების გადასაჭრელად, რომლებიც წარმოიშობა პიროვნების (შემძენის) მცდელობისას, კომპანიის აქციონერებისათვის შეთავაზების მეშვეობით შეიძინოს ხმის უფლებების მქონე აქციების ის რაოდენობა, რაც მას შესაძლებლობას მისცემს, კონტროლი განახორციელოს კომპანიაში.

8.1.1 საკონტროლო (კონტროლის მომპოვებელი) ტრანსაქციები

ამ თავის მიხედვით, კონტროლის მომპოვებელი ტრანსაქცია არის გარიგება, რომელიც დადებულია მესამე მხარეს (შემძენს)[1] და კომპანიის აქციონერებს შორის. რა თქმა უნდა, კონტროლი შეიძლება შეიცვალოს ტრანსაქციის შედეგად, რომელიც დადებულია კომპანიასა და მის აქციონერებს შორის ან ინვესტიციის განმახორციელებელი მესამე მხარის მიერ (იმ შემთხვევაში, როდესაც კომპანია უშვებს ან გამოისყიდის აქციებს, ან მონაწილეობს შერწყმაში). მიუხედავად ამისა, ეს უკანასკნელი ტრანსაქციები შეიძლება გაანალიზებულ იქნეს იმავენაირად, როგორც სხვა კორპორაციული გადაწყვეტილებები, რომლებიც განხილულ იქნა მე-7 თავში. კორპორაციული გადაწყვეტილებების არარსებობა და შემძენის სახით ახალი მოქმედი პირის არსებობა საკონტროლო ტრანსაქციებს აძლევს წარმომადგენლობითი პრობლემების ახალ მახასიათებელს, რომელიც ითვალისწინებს სპეციალურ მოპყრობას.[2]

[1] რა თქმა უნდა, შემძენი შეიძლება იყოს და, როგორც წესი, იქნება სამიზნე კომპანიის აქციონერი, მაგრამ წესები, გარდა აქციონერების ღიაობის წესებისა, არ ამახვილებენ მის აქციონერად ყოფნაზე ყურადღებას. შემძენი კომპანიის მენეჯმენტში შეიძლება წარმოდგენილი იყვნენ სამიზნე კომპანიის მენეჯერები (როგორც MBO-ს დროს). დასახელებული მდგომარეობა ქმნის მნიშვნელოვან წარმომადგენლობით პრობლემებს სამიზნე კომპანიის აქციონერებისათვის, რასაც ქვემოთ შევეხებით.

[2] კონტროლის განმახორციელებელი ტრანსაქციების სპეციალური ხასიათი, ასევე, ასახულია იურისდიქციების დიდ რაოდენობაში, რომელთაც მიღებული აქვთ აღნიშნულის მარეგულირებელი შესაბამისი წესები, განსხვავებული ზოგადი სამეწარმეო სამართლის წესებისგან.

აღიარებულია, რომ შერწყმისა[3] და დაუფლების შეთავაზების შემთხვევაში, სადაც წარმატებული შემძენი კორპორაციიდან განდევნის მოწინააღმდეგე უმცირესობაში მყოფ აქციონერებს, საბოლოო შედეგი ერთმანეთისაგან დიდად არ განსხვავდება. თუმცა, სამართლებრივი ტექნიკის თვალსაზრისით, რომელიც გამოიყენება კონტროლის განხორციელებაზე ზეგავლენის მიზნით, არის მნიშვნელოვანი სხვაობა ამ ორ მექანიზმს შორის. შერწყმა მოიცავს ყველა ჩართული კორპორაციის ბორდისა[4] და აქციონერების მიერ კორპორაციული გადაწყვეტილებების მიღებას. შედარებისთვის, საკონტროლო ტრანსაქციებზე ზეგავლენას ახდენენ შემძენსა და აქციონერებს შორის დადებული კერძო ხელშეკრულებები. მიუხედავად ამისა, როგორც მინიმუმ, მეგობრულ შეძენებში შემძენს აქვს თავისუფალი ნება, ჩამოაყალიბოს შეთავაზება როგორც სახელშეკრულებო შეთავაზება ან როგორც შერწყმის წინადადება. ეს წარმოშობს კითხვას რეგულირების ქვემდებარეობასთან დაკავშირებით, კერძოდ, საკონტროლო ტრანსაქციები უნდა დარეგულირდეს შერწყმის რეგულაციების ანალოგიურად, თუ უნდა ჩაითვალოს ცალკე დასარეგულირებელ საკითხებად.[5]

საკონტროლო ტრანსაქციები შეიძლება ჩამოყალიბდეს სხვადასხვა ფორმით: კერძო კონტრაქტები ერთ ან მნიშვნელოვან აქციონერთა მცირერიცხოვან ჯგუფებთან (კონტროლის გასხვისება); აქციების შეძენა ბაზარზე ან ზოგადი და საჯარო შეთავაზება სამიზნე კომპანიის ყველა აქციონერისათვის.[6] საჯარო შეთავაზება შეიძლება იყოს მეგობრული (ე.ი. მხარდაჭერილი სამიზნე კომპანიის მენეჯმენტის მიერ) ან მტრული (ე.ი. გაკეთებული სამიზნე კომპანიის მენეჯმენტის გვერდის ავლით სამიზნე კომპანიის აქციონერებისათვის).[7]

[3] იხ. თავი 7.4.

[4] სადაც შერწყმა განხორციელებულია იმისათვის, რომ იმოქმედოს როგორც შეთავაზების შემდგომი აქციონერების კორპორაციიდან განდევნის საშუალება. აქციონერების ხმა შეიძლება თავიდან იქნეს მოცილებული. იხ. თავი 8.3.5.

[5] თუ არჩევანია კონტროლის ტრანსაქციების განსხვავებულად რეგულირება, საპირისპირო კითხვა აღმოცენდება: უნდა დაემატოს თუ არა კონტროლის ტრანსაქციის რეგულირება შერწყმის რეგულირებას, რათა მოხდეს გადამყიდველობის პრევენცია? გაერთიანებულ სამეფოსა და ქვეყნებში, სადაც მისდევენ მის რეგულაციებს, კონტროლის ტრანსაქციების რეგულირებები არის ფართო და შესაძლებლობის შემთხვევაში დამატებით არეგულირებს შერწყმებსაც. (The Panel on Takeovers and Mergers, The Takeover Code (11th edn., 2013) §A3(b) and Appendix 7–hereafter "Takeover Code"). But in most jurisdictions the regulation of takeovers is confined to control shifts. Thus, Art. 2(1)(a) Directive of the European Parliament and of the Council on Takeover Bids, 2004/25/EC, 2004 O.J. (L 142) 12 (hereafter "Takeover Directive") excludes statutory mergers.

[6] აღძრავს თუ არა დასახელებული შეძენის სამი სტრატეგია იდენტური ხასიათის რეგულაციურ პრობლემებს, არის მნიშვნელოვანი დებატების საგანი. იხ. ციტირება 144.

[7] რა თქმა უნდა, ბორდის გადაწყვეტილება, გაუწიოს თუ არა რეკომენდაცია შეთავაზებას დასაწყისში თუ პირველად მტრული შეთავაზების მიმდინარეობისას, ხშირად შეფასებული იქნება, შემძენის შანსებიდან გამომდინარე – მიაღწევს თუ არა წარმატებას მტრული შეთავაზების დროს. ზოგჯერ რთულია განსაზღვრა, კონკრეტული შეთავაზება მტრულია თუ მეგობრული, თუმცა კითხვა უნდა დავსვათ: როგორ არეგულირებს კონკრეტული სისტემა მტრულ შეთავაზებებს მათი განსაკუთრებული მნიშვნელობებიდან გამომდინარე? იხ. თავი 8.2.1.

შეძენის სამი მეთოდიდან მეორეს და მესამეს აადვილებს სამიზნე კომპანიის აქციების საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვება. ამ მიზეზებიდან გამომდინარე, კომპანიები, რომელთა აქციები სავაჭროდ არის დაშვებული საფონდო ბირჟაზე, წინამდებარე ქვეთავის განსაკუთრებული ყურადღების ობიექტია. ფაქტობრივად, საკონტროლო ტრანსაქციებისათვის დამახასიათებელი კანონმდებლობა, როგორც წესი, (თუ ყოველთვის არა) შეზღუდულია კომპანიებით, რომლებიც ვაჭრობენ აქციებით საფონდო ბირჟაზე (ან საფონდო ბირჟის მსგავს სხვა საჯარო ბაზრებზე, მაგალითად, როგორებიცაა ბაზრები, სადაც დიდი კომპანიების აქციებით მიდის ვაჭრობა).[8] არა მხოლოდ რთულია მტრული შეძენის ორგანიზება ყველგან, გარდა სავაჭროდ დაშვებული აქციების მქონე კომპანიებისა, არამედ აქციონერთა წარმომადგენლობითი და კოორდინირების პრობლემები ნაკლებად არის შესამჩნევი კომპანიებში, რომელთაც ჰყავთ ცოტა აქციონერი. მიუხედავად ამისა, საკონტროლო ტრანსაქციები არ იზღუდება საჯარო კომპანიებით და ჩვენ მივუთითებთ იმ კომპანიებზე, რომლებიც არ ვაჭრობენ აქციებით. იურისდიქციებში, რომლებიც უფრო მეტად ეყრდნობიან ზოგად კორპორაციულ სტანდარტებს, მაგალითად, ფიდუციურ მოვალეობებს, ვიდრე წესებს, რომლებიც დამახასიათებელია საკონტროლო ტრანსაქციებისათვის და რომელთა მიზანია სამიზნე კორპორაციის მენეჯმენტის ან სამიზნე კორპორაციის კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერების ქცევის რეგულირება, დასახელებული სტანდარტების შეფარდება იმ კომპანიების, რომლებიც არ ვაჭრობენ აქციებით საფონდო ბირჟაზე, მენეჯმენტის და აქციონერებისათვის, არ წარმოშობს რთულ შემზღუდავ საკითხებს.[9]

უკანასკნელი ათწლეულების განმავლობაში გლობალური დაუფლების ბაზარი მყარად იზრდება, სადაც გამონაკლისი იყო 2001 წლის დოტკომის (*2001 Dotcom bubble burst*) და 2008-2009 წლების ფინანსური კრიზისი.[10] დაუფლების ბაზარი გამოვიდა უკანასკნელი კრიზისიდან.[11] ტრადიციულად, აშშ-სა და გაერთიანებულ სამეფოს აქვთ ყველაზე უფრო აქტიური დაუფლების ბაზარი, მაშინ, როდესაც დაუფლებები არის იშვიათი კონტინენტურ ევროპაში განვითარებად ბაზრებსა და იაპონიაში. ემპირიული კვლევები ადას-

[8] შესაბამისად, დაუფლების დირექტივა შეეფარდება მხოლოდ იმ კომპანიებს, რომლებიც ვაჭრობენ აქციებით რეგულირებად ბაზრებზე (Art. 1(1)). შედარებისთვის, გაერთიანებული სამეფოს დაუფლების კოდექსი შეეფარდება ყველა კომპანიას, რომელსაც შეუძლია, შესთავაზოს საჯაროდ საკუთარი აქციები, და ასევე, დახურულ კომპანიებსაც, სადაც არის საჯარო ვაჭრობის ანალოგები (დაუფლების კოდექსი, §A3(a)).

[9] იხ. თავი 8.4.1. აშშ-ის წესების განხილვისთვის, რომელიც ეხება კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერების მიერ აქციების ქონების გამფლანგველებისთვის მიყიდვას.

[10] For recent analyses, იხ. Marina Martynova and Luc Renneboog, The Performance of the European Market for Corporate Control: Evidence from the Fifth Takeover Wave, 17 European Financial Management 208 (2011); Marccus Partners, External Study on the application of the Directive on takeover bids, section IV (2012).

[11] Arash Massoudi and Ed Hammond, Hostile Bids Reach 14-Year High, Financial Times, 9 June 2014, at 3.

ტურებენ, რომ დაუფლებები, როგორც წესი, მოგებიანია სამიზნე კომპანიის აქციონერებისათვის,[12] მაშინ, როდესაც შემძენის აქციის ფასი ხშირად არ ექცევა შეთავაზების გავლენის ქვეშ, ან პირიქით, შეიძლება დაზარალდეს.[13] მთლიანობაში, მიუხედავად ამისა, დაუფლებები, როგორც ჩანს, ქმნიან ღირებულებას, ერთად აღებული, ორივე ჯგუფისთვის.[14] მიუხედავად ამისა, თუ განვიხილავთ მხოლოდ შემძენის პერსპექტივიდან, რეტროსპექტიულად უამრავი შეძენა აღმოჩნდა ეკონომიკურად წაგებიანი. ეს ბადებს კითხვას, თუ რატომ ხორციელდება დაუფლებები.[15] საკითხი არ დგას, რომელი საკონტროლო ტრანსაქცია უნდა დაარეგულიროს წესებმა.[16] გამონაკლისი შემთხვევების გარდა, შემძენი კომპანიის მენეჯმენტისა და აქციონერების ურთიერთობა, როგორც წესი, რჩება, ზოგადად, კორპორაციული მართვის წესების რეგულირების ქვეშ.[17] მიუხედავად ამისა, დაუფლებებთან დაკავშირებული სკეპტიციზმი ან ენთუზიაზმი აღბეჭდილია დაუფლების მარეგულირებელ წესებში, იმ ფარგლებში, რა მასშტაბითაც ხდება მტრული დაუფლებების განხორციელების ხელშეწყობა.

8.1.2 წარმომადგენლობისა და კოორდინაციის საკითხები

მსოფლიო მასშტაბით დაუფლების კანონმდებლობა ცდილობს ორი ძირითადი საკითხის გადაწყვეტას: წარმომადგენლობითი პრობლემების, განსაკუთრებით სამიზნე კომპანიის შიგნით, და კოორდინაციის პრობლემების,

[12] Roberta Romano, A Guide to Takeovers: Theory, Evidence, and Regulation, 9 Yale Journal on Regulation 119, 122 (1992); Marina Martynova and Luc Renneboog, A Century of Corporate Takeovers: What Have We Learned and Where Do We Stand?, 32 Journal of Banking & Finance 2148, 2153 (2008); Klaus J. Hopt, Takeover Defenses in Europe: A Comparative, Theoretical and Policy Analysis, 20 Columbia Journal of European Law 249, 252 (2014).

[13] Jarrad Harford, Mark Humphery-Jenner, and Ronan Powell, The Sources of Value Destruction in Acquisitions by Entrenched Managers, 106 Journal of Financial Economics 247 (2012). იხ., with further references, Klaus J. Hopt, European Takeover Reform of 2012/2013–Time to Re-examine the Mandatory Bid, 15 European Business Organization Law Review 143, 150 (2014).

[14] B. Espen Eckbo, Corporate Takeovers and Economic Efficiency, 6 Annual Review of Financial Economics 51, 67 (2014). იხ. also Martynova and Renneboog, note 12, at 2164.

[15] რამდენიმე ახსნა არის წინა პლანზე წამოწეული: პირველი, მენეჯერები შეიძლება იყვნენ ზედმეტად ოპტიმისტურები, ნაკლებად აფასებდნენ ხარჯებს, წარმატების შესაძლებლობას და კომპრომისებს, რომლებიც საჭიროა შეთავაზების პროცესის დროს; მეორე, შემძენი კომპანიის მენეჯმენტმა შეიძლება განზრახ დაიწყოს არამოგებიანი დაუფლების განხორციელება, ოპორტუნისტული მიზნებიდან გამომდინარე; და მესამე, ტრანსაქცია შეიძლება მოგებიანი იყოს მთელი ჯგუფისთვის და არა მხოლოდ ინდივიდუალურად შემძენი კომპანიისთვის. იხ. also Hopt, note 13, at 150.

[16] უკანასკნელი კვლევები ადასტურებს, რომ აქციონერების თანხმობის მოთხოვნამ შემძენ კომპანიაში შეიძლება მოაგვაროს დასახელებული პრობლემები. იხ. Marco Becht, Andrea Polo, and Stefano Rossi, Does Mandatory Shareholder Voting Prevent Bad Acquisitions?, 29 Review of Financial Studies 3035 (2016).

[17] იხ. თავი 7.6.

სამიზნე კომპანიის აქციონერებს შორის. აღნიშნული პრობლემების სპეციფიკურობა განპირობებულია სამიზნე კომპანიაზე ერთი აქციონერის მიერ კონტროლის განხორციელებით ან კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერის არარსებობით; და, როგორც წესი, ეს რეგულაციები მოწოდებულია, ასახოს ეს სხვაობები ტიპური ან დომინირებადი საკუთრების საკანონმდებლო სტანდარტის მეშვეობით – აცნობიერებენ რა სხვადასხვა იურისდიქციაში წარმოდგენილ კომპანიათა მრავალფეროვნებას საკუთრების უფლების კონცენტრაციის მიხედვით.

8.1.2.1 წარმომადგენლობითი კონფლიქტი

განვიხილოთ თავდაპირველად წარმომადგენლობითი კონფლიქტი. როდესაც არ არსებობენ კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერები სამიზნე კომპანიაში, ძირითადი აქცენტის გადატანა ხდება წარმომადგენლობით ურთიერთობაზე – ეს არის ურთიერთობა ბორდსა და აქციონერებს, როგორც კლასს, შორის. შეთავაზების განხორციელებამდე, სავარაუდოდ, კომპანიის დე-ფაქტო კონტროლი იყო სამიზნე კომპანიის ბორდის, ხოლო დაუფლების შემდეგ კონტროლი გადავიდა ბორდიდან შემძენ კომპანიაზე. შესაბამისად, სახეზეა სხვაობა ბიზნესსაქმიანობის განმახორციელებელ მხარეებს შორის, კერძოდ, ერთ შემთხვევაში ბიზნესსაქმიანობის შედეგად ხდება კონტროლის გადაცემის გამოწვევა (შემძენი კომპანია და სამიზნე კომპანიის აქციონერები), ხოლო მეორე შემთხვევაში პირდაპირი კონტროლის გადაცემა (შემძენი კომპანია და სამიზნე კომპანიის ბორდი).

ზუსტად ეს არის ის სხვაობა, რომელიც წარმოშობს წარმომადგენლობით საკითხებს, რაც უნდა გადაიჭრას. აქციონერის თვალთახედვიდან გამომდინარე, საკონტროლო ტრანსაქცია შეიძლება ზრდიდეს სიმდიდრეს, მაგრამ ემუქრება სამუშაო ადგილების სიმყარეს და არსებული უმაღლესი მენეჯმენტის ბენეფიტებს. აქედან გამომდინარე, სამიზნე კომპანიის არსებულ მენეჯმენტს შეიძლება ჰქონდეს მოტივაცია, რომ დაბლოკოს კონტროლის ასეთი სახით გადაცემები სხვადასხვა თავდაცვითი ღონისძიების დანერგვით. ისინი შეიძლება შეეცადონ, რომ გახადონ სამიზნე კომპანია ნაკლებად მიმზიდველი შემძენისთვის, ან მოახდინონ აქციონერებისათვის შეძენის შესახებ შეთავაზების პრევენცია.

დასახელებული ქმედებები შეიძლება იყოს უამრავი სახის, თუმცა ძირითადი კატეგორიები არის შემდეგი: 1) სამიზნე კომპანიის აქციათა „ჩამკეტი“ (დომინანტი) რაოდენობის მოთავსება იმ პირების ხელში, რომლებიც არ მიიღებენ მტრულ შეთავაზებას; 2) აქციონერთა და კრედიტორთა უფლებრივი მდგომარეობის ჩამოყალიბება აქციონერის დამატებითი უფლების („მოწამლული აბების“) მეშვეობით; 3) სტრატეგიული აქტივის დაცვა წარმატებული შემძენის წვდომის არეალიდან.

მეორე მხრივ, ტრანსაქცია შეიძლება არ ზრდიდეს აქციონერების ქონებას, მაგრამ არსებულმა მენეჯმენტმა მაინც მხარი დაუჭიროს მას აქციონერების წინაშე, რადგან მენეჯმენტის მიზანია, მიიღოს მოგება საკონტროლო ტრანსაქციიდან სამუშაო ადგილის დაკარგვის სანაცვლოდ მიღებული მნიშვნელოვანი კომპენსაციით, ან იყოს შემძენი ჯგუფის წარმომადგენელი. არსებულმა მენეჯმენტმა შეიძლება გამოიყენოს თავისი გავლენა აქციონერებში, ან კომპანიის შესახებ თავისი ცოდნა, რათა მხარი დაუჭიროს აქციონერების წინაშე კონკრეტულ შეთავაზებას, ან, კონკურენტული შეთავაზებების არსებობის შემთხვევაში, მხარი დაუჭიროს ერთ შეთავაზებას მეორის საწინააღმდეგოდ.

სამიზნე კომპანიები კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერების მონაწილეობით ვერ არიდებენ თავს მენეჯერულ წარმომადგენლობით ხარჯს. კონტროლის განმახორციელებლებისა და სამიზნე კომპანიის სხვა აქციონერებს შორის არსებული წარმომადგენლობითი ურთიერთობა უნდა გახდეს რეგულირების საგანი. კონტროლის განმახორციელებელმა აქციონერმა შეიძლება სცადოს არსებული აქციის პროპორციულ ღირებულებაზე უფრო მეტი ოდენობის ღირებულების მოპოვება, ან მოიპოვოს ახალი კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერის მიერ მომავალში უმცირესობაში მყოფი აქციონერების მიმართ ოპორტუნისტული ქცევის ღირებულების შესაბამისი ფასი. ეს განსაკუთრებით მაშინ, როდესაც სამიზნე კომპანიის შეძენის შედეგად კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერი ხდება ისეთი კორპორაციული ჯგუფის წევრი, სადაც სამიზნის მიერ წარსულში გამოკვლეული ბიზნესშესაძლებლობები შეიძლება გადაეცეს ჯგუფის სხვა წევრ კომპანიებს. კანონს შეუძლია ამ პრობლემის გადაჭრა არსებული კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერის მიერ გაყიდვის შესახებ მიღებულ გადაწყვეტილებაზე კონცენტრირების გზით, შემძენის მიერ მოპოვებული საკონტროლო პაკეტის პირობების საფუძველზე ან ახალი მაკონტროლებლის მიერ სამიზნის საქმეების წარმართვიდან გამომდინარე. ამ უკანასკნელი შემთხვევის განხორციელება დამოკიდებული იქნება ზოგადი სამართლებრივი სტრატეგიების მეშვეობით კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერების შეზღუდვაზე, მათ შორის კორპორაციული ჯგუფების სამართლის მეშვეობით.[18] პირველი და მეორე შემთხვევები მიუთითებენ ისეთ სამართლებრივ სტრატეგიებზე, რომლებიც სპეციალურად ეხებიან საკონტროლო ტრანსაქციას, თუმცა ეს სტრატეგიები შეიძლება იყვნენ მრავალფეროვანნი, მათ შორის მოიცავდნენ უმცირესობის მიერ საზოგადოების მიერ აქციათა გამოსყიდვის უფლებას კონტროლის შეცვლის შემთხვევაში.[19]

შედარებისთვის, დაუფლების წესები ხშირად არ ეხება წარმომადგენლობით პრობლემებს, რომლებიც აღმოცენდება შემძენი კომპანიის აქციონერებსა და მენეჯმენტს შორის სამიზნე კომპანიის შეძენასთან მიმართებით; და ჩვენ

[18] იხ. თავი 6.2.5.3.

[19] იხ. თავი 8.3.4.

გავყვებით აღნიშნულ გზამკვლევს ამ თავში. ეს საკითხი არის მაგალითი იმ ზოგადი წარმომადგენლობითი პრობლემებისა, რომლებიც არსებობს აქციონერებსა (და კრედიტორებსა) და ბორდს შორის კორპორაციული სტრატეგიის განსაზღვრის თვალსაზრისით, რაც სრულად იქნა განხილული წინა თავებში.[20] მიუხედავად ამისა, წინამდებარე თავისთვის მნიშვნელოვანია განვიხილოთ რეგულაციის ის მასშტაბი, რომელიც, როგორც ჩანს, შემუშავებულია, რათა გადაიჭრას სამიზნე კომპანიის აქციონერთა წარმომადგენლობითი და კოორდინირების ხარჯები, რომლებიც ზეგავლენას ახდენენ პოტენციური შემძენების მიერ შეძენის შეთავაზებაზე.

8.1.2.2 კოორდინირების პრობლემები

წესებმა, რომლებიც მართავენ საკონტროლო ტრანსაქციებს, უნდა გადაჭრან სამიზნე აქციონერების კოორდინირების პრობლემები. კერძოდ, შემძენმა შეიძლება დაარწმუნოს უმცირესობაში მყოფი აქციონერები, რომ მიიღონ შეთავაზება, რომელიც ნაკლებად ოპტიმალურია. რამდენიმე გზა არსებობს ამ საკითხის განხორციელებისათვის,[21] მაგრამ, ძირითადად, ეს გზები დამყარებულია ინფორმაციის ასიმეტრიულობაზე, შეთავაზების მიღების გადაჭარბებულ ზეწოლაზე ან სამიზნე კომპანიის აქციონერებთან არათანაბარ მოპყრობაზე.

იმ შემთხვევაში, როდესაც სამიზნე კომპანია კონტროლდება კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერის მიერ, იმავე სახის პრობლემა წარმოიშობა დანარჩენი აქციონერებისათვის შემძენსა და კონტროლის განმახორციელებელ აქციონერთან მიმართებით.

8.1.2.3 სხვა სტეიკჰოლდერების წარმომადგენლობითი პრობლემები

მიუხედავად იმისა, თუ როგორ არის გადანაწილებული წილობრივი საკუთრება სამიზნე კომპანიაში, წარმომადგენლობითი პრობლემები წარმოიშობა შემძენსა და სხვა სტეიკჰოლდერებს, განსაკუთრებით თანამშრომლებს, შორის. მართლაც, მეცნიერთა ნაწილი ფიქრობს, რომ შემძენთა მოგების მნიშვნელოვან ნაწილს შეადგენს შეძენის შედეგად სტეიკჰოლდერების სხვა ჯგუფიდან, განსაკუთრებით თანამშრომლებიდან, სამიზნის სიმდიდრის შემძენებისთვის გადაცემა.[22]

ზოგადი თვალსაზრისით, დაუფლების რეგულაციებზე პასუხი შეიძლება ჩამოყალიბდეს სამ ჯგუფად: პირველი, იმ იურისდიქციებს, რომლებიც სამიზნე კომპანიის აქციონერებს აღჭურვავენ შეთავაზების დამტკიცების ექსკლუზიური

[20] იხ. თავები: 3, 5 და 7 (განსაკუთრებით 7.6 ქვეთავი).

[21] იხ. თავი 8.3.

[22] Margaret M. Blair, Ownership and Control (1995); Andrei Shleifer and Lawrence H. Summers, Breach of Trust in Hostile Takeovers, in Corporate Takeovers: Causes and Consequences 33 (Alan J. Auerbach ed., 1988).

უფლებამოსილებით, უჭირთ, დასახელებულ მექანიზმში გაითვალისწინონ სხვა სტეიკჰოლდერების ინტერესების დამცველი მნიშვნელოვანი მეთოდები, გარდა ინფორმაციის ღიაობისა.[23] ეს სტრატეგია არის აქტიურად მიღებული დაუფლების დირექტივის მიერ, მაგრამ ღიაობის ვალდებულება მოწყვეტილია საკორპორაციო სამართლის სხვა ნორმებს და მისი არსებობა დამოკიდებულია საკორპორაციო სამართლის მიღმა არსებულ წესებსა და ინსტიტუტებზე. ზოგიერთ იურისდიქციაში ასეთი სტრუქტურები, – როგორც წესი, დასაქმებულთა საბჭოების სახით, – არსებობენ და შეიძლება შეიქმნან დაუფლების პროცესის მიმდინარეობისას ნაციონალური კანონმდებლობის მიერ. დაუფლების სამართლის უკანასკნელმა რეფორმამ საფრანგეთში გააძლიერა სამიზნე კომპანიის თანამშრომლების ინფორმაციის მიღების უფლებები იმ ზომით, რომ ამ პროცედურამ შეიძლება მნიშვნელოვნად გაართულოს შეთავაზების მექანიზმი.[24] ბოლო ცვლილებებმა გაერთიანებული სამეფოს კოდექსში გააუმჯობესა ღიაობა, მონიტორინგი და დაუფლების საბჭოების მიერ შემძენის მხრიდან (ხოლო იშვიათ შემთხვევაში სამიზნის მხრიდან) დაუფლების პროცესში დაფიქსირებული პირობის, რომელიც მიმართულია სხვა სტეიკჰოლდერების ინტერესების დასაცავად, აღსრულება.[25]

მიუხედავად იმისა, რომ ბორდს დაუფლების პროცესში აქვს მნიშვნელოვანი როლი, მეორე პრობლემად შეიძლება გამოხატულ იქნეს სამიზნე კომპანიის მენეჯმენტის დარჩენა, სხვა სტეიკჰოლდერების ინტერესების გამომხატველი წარმომადგენლების სახით. შესაბამისად, აშშ-ში სახელმწიფოს ერთი პოპულარული დაუფლების საწინააღმდეგო კანონი (ე.წ. „სტეიკჰოლდერების კანონი“ “constituency statute”) ზრდის სტეიკჰოლდერების ჩამონათვალს აქციონერების მიღმა, რომლის მხედველობაში მიღებაც მენეჯმენტს ევალება, როდესაც პასუხობს დაუფლების შეთავაზებებს.[26] მიუხედავად ამისა, საეჭვოა, რომ დირექტორების გათავისუფლება აქციონერების წინაშე პასუხისმგებლობისგან, თუ ისინი მოქმედებენ სხვა სტეიკჰოლდერების ინტერესების დასაცავად, აძლიერებს სხვა რამეს, თუ არა დაინტერესებულ მოქმედებას სამიზნე

[23] რა თქმა უნდა, აქციონერების მიღმა არსებული სტეიკჰოლდერების ინტერესები შეიძლება დაცულ იქნეს იმ მექანიზმების გამოყენებით, რომლებიც არსებობს სამეწარმეო სამართალს მიღმა, და რომლებიც ეხება კონტროლის ცვლილების ზოგიერთ შედეგს, მაგალითად, კონსულტაციების განხორციელებას თანამშრომლების გათავისუფლებასთან დაკავშირებით. იხ. თავი 7.4.3.2.

[24] The Loi “Florange” No. 2014-384 of 29 March 2014 requires consultation over the bid itself between the CEO of the target and the works council (Code du travail, Arts. L. 2323-21 to L. 2323- 24). The board of directors cannot issue a recommendation before the works council does, which may significantly slow down the process and even discourage takeover bids.

[25] New Rules 19.7 and 19.8. The background is non-compliance with such promises in the past.

[26] იხ. e.g. §717(b) New York Business Corporation Law. To the extent it applies, section 172 Companies Act 2006 (UK) is another good example.

კომპანიის მენეჯმენტის მხრიდან. რაც უფრო დიდია ინტერესთა მასშტაბი, რომლის მხედველობაში მიღების ვალდებულებაც აქვთ დირექტორებს, როდესაც ახორციელებენ საკუთარ დისკრეციულ უფლებამოსილებას, მით უფრო რთული იქნება იმის დამტკიცება, რომ რომელიმე კონკრეტულ შემთხვევაში დასახელებული სტანდარტი დაირღვა. თუ ეს არის სწორი ანალიზი, სხვა სტეიკჰოლდერები ბენეფიტს მიიღებენ იმ შემთხვევაში, თუ მათი ინტერესები დაკავშირებულია სამიზნე კომპანიის ბორდის ინტერესებთან.[27]

მესამე პრობლემა მოიცავს სხვა სტეიკჰოლდერებისათვის ხმის უფლების მიცემას, თუმცა, პრაქტიკული თვალსაზრისით, იურისდიქციები იმ შემთხვევაში იყენებენ ამ სტრატეგიას, თუ ეს უკავშირდება დასაქმებულების ინტერესებს. იმ იურისდიქციებში (განსაკუთრებით გერმანიაში), სადაც სამეწარმეო სამართალი მნიშვნელოვანწილად გამოიყენება თანამშრომლებთან ხელშეკრულების დადების რეგულირების პროცესის მიზნებისთვის,[28] დასაქმებულების წარმომადგენლების მონაწილეობამ სამეთვალყურეო საბჭოში და აქციონერების პირდაპირი ზეგავლენისაგან დირექტორების გამიჯვნამ (დაცვა), შეიძლება საშუალება მისცეს ასეთ წარმომადგენლებს, შეიტანონ მნიშვნელოვანი წვლილი დაუფლების შესახებ გადაწყვეტილებების მიღებაში, იმ ზომამდეც კი, რომ დაუფლების შესახებ გადაწყვეტილებების მიღება რთული გახდეს თანამშრომელთა წარმომადგენლების თანხმობის გარეშე.[29]

კრედიტორები, ისევე, როგორც თანამშრომლები, შეიძლება აღმოჩნდნენ წაგებიან პოზიციაში დაუფლების შემდგომი კომპანიის რისკების განსაზღვრის თვალსაზრისით, რაც შეიძლება განპირობებული იყოს შეთავაზების მოზიდული საინვესტიციო ღირებულებით. ხანგრძლივმოქმედ პერსპექტივაზე ორიენტირებულ მსესხებლებს საკუთარი თავი დაცული აქვთ სახელშეკრულებო პირობებით, მაგალითად, „რისკის შემთხვევაში“ (event risk).[30] ასეთი სახის დაცვის ღონისძიებები შეიძლება ყოველთვის არ გამოდგეს კრედიტორების დაცვის საშუალებად, მაგრამ ნახევრად ომპტიმალური სახელშეკრულებო დაცვა არის, როგორც წესი, მოლაპარაკებების შემადგენელი ნაწილი. შესაბამისად, კრედიტორების წარმომადგენლობითი ხარჯები, როგორც წესი, არ არის გათვალისწინებული კონტროლის შეცვლის წესებში.[31]

[27] იხ. also Mark J. Roe, Political Determinants of Corporate Governance 45 (2002) (თანამშრომლების გავლენა არის არაპირდაპირი და სუსტი, constituency statutes being made by and for managers).

[28] იხ. თავი 4.2.1.

[29] გერმანული სამართალი *დე-ფაქტო* არ ითვალისწინებს დაუფლების დირექტივის ბორდის ნეიტრალიტეტის წესს თავდაცვითი ღონისძიებების გამოყენებით, თუ ისინი ნებადართულია სამეთვალყურეო საბჭოს მიერ, რომელიც დიდ კორპორაციაში მოქმედებს კოდეტერმინაციის პრინციპის (თანამშრომლებთან შეთანხმების) საფუძველზე.

[30] William W. Bratton, Bond Covenants and Creditor Protection, 7 European Business Organization Law Review 39, especially at 58–62 (2006).

[31] ხშირად რთულია განასხვაო ერთმანეთისგან პირობები, რომელთა მიზანია მსესხებლის დაცვა და სამიზნე კომპანიის მენეჯმენტის დაცვა (“poison debt”); ფაქტობრივად, ორივე

8.1.2.4 საკონტროლო ტრანსაქციების მარეგულირებელი წესების წყაროები

როგორც წესი, საკონტროლო ტრანსაქციების დარეგულირება შესაძლებელია მოხდეს წესებით, რომლებიც დამახასიათებელია კონტროლის ცვლილებისთვის ან საკორპორაციო და ფასიანი ქაღალდების სამართლის დამკვიდრებული პრინციპების მათზე გავრცელებით, თუმცა განსხვავებულ კონტექსტში. ყველა განხილული იურისდიქცია გარკვეული ხარისხით იყენებს ორივე სახის მიდგომას, თუმცა ბალანსი ამ მიდგომების გამოყენებას შორის მნიშვნელოვნად განსხვავდება იურისდიქციებში. ერთ ბოლოში არის დელავერი. აქ სასამართლოებმა შეასრულეს გადამწყვეტი როლი ბორდისა და კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერებისათვის ფიდუციური მოვალეობების დაკისრების დამკვიდრების თვალსაზრისით საკონტროლო ტრანსაქციების დროს.[32] დაუფლების სამართალი, ფედერალური კანონმდებლობის (ვილიამისის აქტი)[33] ან შტატის კანონმდებლობის (წესები, რომლებიც არეგულირებენ წვდომას აქციონერების კორპორაციიდან განდევნის ფორმით განხორციელებულ შერწყმაზე)[34] ფორმით გამოხატული, ასრულებს მეორეხარისხოვან როლს.

შედარებისთვის, ევროკავშირის წესები, რომლებიც საკონტროლო ტრანსაქციებს უკავშირდება, არის უფრო მნიშვნელოვანი (თუმცა არა იმგვარად, რომ მთლიანად გამოირიცხოს საკორპორაციო სამართლისა და ფასიანი ქაღალდების სამართლის მოქმედება). დასასრულს, დაუფლების დირექტივა ამკვიდრებს მნიშვნელოვან წესებს, რომლებიც შემოიფარგლებიან კონტროლის შეცვლის საკითხებით. ანალოგიურად, საკონტროლო ტრანსაქციების რეგულირება, ბრაზილიური სამართლის თანახმად, ასევე, დაფუძნებულია სპეციფიკურ წესებზე.[35] იაპონია არის სადღაც შუაში ამ ორ მოდელს შორის.[36]

ჯგუფს შეიძლება ჰქონდეს ისეთი პირობების დანერგვის ინტერესი, რომლებიც იძლევა ვალდებულების გადახდის საშუალებას კონტროლის ცვლილებასთან ერთად. თუმცა დასახელებული პირობა უკავშირდება აქციონერთა, და არა კრედიტორების, წარმომადგენლობით ხარჯებს.

[32] განხილული იყო, რომ აშშ-ის დაუფლების რეგულაციის ფოკუსმა გააადვილა მენეჯმენტის სასარგებლო მიდგომის განვითარება, რადგან, ერთი მხრივ, პრეცედენტული სამართლის მაგალითები, როგორც წესი, თავისუფალია ინტერესთა ჯგუფების გავლენებისგან, და, მეორე მხრივ, სასამართლოებმა შეიძლება განიხილონ მხოლოდ ის გადაწყვეტილებები, რომლებიც მათ წარედგინებათ, მენეჯმენტი და მათი ადვოკატები არიან კარგ მდგომარეობაში, რათა გააკონტროლონ სასამართლო საქმისწარმოების ნაკადი და მრავალჯერ წარადგენენ სასამართლოების წინაშე. იხ. John Armour and David Skeel, Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why?–The Peculiar Divergences of U.S. and U.K. Takeover Regulation, 95 Georgetown Law Journal 1727, 1793 (2007).

[33] 1968, 82 Stat. 454, codified at 15 U.S.C. §§78m(d)–(e) and 78n(d)–(f), adding new §§13(d), 13(e), and 14(d)–(f) to the Securities Exchange Act of 1934.

[34] 8.3.5 ქვეთავი.

[35] იხ. e.g. Arts. 254-A and 257 Lei das Sociedades por Ações.

[36] On the emerging framework in Japan, იხ. John Armour, Jack B. Jacobs, and Curtis J. Milhaupt, The volution of Hostile Takeover Regimes in Developed and Emerging Markets:

მას აქვს კანონმდებლობა, დამახასიათებელი კონტროლის შეცვლისთვის,[37] მაგრამ ძირითად საკითხად, რომელიც შეთავაზებასთან მიმართებით ხმის უფლების სტრატეგიის განსაზღვრას ეხება, კვლავ რჩება სასამართლოს მიერ განვითარებული ზოგადი სტანდარტების დირექტორების გადაწყვეტილებებთან დაკავშირებით შეფარდება.[38]

სადაც კონტროლის ცვლილების შესახებ რეგულაცია უმეტესად წარმოდგენილია დაუფლებისთვის დამახასიათებელი წესებით, მოსალოდნელია, რომ კანონმდებელი შექმნის სპეციალიზებულ უწყებას ამ წესების პრაქტიკაში დანერგვისთვის, როგორც ეს არის განსაზღვრული დაუფლების შესახებ დირექტივით.[39] ეს, როგოც წესი, იქნება ფინანსური ბაზრების მარეგულირებელი, მაგრამ შეიძლება იყოს სპეციფიკურად დაუფლების მარეგულირებელი უწყება.[40]

8.2 წარმომადგენლობითი პრობლემები საკონტროლო ტრანსაქციების განხორციელებისას

წარმომადგენლობითი პრობლემები წარმოიშობა როგორც ღია ტიპის, ასევე დახურული ტიპის კორპორაციებში: პირველ რიგში, კონტროლის განმახორციელებელი არის სამიზნე კომპანიის ბორდი, ხოლო მეორე შემთხვევაში კონტროლის განმახორციელებელი არის უმრავლესობაში მყოფი აქციონერი. ორივე შემთხვევაში დაუფლების რეგულაციები უკავშირდება დაძაბულობას კონტროლის განმახორციელებელსა და (უმცირესობაში მყოფ) აქციონერებს შორის. წინამდებარე ტექსტში, პირველ რიგში, განვიხილავთ ღია ტიპის კორპორაციას და ამის შედეგად განვიხილავთ მის სხვაობას ისეთი ტიპის კორპორაციასთან, რომელიც კონტროლდება უმრავლესობაში მყოფი აქციონერის მიერ (8.4 თავი).

An Analytical Framework, 52 Harvard International Law Journal 291, 248 ff. (2011); Hideki Kanda, Takeover Defences and the Role of Law: A Japanese Perspective, in Perspectives in Company Law and Financial Regulation 413 (Michel Tison et al. eds., 2009); Masaru Hayakawa, Die Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen im sich entwickelnden japanischen Übernahmerecht, in Festschrift für Klaus J. Hopt 3081 (Stefan Grundmann et al. eds., 2010).

[37] იხ. Art. 27-2 of the Financial Instruments and Exchange Act and Section 8.3.4.

[38] Section 8.2.2–coupled in this case with non-binding guidelines issued by the government.

[39] Art. 4(1).

[40] პირველი, როგორც წესი, არის ყველაზე მისაღები არჩევანი ევროპაში, მაგრამ გაერთიანებულ სამეფოსა და სახელმწიფოებში, რომლებიც მისდევენ მის მოდელს, ჩვეულებრივ, დაუფლების სუპერვიზიას ახდენენ ორგანოს მეშვეობით, რომელიც განსხვავდება ზოგადი ფინანსური ბაზრის რეგულატორისგან.

8.2.1 ხმის უფლებების სტრატეგიის არჩევა: მხოლოდ აქციონერები თუ აქციონერები და ბორდი ერთობლივად

ცენტრალური საკითხია: შეუძლია თუ არა შემთავაზებელს, განახორციელოს და შეინარჩუნოს სამიზნე კომპანიის აქციონერებისათვის შეთავაზება მოქმედი მენეჯმენტის თანხმობის გარეშე. დასმული საკითხის სავარაუდო გადაწყვეტის გზები მერყეობს საკონტროლო ტრანსაქციებზე გადაწყვეტილების მიღების უფლებამოსილების ექსკლუზიურად აქციონერებისათვის ჩაბარებიდან, კერძოდ, მენეჯმენტისთვის შემძენისა და აქციონერების მოლაპარაკების პროცესში ჩარევისგან ყოველგვარი როლის ჩამორთმევით, საკონტროლო ტრანსაქციების შესახებ გადაწყვეტილების აქციონერებისა და მენეჯმენტის მიერ ერთობლივად გადაწყვეტილების მიღებით. პირველ შემთხვევაში, აქციონერების წარმომადგენლობითი პრობლემები მენეჯმენტის წინააღმდეგ წყდება საკონტროლო ტრანსაქციებზე გადაწყვეტილების მიღებასთან დაკავშირებით წარმომადგენლობითი უფლებამოსილების შეწყვეტით: პრინციპალი დაცულია იმით, რომ ხდება გადაწყვეტილების მიმღები[41] და აქციების თავისუფალი გადაცემა ხდება შესაძლებელი. უკანასკნელ შემთხვევაში, მენეჯმენტი და სამიზნე კომპანიის აქციონერები უნდა იყვნენ თანახმა, რათა კონტროლის ცვლილება განხორციელდეს.

შემძენი იძულებულია, მოელაპარაკოს ორივე ჯგუფს. პოტენციური მოგება ამ შემთხვევაში უნდა გაიყოს სამ ნაწილად (შემძენი, სამიზნე კომპანიის აქციონერი, სამიზნე კომპანიის მენეჯმენტი) და იმ მასშტაბით, რომ მენეჯმენტის მიერ სამიზნე კომპანიის განგრძობადი კონტროლის შედეგად მიღებული ბენეფიტი აღემატებოდეს კონტროლის გადაცემის შედეგად მიღებული მოგების ნებისმიერ წილს, რომლის გადაცემის სურვილი ან შესაძლებლობა აქვს შემძენს მათთვის. პოტენციური მოგების სამ ნაწილად გაყოფა შეამცირებს საკონტროლო ტრანსაქციების რაოდენობას.

8.2.2 სამართლიანი მოპყრობისა და გადაწყვეტილების მიღებაში მონაწილეობის წესი

გაერთიანებული სამეფოს დაუფლების კოდექსი გამოკვეთილად უჭერს მხარს პირველ ვარიანტს. მისი დანერგვიდან, 1968 წლიდან მოყოლებული, ის მოიცავდა აქციონერების თანხმობას ფუნდამენტურ ცვლილებებზე, რომლებიც უნდა განეხორციელებინა სამიზნე კომპანიის მენეჯმენტს. ეს მოიცავს, კერძოდ: „შეთავაზების მიმდინარეობისას ან შეთავაზების განხორციელების

[41] როგორც წესი, აქციონერები განსაზღვრავენ დაუფლების ბედს გადაწყვეტილების ინდივიდუალური მიღების გზით, თუმცა ზოგიერთ შემთხვევაში აქციონერების გადაწყვეტილება შეიძლება იყოს კოლექტიური, რა შემთხვევაშიც აქციონერები საერთო კრებაზე განიხილავენ, განახორციელონ თუ არა თავდაცვითი ღონისძიებები და შეინარჩუნონ არსებული მენეჯმენტი, თუ გადააყენონ ბორდი, რომელიც არ აპირებს „მოწამლული აბების“ გამოსყიდვას, თავები 8.2.2 და 8.2.3.

თარიღამდე თუ შეთავაზების განმახორციელებელი კომპანიის ბორდს აქვს საფუძველი, სჯეროდეს, რომ ნამდვილი (სხვა) შეთავაზება არის გარდაუვალი, ბორდმა, საერთო კრებაზე აქციონერების თანხმობის გარეშე, არ უნდა განახორციელოს ნებისმიერი მოქმედება, რომელიც გამოიწვევს შეთავაზების ან პოტენციურად რეალური (სხვა) შეთავაზების შეჩერებას, ან სხვაგვარად გამოიწვევს აქციონერებისათვის მათი თანხმობის გარეშე ამ შეთავაზებაზე უარის თქმას...“.[42] ეს ზეგავლენას მოახდენს, მაგალითად, ახალი აქციების გამოშვებაზე, აქტივის მნიშვნელოვანი ნაწილის შეძენაზე ან განკარგვაზე, მოზიდული ფინანსების კაპიტალში ჩადებაზე ან ჩვეულებრივი სამეწარმეო საქმიანობის მიღმა მნიშვნელოვანი კონტრაქტების დადებაზე.[43] მიუხედავად ამისა, ბორდი ჩვეულებრივ იქნება უფლებამოსილი და ფაქტობრივად ვალდებულიც, შეაფასოს შეთავაზება და შესაძლოა, მოძებნოს სხვა ალტერნატიული შეთავაზებებიც (მესამე კომპანია ე.წ. „თეთრი რაინდი“).[44]

სამართლიანი მოპყრობისა და გადაწყვეტილების მიღებაში მონაწილეობის წესი (შემდგომში – სამართლიანი მოპყრობის წესი), როგორც მას ევროპული ჟარგონით „ბორდის ნეიტრალიტეტის წესს“ უწოდებენ,[45] არის სამიზნეზე შედეგის მოხდენაზე ორიენტირებული წესი და არ არის დამოკიდებული ბორდის მოტივსა და განზრახვაზე. მოქმედი მენეჯმენტის მხრიდან მოქმედება, რამაც შეიძლება ხელი შეუშალოს შეთავაზებას, არის ლეგიტიმური ამ წესის თანახმად მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ აქციონერებს აქვთ ეს მოქმედება დამტკიცებული და უარი აქვთ შეთავაზებაზე ნათქვამი. სამართლიანი მოპყრობის წესი აღიარებს, რომ აქციონერების მიერ გადაწყვეტილების მიღების ექსკლუზიურობის დანერგვა მოითხოვს წესებს, რომლებიც უნდა უზრუნველყოს, რომ არა მხოლოდ აქციონერებს აქვთ შეთავაზების მიღების თავისუფლება, არამედ შემთავაზებლებსაც აქვთ აქციონერებისათვის შეთავაზების განხორციელების თავისუფლება. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, კანონმა უნდა უზრუნველყოს შემძენებისთვის შეთავაზების წესების არსებობა, ხოლო აქციონერებისათვის კომპანიიდან გასვლის წესების არსებობა.

სამართლიანი მოპყრობის წესი არ არის განმტკიცებული დაუფლების დირექტივით; უფრო მეტიც, ამ წესის იმპლემენტაციის არჩევანი დამოკიდებულია წევრ სახელმწიფოებზე. ყველა ძირითადი კონტინენტური იურისდიქცია

[42] წესი 21.1.

[43] იხ. დაუფლების კოდექსი, წესი 21.1(b). აღსანიშნავია, რომ ჩამოთვლილი საკითხები მითითებულია როგორც მაგალითები.

[44] იხ. მაგალითად, 9(2) და (5) დაუფლების დირექტივები, როგორც წესი, მშვიდად არიან განწყობილი მესამე კომპანიების მიმართ („თეთრი რაინდი“) იმიტომ, რომ გადაწყვეტილება შეთავაზების მიღებასთან დაკავშირებით მაინც რჩება აქციონერების ხელში.

[45] ევროკავშირში არსებული დისკუსია, როგორც წესი, იყენებს ტერმინს – „ბორდის ნეიტრალიტეტის პრინციპი“, მაგრამ ჩვენ გვირჩევნია გამოვიყენოთ ტერმინი – „სამართლიანი მოპყრობის წესი“ (no frustration), რადგან ის უფრო სწორად გამოხატავს წესის ფარგლებს. იხ. თავი 8.2.2.1.

სხვადასხვა ხარისხით შესაძლებლობას აძლევს კომპანიებს, თავი აარიდონ სამართლიანი მოპყრობის წესის მოქმედებას.[46] სადაც სამართლიანი მოპყრობის წესი არ მოქმედებს, საკორპორაციო სამართლის ზოგადი პრინციპები განსაზღვრავენ სამიზნე ბორდის მოქმედების თავისუფლებას.

ნათელია, რომ დაუფლების კოდექსსა და დირექტივაში აქციონერების თანხმობა ნიშნავს კონკრეტული შეთავაზების მიმდინარეობისას არსებულ თანხმობას შეთავაზებულ სპეციფიკურ მოქმედებებთან დაკავშირებით და არა ზოგად თანხმობას, რომელიც ნებისმიერ სხვა შეთავაზებასთან დაკავშირებით შეიძლება იქნეს გამოყენებული. აქციონერების თანხმობის წესის უფრო სუსტი ფორმა არის აქციონერების მიერ კონკრეტულ შეთავაზებამდე თავდაცვითი ღონისძიებების ავტორიზაცია. ეს არის დასახელებული წესის უფრო სუსტი ვერსია, იმიტომ, რომ არჩევანი, რომელსაც აქციონერები აკეთებენ, ნაკლები სიზუსტით არის მათთვის წარდგენილი, ვიდრე შეთავაზების შემდგომი პერიოდის თანხმობის საკითხი;[47] მეორე მხრივ, შეთავაზებამდე არსებული თანხმობის მიცემის გამო შეთავაზების შემდგომ გამოყენებადი თავდაცვითი ღონისძიებების არაეფექტურობა ართულებს აქციონერების მიერ საკუთარი თავისთვის სასარგებლო სამომავლო გადაწყვეტილებების განხილვას ბორდის მონაწილეობით შემძენთან წარმართული მოლაპარაკებების საშუალებით.[48] შეთავაზებამდე აქციონერების თანხმობა არის თავდაცვითი ღონისძიებების ლეგიტიმაციის ერთ-ერთი გზა გერმანიასა[49] და, აგრეთვე, იაპონიაში. უკანასკნელ შემთხვევაში, სამთავრობო გზამკვლევი მხარს უჭერს შეთავაზებამდე თავდაცვითი მოქმედებების დამტკიცებას, რათა „აქციონერებს საშუალება მისცეს, მხარი დაუჭიროს შესაბამის საინვესტიციო გადაწყვეტილებებს“.[50] მიუხედავად

[46] მას შემდეგ, რაც დირექტივა დაინერგა ევროკავშირში, წევრ სახელმწიფოებში არსებული კანონებისთვის უფრო ნაკლებად მისაღები იყო ბორდის ნეიტრალიტეტის წესი, ვიდრე ეს იყო მანამდე. იხ. Paul Davies, Edmund-Philipp Schuster, and Emilie van de Walle de Ghelcke, The Takeover Directive as a Protectionist Tool? in Company Law and Economic Protectionism 105, 138 ff. (Ulf Bernitz and Wolf-Georg Ringe eds., 2010). ისეთი იურისდიქციაც კი, როგორიც საფრანგეთია, რომელსაც თავდაპირველად დამკვიდრებული ჰქონდა ნეიტრალიტეტის წესი, უკან დაუბრუნდა თავის არჩევანს. (იხ. ქვეთავი 8.2.3.).

[47] This point is well captured in the French terminology which refers to advance authorization as approval given “à froid” and authorization given after the offer as given “à chaud.”

[48] On pre-commitment იხ. თავი 7.2. დაუფლებამდე განსახორციელებელი თავდაცვითი მექანიზმების შესახებ იხ. ქვეთავი 8.2.3.

[49] Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (“WpÜG”), §33(2). ასეთი თანხმობა შეიძლება მიცემულ იქნეს 18 თვემდე ვადით აქციონერების ¾-ის თანხმობის საფუძველზე, თუმცა სარეგისტრაციო განაცხადმა შეიძლება გაითვალისწინოს უფრო მაღალი მოთხოვნები. მიუხედავად ამისა, შეთავაზების შემდეგ თანხმობა შეიძლება მიეცეს სამეთვალყურეო საბჭოს მიერაც აქციონერების თანხმობის გარეშე (WpÜG §33(1)), შესაბამისად, აქციონერების შეთავაზებამდე არსებული თანხმობა მნიშვნელობას კარგავს პრაქტიკაში. იხ. Klaus J. Hopt, Obstacles to Corporate Restructuring: Observations from a European and German Perspective, in Perspectives in Company Law and Financial Regulation 373, at 373–95 (Michel Tison et al. eds., 2009).

[50] Ministry of Economy, Trade and Industry (METI) and Ministry of Justice, Guidelines Regarding Takeover Defense for the Purposes of Protection and Enhancement of Cor-

ამისა, გაურკვეველია, გამოიწვევს თუ არა სასამართლოს გადაწყვეტილებები შეთავაზებამდე არსებული თავდაცვითი ღონისძიებების ლეგიტიმაციას.[51] რადგან მტრული შეძენები ნაკლებია ბრაზილიაში, თავდაცვითი ღონისძიებების ლეგიტიმაციის სამართალი რჩება განუვითარებელი და, შესაბამისად, გაურკვეველი. მიუხედავად ამისა, ბრაზილიის მიერ ახლად შექმნილი დაუფლების საბჭო, რომლის წევრობა არის მოხალისეობრივი, ამკვიდრებს ბორდის ნეიტრალიტეტის წესს შეთავაზების მიმდინარეობისას.[52]

8.2.2.1 ბორდის ნეიტრალიტეტის წესი, ნეიტრალიტეტი, პასიურობა და კონკურენტული შეთავაზებები

ბორდის ნეიტრალიტეტის წესი არ მოითხოვს ბორდებისგან, რომ ისინი იყვნენ „ნეიტრალურები“, მითუმეტეს „პასიურები“. მაინც იქმნება სხვადასხვა სიტუაცია, როდესაც სამიზნე კომპანიის ბორდი, წესების შესაბამისად, განახორციელებს მოქმედებას, რომელიც მნიშვნელოვან ზეგავლენას მოახდენს შეთავაზების შედეგზე.

პირველი, მოქმედ მენეჯმენტს შეუძლია, დაარწმუნოს აქციონერები, რომ ამ უკანასკნელებმა განსაზღვრული ფორმით განახორციელონ არჩევანის თავისუფლება, და, მართლაც, იურისდიქციების უმრავლესობაში სამიზნე კომპანიის ბორდი ვალდებულია, აქციონერებს მისცეს რჩევა შეთავაზებასთან დაკავშირებით. ეს გამოხატავს არსებული მენეჯმენტის როლს სამიზნე კომპანიის აქციონერებისათვის ინფორმაციის ასიმეტრიის პრობლემის გამკლავებასთან მიმართებით.

მეორე, მენეჯმენტმა შეიძლება მიმართოს კონკურენციის მარეგულირებელ უფლებამოსილ ორგანოებს, რათა შეთავაზება დაიბლოკოს. მიმართვის მიზეზი, სავარაუდოდ, ისაა, რომ იგი საჯარო უფლებამოსილი ორგანოების კონკურენციის პოტენციურ რისკებზე ინფორმირების ეფექტიანი გზაა, მაშინ, როდესაც საჯარო ინტერესმა კონკურენტულ ბაზრებზე უნდა აჯობოს აქციონერების კერძო ინტერესს შეთავაზებების მიღებასთან დაკავშირებით.

porate Value and Shareholders' Common Interests, 27 May 2005, p. 2. დასახელებული გზამკვლევები არ არიან სამართლებრივად მბოჭავი, მაგრამ მიზნად ისახავენ სასამართლო გადაწყვეტილებებისა და პრაქტიკის განხილვას. აგრეთვე იხ. Corporate Value Study Group, Takeover Defense Measures in Light of Recent Environmental Changes, 30 June 2008.

[51] ნაშრომის დაწერის დროს არ არსებობდა სასამართლო გადაწყვეტილება, რომელიც ეხებოდა თავდაცვით ღონისძიებას, რაც დაფუძნებული იყო შეთავაზებამდე არსებული გზამკვლევზე. მიუხედავად ამისა, უზენაესმა სასამართლომ საქმეში მხარი დაუჭირა აქციონერებისათვის დამატებითი უფლებების მინიჭებას, რომელიც დამტკიცდა აქციონერების მიერ მას შემდეგ, რაც შეთავაზების განხორციელება დაიწყო და შემძენს ეპყრობოდნენ სამართლიანად შეთავაზებამდე არსებულ მფლობელობასთან მიმართებით (უფრო მეტიც, ეპყრობოდნენ სამიზნე კომპანიის სხვა აქციონერების მსგავსად თანაბრად): Supreme Court of Japan, 7 August 2007, 61 Minshu 2215. იხ. also Sadakazu Osaki, The Bulldog Sauce Takeover Defense, 10(3) Nomura Capital Markets Review 1 (2007).

[52] Código de Autorregulação de Aquisições e Fusões Art. 156, IX.

მესამე, ბორდის ნეიტრალიტეტის წესი, ჩვეულებრივ, გაგებულია როგორც უარყოფითი, რომელიც არ ითხოვს მოქმედი მენეჯმენტისგან პოზიტიური ნაბიჯების გადადგმას შეთავაზების გამარტივებასთან დაკავშირებით (გარდა იმ შემთხვევებისა, როდესაც შესაძლებლობა გავრცელდა კონკურენტ შემძენზე). შესაბამისად, ბორდის ნეიტრალიტეტის წესი ჩვეულებრივ შემთხვევაში არ მოითხოვს სამიზნე კომპანიის ბორდისგან, რომ პოტენციურ შემძენს სამიზნე კომპანიის წიგნებზე წვდომის შესაძლებლობა მისცეს შეთავაზების ჩამოყალიბების მიზნით.[53] პირველი და მესამე შესაძლებლობა ხშირად აძლევს სამიზნე კომპანიის მენეჯმენტს შემძენთან შეთავაზების პირობებზე მოლაპარაკების წარმართვის მნიშვნელოვან ძალაუფლებას. ამით შეიძლება აიხსნას, თუ რატომ არ არის დაუფლების ღირებულების მოგება (takeover premia) გაერთიანებულ სამეფოში განსხვავებული აშშ-ისგან, მიუხედავად იმისა, რომ გაერთიანებული სამეფოს კოდექსი ითვალისწინებს ბორდის ნეიტრალიტეტის წესს.[54]

8.2.2.2 მესამე კომპანიების და კონკურენტული შეთავაზებები

ბორდის ნეიტრალიტეტის წესი არ უზღუდავს მოქმედ მენეჯმენტს აქციონერებისთვის არჩევანის გაზრდის შესაძლებლობას, მაგალითად, მესამე კომპანიის მოძებნის მიზნით. იმ შემთხვევაშიც კი, თუ მოქმედი მენეჯმენტი არ მოძებნის სხვა შეთავაზებას, კონკურენტული შეთავაზება მაინც შეიძლება აღმოცენდეს. კონკურენტული შეთავაზების სიმდიდრის გამაძლიერებელი გავლენა, რამდენადაც ეს არის სამიზნე კომპანიის აქციონერების განხილვის საგანი, დამკვიდრებულია ემპირიულ ლიტერატურაში. მიუხედავად ამისა, ხარჯები, რომლებიც დაკავშირებულია კონკურენტული შეთავაზების მარეგულირებელ წესებთან, გამოიხატება პირველი შეთავაზების მიერ განხორციელების მოტივაციის არარსებობაში. პირველი შემთავაზებლები ხშირად აგებენ, როდესაც კონკურენტი გამოჩნდება, და ასეთ მდგომარეობაში ძებნასა და სხვა საკითხებთან დაკავშირებული ხარჯები, ფაქტობრივად, გადაყრილად ჩაითვლება პირველი შემთავაზებლის მიერ, რაც, როგორც წესი, მოტივაციას უკარგავს პირველ შემთავაზებელს და ამცირებს შეთავაზებების რაოდენობას.[55]

[53] დარწმუნებით შეიძლება ითქვას, რომ სამიზნე კომპანიის შემოსავალი შეიძლება იყოს ძალიან მნიშვნელოვანი მოზიდული კაპიტალის მეშვეობით შეძენის განმახორციელებლისათვის.

[54] John C. Coates IV, M&A Break Fees: U.S. Litigation vs. UK Regulation, in Regulation versus Litigation: Perspectives From Economics and Law 239, 255 (Daniel P. Kessler ed., 2011).

[55] Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer, 94 Harvard Law Review 1161 (1981). დასახელებული მიმართულება გაძლიერებულია ზოგიერთი იურისდიქციის მოთხოვნით ინფორმაციის ერთიან მიწოდებასთან დაკავშირებით. მაგალითისთვის, გაერთიანებულ სამეფოში, თუ სამიზნე კომპანიის ბორდი სათანადო წინდახედულების დროს გაუზიარებს ინფორმაციას შერჩეულ შემძენს, ის უნდა იყოს სპეციფიკური შეკითხვების საპასუხოდ. (Takeover Code, Rule 22).

უფრო ვრცლად შეგვიძლია ვთქვათ, რომ „ნებისმიერი რეგულაცია, რომელიც აჭიანურებს მტრული შეთავაზების (ან თუნდაც მეგობრული შეთავაზების) დაწყებას, ზრდის აუქციონის ჩატარების ალბათობას სხვა შემთავაზებლის მიერ ოფერის გაკეთების ხარჯზე, სამიზნე კომპანიის ინიციატივის ხარჯზე, ან სხვა მხრივ“.[56] შესაბამისად, როგორც ჩანს, დაუფლების წესებს, რომელიც მიმართული იყო სხვა პრობლემების წინააღმდეგ, შეიძლება ჰქონდეს მნიშვნელოვანი ზეგავლენა სხვა შეთავაზების წარმოდგენასთან დაკავშირებით. მაგალითად, არის წესები, რომლებიც მოითხოვენ, რომ შეთავაზება იყოს მოქმედი განსაზღვრული მინიმალური ვადის განმავლობაში (იმისათვის, რომ აქციონერებს ჰქონდეთ გარკვეული დრო შეთავაზების შესაფასებლად და არ იყვნენ ზეწოლის ქვეშ, რათა მიიღონ შეთავაზება); მეორე მაგალითია წესები, რომლებიც მოითხოვენ განსაზღვრულ ზომაზე უფრო დიდი ბენეფიციარი საკუთრების ღიაობას, რომელიც პოტენციურ კონკურენტს წინასწარ აფრთხილებს, რომ კონკრეტული სამიზნე კომპანიის მიმართ შეთავაზება განხორციელდება.[57] თუ კონკურენტი წარმოიქმნება სამიზნე კომპანიის მენეჯმენტის ქმედების შედეგად ან ასეთი ქმედების გარეშე, მისი ვალდებულებები დარეგულირებულია იმ სისტემებში, რომლებიც აქცეპტის გამკეთებლებს პირველ შეთავაზებაზე აქცეპტის გამოხმობის უფლებას აძლევენ, თუ ის არ გამოცხადდება უპირობო, ნებისმიერი მიზეზის ან კონკურენტი შეთავაზების გამო.[58] იმავე შედეგის მქონეა წესები, რომლებიც ითვალისწინებენ კონკურენტი შეთავაზებებისა და პირველი შეთავაზების თანაბარი მოპყრობის პრინციპს ინფორმაციის ღიაობის საკითხებთან დაკავშირებით.[59]

რამდენიმე მეთოდის წყალობით, შესაძლებელია, შემცირდეს პირველი შეთავაზების მარეგულირებელი წესების უარყოფითი მხარეები.[60] მაშინ როდესაც პოტენციური სამიზნის დირექტორები განსაზღვრავენ, რომ შეთავაზების განხორციელება არის აქციონერების ინტერესების შესაბამისი და შეთავაზება არ იქნება პოტენციური კონკურენტი კომპანიისგან დაცვის გარეშე, ასეთ შემთხვევაში, მათ შეუძლიათ, განსაზღვრონ, რომ ისინი არ შევლენ მოლაპარაკებებში მესამე კომპანიასთან (white knight), ან არ ითანამშრომლებენ მასთან ასეთი კომპანიის გამოჩენის შემთხვევაში. მიუხედავად ამისა, ხელმძღვანე-

[56] Romano, note 12, at 156.

[57] იხ. თავი 8.2.4.

[58] ეს არის წამყვანი წესი დაუფლების რეგულაციებში, მათ შორის აშშ-ში (იხ. §14(d)5 Securities Exchange Act and Rule 14d-7), თუმცა არა გაერთიანებულ სამეფოში (Takeover Code, Rule 34, allowing withdrawals only more narrowly). შემძენმა შეიძლება თავიდან აირიდოს ეს წესი ოფერის გარეთ (როგორც წესი, იქამდე, სანამ ის განხორციელდება) გამოუხმობადი აქცეპტის მოპოვებით, თუმცა აქცეპტანტმა შეიძლება აქცეპტი დააფუძნოს განსაზღვრულ პირობას, თუ არ აღმოცენდება კონკურენტი შემძენი.

[59] იხ. ციტირება 55 და თავი 8.3.1.

[60] For further analysis იხ. Athanasios Kouloridas, The Law and Economics of Takeovers: an Acquirer’s Perspective (2008) chs. 6 and 7.

ლობის მოვალეობის საფუძველზე თითქმის გამორიცხულია ხელშეკრულებაში ისეთი პირობის ჩადება, რომელიც ითვალისწინებს უკეთეს კონკურენტულ შეთავაზებაზე უარის თქმას.[61] უფრო ეფექტიანი, პირველი შემთავაზებლის თვალთახედვიდან გამომდინარე, იქნებოდა სამიზნე კომპანიის მხრიდან ფინანსური პირობა ხელშეკრულების განუხორციელებლობის გადასახადის სახით (termination fees), რომლის მიზანი იქნებოდა პირველი შემთავაზებლის ხარჯების ანაზღაურება, თუ ეს შემთავაზებელი დამარცხდებოდა კონკურენტის მიერ. ასეთი ანაზღაურების ფორმები არის გავრცელებული აშშ-ში, მაგრამ არცთუ ისე დიდი ხნის წინ მკაცრად შეზღუდეს გაერთიანებულ სამეფოში მათი აქციონერების თავისუფალი გადაწყვეტილების მიღებაზე პოტენციური ზეგავლენის გამო.[62] ისინი შეიძლება გამოყენებულ იქნეს სამიზნე კომპანიის არსებული მენეჯმენტის მიერ რომელიმე შეთავაზებისათვის მნიშვნელოვანი უპირატესობის მისანიჭებლად. საბოლოოდ, პირველ შემთავაზებელს შეუძლია, ბაზარზე თავის დასაცავად შეთავაზების გამოქვეყნებამდე შეიძინოს სამიზნე კომპანიის აქციები იაფად, რომელთა გასხვისებაც მას მოგვიანებით შეუძლია უფრო ძვირად, კონკურენტი შემთავაზებლის გამარჯვების შემთხვევაში (იმ ფასად, რაც ფასადაც მას ყიდულობს კონკურენტი). თუმცა შეთავაზებამდე შეძენილი აქციები სამიზნე კომპანიაში არ არის ინსაიდერული ვაჭრობის ამკრძალავი რეგულაციების შესატყვისი.[63] წესები, რომლებიც მოითხოვენ აქციათა მფლობელებისა და აქციებში ეკონომიკური ინტერესების მქონე პირების ღიაობას, ზღუდავენ შეთავაზებამდე დაბალ ფასად სამიზნე კომპანიის აქციების შეძენას.[64]

ზოგადად, იურისდიქციებში, რომლებიც ნებას არ აძლევენ, დანერგილი იყოს ხელშეკრულების განუხორციელებლობის გადასახადი, პირველ შემთავაზებელს შეზღუდული აქვს შესაძლებლობა, დაცული იყოს კონკურენტის წარმატების ფინანსური შედეგებისგან.

[61] Dawson International plc v. Coats Patons plc (1990) Butterworths Company Law Cases 560 (Court of Session).

[62] ისინი, როგორც წესი, არიან 2%-იდან 5%-ამდე ზღვარს შორის აშშ-ში. ხაზგასასმელია, რომ გაერთიანებული სამეფოს კოდექსი (წესი 21.2 notes) ჯერ კიდევ უფლებას იძლევა, გარიგებიდან გასვლის გამო მოთხოვნილ იქნეს კომპენსაცია, არაუმეტეს 1%-ისა კონკურენტი შემძენის სასარგებლოდ, იმ შემთხვევაშიც, როდესაც პირველი შეთავაზება არ იყო რეკომენდებული სამიზნე კომპანიის ბორდის მიერ. ის ასევე უფლებას იძლევა, რომ არაუმეტეს 1%-ისა ანაზღაურდეს პირველი შემძენის სასარგებლოდ, თუ ეს შეთავაზება არის სამიზნე კომპანიის მენეჯმენტის მიერ ინიცირებული გასხვისების ფორმალური პროცესის შედეგი. ეს ნებადართულია გერმანიაში. იხ. Hopt, note 12, at 276.

[63] იხ. e.g. Recital 30 to EU Market Abuse Regulation 596/2014, 2014 O.J. (L 173) 1.

[64] იხ., in the context of the shareholder activism debate, John C. Coffee, Jr., and Darius Palia, The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance, 1 Annals of Corporate Governance 1 (2016).

8.2.3 ერთობლივად გადაწყვეტილების მიღება

როდესაც მენეჯმენტს შეუძლია, ერთპიროვნულად უპასუხოს შეთავაზებას ეფექტური თავდაცვითი ღონისძიებით, გადაწყვეტილების მიღების პროცესი ხდება, ფაქტობრივად, ერთობლივი და მოიცავს სამიზნე კომპანიის როგორც აქციონერებს, ასევე, მენეჯმენტს, გარდა იმ შემთხვევისა, თუ სამიზნე კომპანიის ბორდი გადაწყვეტს, არ გაატაროს თავდაცვითი ღონისძიებები, ან შეაჩეროს ისინი, რომლებიც უკვე განხორციელებულია, პრაქტიკული თვალსაზრისით, შეუძლებელია აქციონერების მიერ შეთავაზების მიღება.

სავარაუდოდ, ყველაზე კარგი ასეთი ღონისძიება არის „მოწამლული აბები“ ან აქციონერის დამატებითი უფლებები, როგორც ეს არის განვითარებული აშშ-ში.[65] აშშ-ში, კომპანიის სარეგისტრაციო განაცხადი ითვალისწინებს, რომ შემძენის მიერ სამიზნე კომპანიაში აქციათა განსაზღვრული ოდენობის შეძენა (რომელიც, როგორც წესი, შეადგენს 10%-ს ან 20%-ს) პროვოცირებას უწევს სამიზნე კომპანიის აქციონერების უფლებების ამოქმედებას, შეიძინონ აქციები ან სამიზნე კომპანიაში, ან შემძენ კომპანიაში მოგებიანი პირობების საფუძველზე, რისი უფლებაც თვითონ შემძენ კომპანიას არ აქვს.[66] აქციონერის დამატებითი უფლების გავლენა შემძენზე ხდის სამიზნეში აქციების შემდგომი შეძენის პროცესს უნაყოფოს ან იმდენად ძვირს, რომ შეუძლებელი ხდება მისი შეძენა. იმავდროულად, პოტენციური სამიზნე კომპანიის მენეჯმენტის მიერ იმდენად ადვილია აქციონერთა დამატებითი უფლების ამოქმედება, რომ კომპანიებიც კი, რომელთაც არ აქვთ თავდაცვითი ღონისძიებები ამოქმედებული, შეუძლიათ აღნიშნულის მოკლე დროში დანერგვა, შესაბამისად, სხვაობა შეთავაზებამდე ამოქმედებულ და შეთავაზების შემდეგ დანერგილ თავდაცვით ღონისძიებებს შორის უმნიშვნელოა. ის ასევე ჩათვლილია როგორც ძლიერი სამართლებრივი მეთოდი, რომელიც, როგორც ჩანს, არსებულ მენეჯმენტს ისეთ მდგომარეობაში აყენებს, როდესაც მათ, უბრალოდ, შეუძლიათ უარის თქმა პოტენციური შემძენისთვის.[67] თუ, ბორდის თვალსაზრისით, შეთავაზება მისაღებია, მას შეუძლია „მოწამლული აბების“ გამოსყიდვა (გამოხმობა) და

[65] „მოწამლული აბები“ პირველად გამოიყენეს 1980-იან წლებში გავრცელებული მტრული დაუფლებების პასუხად, და, მრავალი თვალსაზრისით, დღეს ფარად იყენებენ საინვესტიციო ფონდების წინააღმდეგ. განსხვავებული თვალთახედვის მიხედვით, საკუთრივ საინვესტიციო ფონდებია ბაზრის პასუხი თავდაცვითი ღონისძიებების დრამატულად ზრდად ეფექტიანობაზე, განსაკუთრებით „მოწამლული აბებისა“ მტრული შეთავაზებების წინააღმდეგ.

[66] იხ. e.g. Lucian A. Bebchuk and Allen Ferrell, Federalism and Corporate Law: The Race to Protect Managers from Takeovers, 99 Columbia Law Review 1168 (1999). იხ. also, by the same authors, On Takeover Law and Regulatory Competition, 57 Business Lawyer 1047 (2002).

[67] „დრომ შესაძლებელი გახადა, გამოყენებული ყოფილიყო განსაკუთრებით ძლიერი და თანამედროვე საშუალება, რომელსაც ეწოდება აქციონერის დამატებითი უფლება (poison pill). დასახელებული თავდაცვითი ღონისძიების მიზანია, ბორდს მისცეს ტრანსაქციის დაბლოკვის უფლება შემძენის ინტერესების ხარჯზე“, Strine V-C in Hollinger Int’l v. Black, 844 Atlantic Reporter 2d 1022, 1064–5 (2004, Del. Ch.).

დაუფლების გაგრძელებისათვის ხელშეწყობა. აშშ-ში თავდაცვითი ღონისძიებები იმდენად არის დამოკიდებული „მოწამლულ აბებზე“, რომ ცალკეული შტატების მიერ მიღებული დაუფლების საწინააღმდეგო საკანონმდებლო აქტებს, ფაქტობრივად, მნიშვნელობა არ აქვს.[68] როგორც ქვემოთ ვნახავთ, მტრული დაუფლების ძირითადი დატვირთვა მოდის წარმომადგენლობითი უფლებამოსილებების მოპოვების შეჯიბრზე, სადაც შემთავაზებელი ცდილობს, შეცვალოს ბორდი იმ შემადგენლობით, რომლებიც გამოიხმობენ „მოწამლულ აბებს“.[69] საფრანგეთში 2006 წლის კანონმდებლობაში არის აქციონერთა დამატებითი უფლებები გათვალისწინებული (so-called “bons Breton” or, tellingly, “bons patriotes”)[70] და მოთავსებულია ის, როგორც კონტროლის განმახორციელებელი ტრანსაქციების მარეგულირებელი, ზოგადი საკანონმდებლო რეგულაციების ქვეშ. მიუხედავად ამისა, როგორც ეს ზოგადად არის ევროპაში, ახალი აქციების გამოშვება მოითხოვს აქციონერების თანხმობას. თავდაპირველად საფრანგეთის სამართალი მოითხოვდა, რომ აქციონერების თანხმობა მოცემული ყოფილიყო შეთავაზების შემდეგ (ორმხრივად მოგებიანი გამონაკლისით), ბორდის ნეიტრალიტეტის წესის გათვალისწინებით. მიუხედავად ამისა, 2014 წელს (under the so-called “Loi Florange”)[71] ფრანგული ბორდის ნეიტრალიტეტის წესი იყო გამოხმობილი და აქციონერის დამატებითი უფლებები შეთავაზების განხორციელებამდე გახდა შესაძლებელი (თუმცა მოითხოვდა პერიოდულ განახლებას). ამჟამად სქემა მუშაობს როგორც საშუალება აქციონერებისათვის, მხარი დაუჭირონ მოქმედ მენეჯმენტს. ფრანგი აქციონერები, როგორც ჩანს, ნაკლებად იყენებენ ამ საშუალებას, რაც, სავარაუდოდ, განპირობებულია მენეჯმენტის მიმართ უნდობლობით.[72]

უკანასკნელმა რეფორმამ საფრანგეთი მიიყვანა აშშ-ის სისტემასთან უფრო ახლოს, რადგან ამჟამად შესაძლებელია, რომ შეთავაზების დაწყებამდე აქციონერებმა გამოსცენ ფასიანი ქაღალდები (warrants), ან ავტორიზაცია მისცენ ბორდს, გამოსცეს ისინი მაშინაც კი, როცა შეთავაზების განხორციელება დაწყებულია, აქციონერების შემდგომი ჩარევის გარეშე. უფლებამოსილ ბორდს შეეძლება, მოლაპარაკება წარმართოს პოტენციურ შემძენთან და აქვს

[68] Emiliano Catan and Marcel Kahan, The Law and Finance of Antitakeover Statutes, 68 Stanford Law Review 629 (2016).

[69] იხ. თავი 8.2.3.2.

[70] იხ. Loi No 2006-387 of 31 March 2006. Given the presence of a mandatory bid rule in France, the warrants are triggered only by a general offer and, for that reason, it was unnecessary to exclude the offeror from the rights.

[71] იხ. Arts L. 233-32 and L. 233-33 Code de commerce, as amended by the Loi “Florange” No. 2014-384 of 29 March 2014. On this reform, იხ. Quentin Durand, Loi visant à reconquérir l’économie réelle: présentation des aspects relatifs aux offres publiques, Bulletin Joly Bourse 274 (2014); Eva Mouial-Bassilana and Irina Parachkévoya, Les apports de la loi Florange au droit des sociétés, Bulletin Joly Sociétés 314 (2014); Alain Viandier, OPA, OPE, et Autres Offres Publiques, nos 2045 ff. (5th edn., 2014).

[72] Durand, note 71, at 281, n. 53.

უფლებამოსილება, გამოუშვას ფასიანი ქაღალდები (warrants). მიუხედავად ამისა, რამდენიმე მნიშვნელოვანი განსხვავება რჩება. უპირველეს ყოვლისა, ამერიკული „მოწამლული აბებისგან“ განსხვავებით, ფრანგული ფასიანი ქაღალდები შეიძლება მიღებულ იქნეს, ან უფლებამოსილება იქნეს მინიჭებული აქციონერთა გადაწყვეტილებით და არა ბორდის მიერ დამოუკიდებლად; მეორე, ფასიანი ქაღალდები გამოცემულ უნდა იქნეს ყველა აქციონერისათვის, მათ შორის შემძენის მიერ შეძენილი აქციების მიმართ;[73] მესამე, *bons Breton* შეიძლება ამოქმედდეს მხოლოდ მაშინ, როდესაც რეალური დაუფლების შეთავაზების განხორციელებაა დაწყებული. ისინი ვერ იქნება გამოყენებული ნელ-ნელა მიმდინარე შეძენების მიმართ; და ბოლოს, ფრანგული ფასიანი ქაღალდები დამოკიდებულია შეთავაზებაზე. როდესაც შეთავაზება არ არის წარმატებული, მათ ავტომატურად ეკარგებათ ძალა.[74]

ბორდის ნეიტრალიტეტის წესის გაუქმებასთან ერთად, მოქმედ მენეჯმენტს შეუძლია, განახორციელოს სხვა თავდაცვითი მოქმედება, როგორც შეთავაზებამდე აქციონერების თანხმობით ან აქციონერების თანხმობის გარეშე. საფრანგეთში, ისევე როგორც სხვა იურისდიქციებში, ამ საკითხთან დაკავშირებით ერთპიროვნული თავდაცვითი ღონისძიებების განხორციელება დამოკიდებულია აქციონერების თანხმობის ზომაზე, საკორპორაციო სამართლის ზოგადი ნორმების ან კომპანიის წესდების თანახმად.[75] როგორც ზემოთ განხილულ თავებში ვნახეთ,[76] ცენტრალური მენეჯმენტის უფლებამოსილება არის საკმაოდ ფართო კომპანიის ქონების განკარგვასთან დაკავშირებით, თუმცა ბევრ იურისდიქციაში ისინი უფრო მეტად შეზღუდულია ახალი აქციების ან აქციებში გარდაქმნადი ფასიანი ქაღალდების გამოშვებით, ასეთი ფასიანი ქაღალდების არსებულ აქციონერებზე ზეგავლენის მოხდენის (პროცენტული წილის ოდენობის შემცირების) გამო. მიუხედავად ამისა, თავდაცვითი ღონისძიებები, რომლებიც ორიენტირებულია უფრო მეტად კომპანიის კაპიტალზე, ვიდრე მის ქონებაზე, უფრო მიმზიდველი იქნება მოქმედი მენეჯმენტისთვის, რადგან ისინი ნაკლებად უშლიან ხელს მიმდინარე ბიზნესსაქმიანობას, და შემძენის წინააღმდეგ მნიშვნელოვანი დამაბრკოლებელი გარემოებას ქმნიან.

იმავდროულად, აქციონერის დამატებითი უფლების, როგორც თავდაცვითი ღონისძიების, განვითარება იაპონიაში დაფუძნებული იყო ცვლილებებზე საკორპორაციო სამართალში (რომელიც არ უკავშირდებოდა კონტროლის განმახორციელებელ ტრანსაქციებს) და რომელმაც განავრცო ბორდის აქცი-

[73] თუმცა აქციები, რომელთა შეძენასაც დასთანხმდა შემძენი, შეთავაზების პროცესში არ იძლეოდნენ დამატებით უფლებებს. იხ. note 70.

[74] Art. L.233-32, II, fourth alinéa Code de Commerce.

[75] იხ. Matteo Gatti, The Power to Decide on Takeovers: Directors or Shareholders, What Difference Does It Make?, 20 Fordham Journal of Corporate & Financial Law 73 (2014).

[76] იხ. განსაკუთრებით თავები: 3.2.3 და 7.

ათა ერთპიროვნულად გამოშვების უფლებები.[77] არის თუ არა ბორდისთვის ლეგიტიმური, გამოიყენოს თავისი ძალაუფლება დაუფლების დასამარცხებლად, რა თქმა უნდა, სხვა კითხვაა, მაგრამ ძალაუფლების გარეშე კითხვა არ დაიბადება. როგორც ალტერნატივამ, აქციათა შეძენის სავალდებულო შეთავაზების მოდიფიცირებულმა წესებმა შეიძლება, შემძენთა დემოტივაცია გამოიწვიოს. „მოწამლული აბების“ ბრაზილიური ვერსია თავდაპირველად წარმოდგენილი იყო წესდების მყარი ჩანაწერების სახით და შემძენებს სამიზნე კომპანიის აქციების გარკვეული ოდენობის შეძენის შემდეგ აკისრებდა ყველა აქციონერის აქციის შეძენის შეთავაზების ვალდებულებას – ხშირად საბაზრო ღირებულებაზე უფრო ძვირად, რაც აღნიშნულია *ex ante.* ამ მექანიზმების სიმყარე არსებული აქციონერებისათვის, რომლებიც ფლობენ ხმის უფლების მქონე აქციათა ნახევარზე ნაკლებს, მალე გახდა ორაზროვანი და მათი ლეგიტიმურობა დადგა კითხვის ნიშნის ქვეშ.[78] აქედან გამომდინარე, *„ნოვო მერკადოში“* (რომელიც წარმოადგენს ბრაზილიური კორპორაციული მართვის წესებს სავაჭროდ დაშვებული კომპანიებისთვის) განხორციელებულმა ცვლილებებმა გააუქმა მყარი ჩანაწერები, ისე, რომ უმრავლესობაში მყოფმა აქციონერმა შეიძლება შეცვალოს სრეგისტრაციო მონაცემები და გააუქმოს აქციათა შეძენის სავალდებულო შეთავაზების მოთხოვნა ნებისმიერ დროს.[79]

8.2.3.1 სტრატეგიები ბორდის მიერ თავდაცვითი ღონისძიებების განხორციელების უფლებამოსილების გასაკონტროლებლად

მიუხედავად იმისა, რომ სამართლიანი მოპყრობისა და გადაწყვეტილების მიღებაში მონაწილეობის წესი (შემდგომში – სამართლიანი მოპყრობის წესი) არ არის მთლიანად ბორდის ნეიტრალიტეტის წესი (passivity rule), ის მაინც მოქმედებს ისე, რომ წამყვან როლს აკისრებს აქციონერებს მაშინ, როდესაც შეთავაზებასთან დაკავშირებით გადაწყვეტილება მისაღებია. ასეთ შემთხვევაში, როდესაც ბორდის ნეიტრალიტეტის წესი გამოიყენება, სამიზნე კომპანიის აქციონერების კოორდინაციის პრობლემები შემძენის წინააღმდეგ ხდება მნიშვნელოვანი. შედარებისთვის, გადაწყვეტილების მიღების ერთობლივი სტრატეგიები უფლებას აძლევს მოქმედ მენეჯმენტს, მოლაპარაკება აწარმოოს აქციონერების სახელით და განახორციელოს მათი ინტერესების შესაბამისი სხვა მოქმედებები, როგორებიცაა ისეთ შეთავაზებებზე უარის თქმა, რომელიც არ შეესაბამება კომპანიის რეალურ ღირებულებას. თუ მოქმედი მენეჯმენტის გადაწყვეტილების მიღების უფლებამოსილება გამოყენებულია აქციონერების ინტერესების შესაბამისად, და არა მენეჯმენტის პირადი ინტერე-

[77] აქციონერის დამატებითი უფლების, როგორც თავდაცვითი ღონისძიების, გამოყენების მექანიზმზე იაპონიაში, იხ. notes 50 and 51 and their accompanying text.

[78] Parecer de Orientação CVM No. 36 (2009).

[79] Novo Mercado Regulations Art. 3.1.2.

სებისთვის, შეიძლება ვიდავოთ, რომ შედეგი ასეთ შემთხვევაში არის უკეთესი იმ შედეგთან შედარებით, რომელიც შეიძლება მიღწეულ იქნეს გადაწყვეტილების მიღების მთლიანად აქციონერთა ხელში თავმოყრით.[80] მიუხედავად ამისა, იმისათვის, რომ მიღწეულ იქნეს ეს შედეგი, გადაწყვეტილების მიღების ერთობლივ სტრატეგიას უნდა ახლდეს ერთი ან რამდენიმე სხვა სტრატეგია, რომლებიც ზღუდავენ მოქმედი მენეჯმენტის დისკრეციას. წარმოდგენილია შემდეგი სტრატეგიები: სტანდარტები, რწმუნებულებები, გადაყენების უფლება და დაჯილდოების სტრატეგია (standards, trusteeship, removal rights, and reward strategies).

8.2.3.2 სტანდარტები

მენეჯმენტის ვეტოს ძალაუფლების შემოწმება სასამართლოების მიერ არის, ზოგადი თვალსაზრისით, ზოგადი კანონმდებლობიდან გამომდინარე, შესაძლებელი და დაკავშირებული დირექტორის მოვალეობებთან. ამ შემოწმების სიმკაცრე შეიძლება განსხვავდებოდეს იურისდიქციებისა და დროის მიხედვით. დავა მიმდინარეობდა,[81] რომ 1980-იან წლებში დელავერის სასამართლოებმა გამოიყენეს ხელმძღვანელობის მოვალეობანი დირექტორებთან მიმართებით იმ ფორმით, რომ მხარი დაეჭირათ „მოწამლული აბების“ არგამოხმობისათვის, მხოლოდ იმ შემთხვევაში, როდესაც შეთავაზება ხელყოფდა სამიზნე კომპანიის აქციონერების უფლებებს. მოგვიანებით სასამართლო შემოწმება უფრო მეტად გახდა მენეჯერების ინტერესების მხარდამჭერი. ათვლის წერტილი გახდა იმ შეხედულების დამტკიცება, რომ შეთავაზებასთან დაკავშირებით გადაწყვეტილებების მიღება, ისევე როგორც ნებისმიერი სხვა კორპორაციული სტრატეგია, არის კომპანიის მენეჯმენტის ნაწილი, და, აქედან გამომდინარე, დირექტორების უფლებამოსილების ნაწილი.[82] აქციონერების ინტერესი გახდებოდა გადამწყვეტი მნიშვნელობისა, თუ მოქმედი მენეჯმენტი მიაღწევდა შეთანხმებას კომპანიის გასხვისების ან მისი აქტივის განკარგვის შესახებ.[83] სხვა მხრივ, კომპანია თავისუფალი იყო, მიეღო გადაწყვეტილება არსებული ბიზნესსაქმიანობის შენარჩუნების სტრატეგიის შესახებ

[80] დასახელებული საფუძვლების მიმზიდველობა დამოკიდებულია, თუ (a) როგორ ადვილად ახერხებენ აქციონერები კოორდინაციის პრობლემების მოგვარებას მაშინ, როდესაც მენეჯმენტი არის გვერდზე გაწეული (თავი 8.3) და (b) მოლაპარაკებების რა ფარგლებია დარჩენილი მოქმედი მენეჯმენტისთვის სამართლიანი მოპყრობის წესის თანახმად (თავი 8.2.2.1).

[81] Lucian Bebchuk, The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers, 69 University of Chicago Law Review 973 at 1184–8 (2002). იხ. also R. Gilson, UNOCAL Fifteen Years Later (and What We Can Do About It), 26 Delaware Journal of Corporate Law 491 (2001).

[82] Paramount Communications Inc. v. Time Inc., 571 Atlantic Reporter 2d 1140 (1989); Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 Atlantic Reporter 2d 946 (1985); Unitrin Inc. v. American General Corporation, 651 Atlantic Reporter 2d 1361 (1995).

[83] Revlon Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings Inc., 506 Atlantic Reporter 2d 173 (1986); Paramount Communications v. QVC Network, 637 Atlantic Reporter 2d 34 (1994).

დაუფლებისათვის წინააღმდეგობის გაწევით, იმ შემთხვევაშიც კი, თუ ეს შეთავაზება ზრდიდა ან არ ზრდიდა აქციონერების სიმდიდრეს მოკლევადიან პერსპექტივაში.[84]

იაპონიაში, აქციონერების თანხმობის არარსებობის შემთხვევაში, სამთავრობო გზამკვლევისა და სასამართლო გადაწყვეტილებების მიხედვით, სამიზნე კომპანიის მიერ განხორციელებული თავდაცვითი ღონისძიება იქნება კანონიერი, თუ ის განამტკიცებს კორპორაციის ღირებულებას და ახალისებს აქციონერების ინტერესებს.[85] შესაბამისად, თავდაცვით ღონისძიებებს, რომელთაც არ ამტკიცებენ აქციონერები, აღნიშნული სტანდარტის დაკმაყოფილების უფრო მეტი შესაძლებლობა ექნებათ იმ შემთხვევაში, თუ შეთავაზება არის ამკრძალავი აქციონერების მიმართ, რასაც თან ახლავს აქციების იმ ოდენობის შეძენა, რომ წარმოიშვას დაუფლების საფრთხე (animated by greenmail), ან დაფუძნებულია ინფორმაციის ასიმეტრიულობაზე შემძენსა და სამიზნე კომპანიის აქციონერებს შორის.[86] მთლიანობაში, ნებისმიერ იურისდიქციაში არსებობს ნაკლები მტკიცებულება იმის დასადასტურებლად, რომ სასამართლოებს უნდათ მენეჯმენტის ხელში თავმოყრილი დისკრეციის მკაცრად შემოწმება, გადაწყვეტილების ერთობლივად მიღების მოდელიდან გამომდინარე.[87]

8.2.3.3 გადაყენების უფლება

აშშ-ში სამიზნე კომპანიის მენეჯმენტს შეუძლია, განახორციელოს ძლიერი თავდაცვითი ღონისძიებები შემძენების საპასუხოდ, რომელთაც არ უნდოდათ ან ვერ მოახერხეს მოქმედი მენეჯმენტის მოთხოვნების დაკმაყოფილება და ეყრდნობოდნენ მენეჯმენტის გადაყენების უფლებას რწმუნებულებათა ომის

[84] აშშ-ის ბევრ შტატში მენეჯერული მიდგომა დაინერგა კანონმდებლობის მეშვეობით „სადამფუძნებლო აქტების“ საფუძველზე, რომლებიც მაშინ, როდესაც ჩანდნენ სტეიკჰოლდერების, განსაკუთრებით, მშრომელთა და რეგიონალური ინტერესების გამტარებლებად, პრაქტიკული თვალსაზრისით მოქმედებდნენ და განკუთვნილი იყვნენ, ემოქმედათ მენეჯმენტის დასაცავად აქციონერთა გამოწვევებისგან. Romano, note 12, at 171, and Section 8.1.2.3.

[85] თავდაცვითი ზომები არაამკრძალავი შეთავაზების წინააღმდეგ გამოცხადდა ბათილად Livedoor case: Tokyo High Court Decision on 23 March 2005, 1899 Hanrei Jiho 56.

[86] METI and MoJ Guidelines, note 50, at 4–5. For a discussion of Livedoor and other cases იხ. Sôichirô Kozuka, Recent Developments in Takeover Law: Changes in Business Practices Meet Decade-Old Rule, 21 Zeitschrift für Japanisches Recht 5, 12–16 (2005).

[87] აქედან გამომდინარე, გერმანიაში დირექტორატს აქვს ძალაუფლება, განახორციელოს მოქმედება აქციონერების თანხმობის საფუძველზე და/ან სამეთვალყურეო საბჭო არ გაათავისუფლებს დირექტორატს კომპანიის საუკეთესო ინტერესების შესაბამისად მოქმედებისგან. მაშინ როდესაც სახეზეა აკადემიური დებატები, თუ რა არის ეს შეზღუდვა, საეჭვოა, ახდენს თუ არა ის მენეჯმენტის მიერ საკუთარი ინტერესების შესაბამისად მოქმედებებს, გარდა განსაკუთრებით მძიმე შემთხვევებისა. მიუხედავად ამისა, სახეზეა გარკვეული მტკიცებულება, რომ დელავერის სასამართლოებმა აქტიურად იმუშავეს სტანდარტების სტრატეგიის გასავითარებლად, მაშინ როდესაც ის გამოყენებული იყო უფრო მეტად როგორც მენეჯერული წახალისების, და არა როგორც კონტროლის ცვლილებებისადმი წინააღმდეგობის, საშუალება. იხ. Robert B. Thompson and Randall S. Thomas, The New Look of Shareholder Litigation: Acquisition-Oriented Class Actions, 57 Vanderbilt Law Review 113 (2004).

მეშვეობით (proxy fight), სამიზნე კომპანიის დირექტორების თანამდებობებიდან გადაყენების გზით. თუ რწმუნებულებათა ომი არის წარმატებული, შემძენს შეუძლია, შეცვალოს დირექტორები თავისი კანდიდატებით, რომლებიც შემდეგ გამოისყიდიან აქციონერის დამატებით უფლებებს. მაშინ როდესაც ამ სტრატეგიის განხორციელებას აშშ-ის მრავალ კორპორაციაში დიდი ხნის განმავლობაში ხელი ეშლებოდა საფეხურებად დაყოფილი ბორდის[88] არსებობის გამო, უკანასკნელ წლებში შეინიშნება, რომ საფეხურებად დაყოფის გაუქმება უფრო პოპულარული მიმართულება ხდება,[89] რაც დასახელებულ სტრატეგიას უფრო მიმზიდველს ხდის. მიუხედავად ამისა, მოქმედი მენეჯმენტის გადაყენების საჭიროება იზღუდება შეთავაზების დროსთან დაკავშირებით შემძენის თავისუფლებით, რადგან დელავერში დირექტორების გადაყენება შესაძლებელია მხოლოდ წლიური საერთო კრების დროს.[90]

8.2.3.4 წარმომადგენლობითი სტრატეგია

მოქმედი მენეჯმენტის დაუფლების საწინააღმდეგო უფლებების შეზღუდვის დამატებითი სტრატეგია არის დამოუკიდებელი დირექტორების მხრიდან დადასტურების მოთხოვნა. გერმანიაში სამეთვალყურეო საბჭომ უნდა დაამტკიცოს აღმასრულებელი მენეჯმენტის მიერ წარდგენილი თავდაცვითი ღონისძიებები.[91] დასახელებული სტრატეგიის ეფექტიანობა მნიშვნელოვანწილად ეყრდნობა სამეთვალყურეო საბჭოს შესაძლებლობას, ჰქონდეს, ძირითადად, დამოუკიდებელი როლი, რაც უნდა დავაყენოთ კითხვის ნიშნის ქვეშ იმ შემთხვევაში, როდესაც ბორდში სხვა სტეიკჰოლდერთა ინტერესების დამცველები არიან წარმოდგენილი, განსაკუთრებით მაშინ, როდესაც სახეზე არიან თანამშრომელთა წარმომადგენლები, რადგან, როგორც წესი, ასეთ დროს სამეთვალყურეო საბჭო მხარს დაუჭერს მენეჯმენტის წარმომადგენლებს და არა აქციონერების მოსაზრებებს.[92] ანალოგიურად, ბორდის გადაწყვეტილებები

[88] ბორდი არის საფეხურებად დაყოფილი, როდესაც მხოლოდ ბორდის მხოლოდ ნაწილის, როგორც წესი, 1/3-ის გადარჩევა ხდება ყოველწლიურად. იხ. თავი 3.2.2.

[89] S&P 500 კომპანიების 60%-ზე მეტს ჰქონდა საფეხურებად დაყოფილი ბორდი 2002 წელს, მაგრამ 2013 წლისთვის მათი რაოდენობა შემცირდა 12%-ამდე. იხ. Weili Ge, Lloyd Tanlu, and Jenny Li Zhang, Board Destaggering: Corporate Governance Out of Focus? Working Paper (2014), at ssrn.com.

[90] შეთავაზების უპირატესობასთან დაკავშირებით წარმომადგენლობითი უფლებამოსილებებით შეჯიბრთან (proxy fight) მიმართებით, Louis Loss, Joel Seligman, and Troy Paredes, Fundamentals of Securities Regulation 562 (6th edn., 2011).

[91] დირექტორატი შეიძლება ითხოვდეს აქციონერების წინასწარ თანხმობას თავდაცვითი ღონისძიებებისთვის, მაგრამ შემდგომში ამ საკითხთან დაკავშირებით უფლებამოსილების ყველა გამოყენება უნდა დამტკიცდეს სამეთვალყურეო საბჭოს მიერ (WpÜG §33(2)), ან თავდაცვითი ღონისძიებები შეიძლება მარტივად დამტკიცდეს სამეთვალყურეო საბჭოს მიერ (WpÜG §33(1) ბოლო წინანდადება)). მხოლოდ ბოლო წუთის ცვლილებები §33-ში ხსნის ამ უცნაურობას. როგორც ჩანს, პრაქტიკული თვალსაზრისით, ნაკლები ღირებულება აქვს მენეჯმენტისთვის აქციონერების თანხმობის წინასწარ მოპოვებას.

[92] იხ. Hopt, note 49, at III.A.b.

აშშ-ში აქციონერის დამატებითი უფლების გამოხმობა-არგამოხმობასთან დაკავშირებით მიღებულია ბორდის დამოუკიდებელი წევრების მიერ. აქ არ არის სირთულე თანამშრომელთა წარმომადგენლობასთან დაკავშირებით, მაგრამ არააღმასრულებელთა დამოუკიდებლობა კვლავ ღია საკითხად რჩება.

აშშ-ის ალტერნატივა მოქმედ მენეჯმენტთან დაკავშირებით, სინამდვილეში ხშირად არის გადაყენების და წარმომადგენლობითი უფლებამოსილებების სტრატეგიები, რადგან უმეტესწილად ღია ტიპის კორპორაციების ბორდები შედგება დამოუკიდებელი დირექტორებისგან. ის, რომ დასახელებული კომბინირებული სტრატეგიები არ მუშაობს ისე, როგორც ამის სურვილი შემძენს ექნებოდა, ჩანს *აირგასის* საქმეში. *აირგასი* იყო მტრული შეძენის სამიზნე *„აირპროდაქტსის“* მხრიდან, მაგრამ აირგასის ბორდმა, „მოწამლულ აბებზე“ დაყრდნობით, უარი თქვა შეთავაზებაზე, რადგან შეთავაზებული ფასი იყო დაბალი. [93] „აირპროდაქტსმა“ დაიწყო რწმუნებულებათა ომი და სამი საკუთარი კანდიდატი აირჩია აირგასის დირექტორების პოზიციაზე. ამ ახლად არჩეულმა დირექტორებმა, მას შემდეგ, რაც მოისმინეს დამოუკიდებელი რჩევა აირგასის აქციების ფასთან დაკავშირებით, ბაზარი გააოცეს სხვა დირექტორების რჩევის მიღებით, რომ შეთავაზება, მართლაც, ჩამორჩებოდა აირგასის აქციათა ნამდვილ ღირებულებას, და გახდნენ „აირპროდაქტსის“ შეთავაზების ყველაზე პრინციპული მოწინააღმდეგეები. განსაკუთრებით სარწმუნო შედეგი გამოვიდა ორი სტრატეგიის გაერთიანების შედეგად: გადაყენების სტრატეგია, რომლითაც ხდება მოქმედი დირექტორების გადარჩევა, და წარმომადგენლობითი სტრატეგია – დანიშვნა დამოუკიდებელი დირექტორებისა, რომლებიც არიან არა მხოლოდ შემძენის წარმომადგენლები, არამედ ასევე გარეშე რჩევის მიმღებები.[94] კიდევ ერთი სტრატეგია ან დამატება წარმომადგენლობით სტრატეგიაზე არის ბორდის ვალდებულება, მიიღოს დამოუკიდებელი რჩევა ან სამართლიანი მოსაზრება კომპანიის გარეთ არსებული მხარისგან, რაც ასევე წარმოადგენდა საკითხს აირგასის საქმეში.[95] ეს მოითხოვება გაერთიანებულ სამეფოსა და საფრანგეთში.[96] აშშ-ში სამართლიანი მოსაზრებების მოძიება არის სამიზნე კომპანიის ბორდის რუტინის ნაწილი, როგორც დელავერის სასამართლო პრაქტიკის, განსაკუთრებით სმიტისა და ვან გორკომის შედეგი. [97] უკანასკნელ პერიოდში დელავერის სასამართლოებმა და ფასიანი

[93] For a fuller description, იხ. Air Products and Chemicals, Inc. v. Airgas, Inc., 16 Atlantic Reporter 3d 48 (Del. Ch. 2011).

[94] იხ. Edward B. Rock, Institutional Investors in Corporate Governance, in Oxford Handbook of Corporate Law and Governance (Jeffrey N. Gordon and Wolf-Georg Ringe eds., 2017), available at <http://www.oxfordhandbooks.com/view/10.1093/oxfordhb/9780198743682.001.0001/oxfordhb-9780198743682>.

[95] Ibid.

[96] UK Takeover Code, r 3; Règlement Général de l'AMF, Book II, Title VI, chapters I and II.

[97] 488 Atlantic Reporter 2d 858 (Del. 1985).

ქაღალდების მარეგულირებელმა კომისიამ განავითარეს დეტალური გზამკვლევი იმ საკითხთან დაკავშირებით, თუ რას წარმოადგენს დამოუკიდებელი სამართლიანი მოსაზრება.[98]

8.2.3.5 ფინანსური დაჯილდოების სტრატეგია

აღნიშნული სტრატეგიის თანახმად, მოქმედი მენეჯმენტის ინტერესი იცვლება სამუშაო ადგილების შენარჩუნებიდან ფინანსური ჯილდოს (სარგებლის) მიღებაზე, რაც დამოკიდებულია კომპანიის კონტროლის დათმობაზე შემძენის სასარგებლოდ.[99] ეს მდგომარეობა შეიძლება წარმოიშვას იმიტომ, რომ: (i) ჯილდოები, ზოგადი მამოტივირებელი სქემებიდან გამომდინარე (incentive remuneration schemes), გამოწვეულია ან კონტროლის ცვლილების შედეგად;[100] (ii) გადახდები შეიძლება განხორციელდეს მენეჯმენტთან დადებული მომსახურების ხელშეკრულების საფუძველზე;[101] ან (iii) უფრო ნაკლები სიხშირით, გადახდები ხორციელდება საჭიროების მიხედვით მოქმედი მენეჯმენტისათვის შემძენის ან სამიზნე კომპანიის მიერ წარმატებული კონტროლის ცვლილებასთან დაკავშირებით. სადაც ასეთი გადახდები არის შესაძლებელი, გამოთქმულია მოსაზრება, რომ დაჯილდოების სტრატეგია წარმატებას აღწევს, რადგან ქმნის მოტივაციას, დირექტორატმა არ განახორციელოს აქციონერის დამატებითი უფლება ან სხვა რომელიმე თავდაცვითი ღონისძიება.[102] მიუხედავად ამისა, როგორც ეს არის ახსნილი ქვემოთ, ბევრ სამართლებრივ სისტემაში მიუღებელია ან უკანონოა ისეთი მნიშვნელოვანი ზომის მქონე გადახდების განხორციელება, რაც შეიძლება უარყოფით ზეგავლენას ახდენდეს მენეჯერების მოტივაციაზე, როგორც მინიმუმ, აქციონერების თანხმობის გარეშე.

[98] For detailed references, იხ. David Friedman, The Regulator in Robes: Examining the SEC and the Delaware Court of Chancery's Parallel Disclosure Regimes, 113 Columbia Law Review 1543 (2013).

[99] Marcel Kahan and Edward B. Rock, How I Learned to Stop Worrying and Love the Pill: Adaptive Responses to Takeover Law, 69 University of Chicago Law Review 871 (2002); Jeffrey N. Gordon,An American Perspective on Anti-takeover Laws in the EU: The German Example, in Reforming Company and Takeover Law in Europe 541 (Guido Ferrarini et al. eds., 2004).

[100] E.g. because of accelerated stock options.

[101] მაგალითად, ხელშეკრულებით გათვალისწინებული დიდი კომპენსაცია („ოქროს პარაშუტი" – golden parachutes).

[102] Lucian Bebchuk and Jesse Fried, Pay Without Performance (2004) 89–91; Alessio M.Pacces, Rethinking Corporate Governance: The Law and Economics of Control Powers (2012) ch. 3.3 (welcoming such a result on theoretical grounds as enabling a manager/entrepreneur to be compensated for idiosyncratic private benefits of control on a control shift, at a lower level of ownership of the company than she would aim for if such side-payments were not available); Bengt Holmstrom and Steven N. Kaplan, Corporate Governance and Merger Activity in the UnitedStates: Making Sense of the 1980s and 1990s, 15 Journal of Economic Perspectives 121 (2001).

შესაბამისად, როგორც ჩვენ ვნახეთ მესამე ნაწილში, *მანესმანის* საქმეში (*Mannesmann* case) გადახდა გერმანული სამიზნე კომპანიის აღმასრულებელი დირექტორისთვის წარმატებული დაუფლების შემდეგ გახდა სისხლის სამართლის საქმის აღძვრის საფუძველი მის წინააღმდეგ კორპორაციული ქონების არასწორად განკარგვის გამო. სასამართლო ტესტი, რომელიც განვითარდა სისხლის სამართლის უმაღლესი სასამართლოს მიერ კორპორაციული ქონების არასწორად განკარგვის გამო, იყო მკაცრი და ობიექტური,[103] და მიიღო მკაცრი კრიტიკული გამოხმაურება აკადემიურ ლიტერატურაში.[104] პასუხისმგებლობა შეიძლება აცილებულ იქნეს წინასწარ, პოზიციის დაკარგვის შემთხვევაში გადახდის, როგორც სახელშეკრულებო პირობის გათვალისწინების სახით, თუმცა გადაწყვეტილებამ ზეგავლენა მოახდინა ხელშეკრულების გათვალისწინებული კომპენსაციის დონეზეც. გაერთიანებულ სამეფოში დამატებითი გადახდები, ისევე, როგორც ხელშეკრულებით გათვალისწინებული კომპენსაცია დაუფლების შემდეგ სამსახურის დაკარგვასთან დაკავშირებით, საჭიროებს აქციონერების თანხმობას, რისი არქონის შემთხვევაშიც ჩაითვლება, რომ გადახდები დაფუძნებული იყო აქციონერების თანხმობაზე, რომლებმაც მიიღეს შეთავაზება.[105] აღნიშნული ანაზღაურება ხაზს უსვამს იმ ფაქტს, რომ მოქმედი მენეჯმენტის როლის გაძლიერება კონტროლის ცვლილებებთან დაკავშირებით გამოიწვევს კონტროლის მოსაპოვებლად გადახდილ საბაზრო ღირებულებაზე ზემოთ არსებული თანხის ნაწილის წარმართვას დირექტორების მისამართით.[106] მიუხედავად ამისა, გაერთიანებული სამეფოს წესები მოქმედებენ ბორდის ნეიტრალიტეტის არარსებობის პირობებში. აქედან გამომდინარე, დირექტორების მოტივაციის გაზრდა იმისათვის, რომ შემძენმა თავი აარიდოს თავდაცვით ღონისძიებებს, სავარაუდოდ, ნაკლებად მნიშვნელოვანია.

ზოგადად, გადაწყვეტილების მიღების თავდაპირველი შესაძლებლობა მოსალოდნელია, იყოს ძალიან მნიშვნელოვანი. მაშინ როდესაც ზოგიერთ იურისდიქციაში, ძირითადად აშშ-ში, დამატებითი სტრატეგიების, განსაკუთრებით დაჯილდოების სტრატეგიის, გამოყენებამ, შესაძლოა, შექმნას ისეთი ვითარება, სადაც ერთობლივი გადაწყვეტილების მიღების შედეგი მნიშვნელოვნად განსხვავებულია (ღირებულების გამაძლიერებელი შეთავაზებების ფაქტორის გათვალისწინებით) ბორდის ნეიტრალიტეტის პრინციპის დაცვით

[103] BGH 21 December 2005, Neue Juristische Wochenschrift 2006, 522. იხ. Also Chapter 3.3.2.

[104] Gerald Spindler, Vorstandsvergütungen und Abfindungen auf dem aktien- und strafrechtlichen Prüfstand–Das Mannesmann-Urteil des BGH, ZIP-Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 349 (2006).

[105] Companies Act 2006, sections 219, 222(3), and 226C.

[106] Cf. Gordon, note 99, at 555 (“One way to understand (golden parachutes and accelerated stock options) is as a buyback by shareholders of the takeover–resistance endowment that managers were able to obtain from the legislatures and the courts during the 1980s”).

მიღებული შედეგისგან. ასეთი დასკვნა მნიშვნელოვანწილად არის დამოკიდებული იმ დამატებით სტრატეგიებზე, რომლებიც ეფექტურია და რომელთა გამოყენებაც შესაძლებელია. აქციონერების სასარგებლოდ განწყობილი ეფექტური შეფასების უფლებების მქონე სასამართლოების არარსებობის შემთხვევაში, მოქმედი მენეჯმენტის მარტივი გათავისუფლება, მნიშვნელოვანი ფინანსური ჯილდოების შეთავაზება ბორდისათვის, რათა შეთავაზება ნეიტრალურად განიხილონ ან ბორდის ნეიტრალიტეტის წესის უარყოფა ამცირებს კონტროლის ცვლილებების რაოდენობას.[107]

8.2.4 შეთავაზებამდე განხორციელებული თავდაცვითი ღონისძიებები

ხშირად მითითებულ იქნა, რომ ბორდის ნეიტრალიტეტის წესის ძირითადი შეზღუდვა აქციონერების მიერ თავდაცვითი ღონისძიებების დამტკიცების თვალსაზრისით გამოიყენება მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ მიმდინარეობს შეთავაზების განხილვა.[108] ბორდის ნეიტრალიტეტის წესი მნიშვნელოვანი მოტივაციაა მენეჯმენტისთვის, რათა იმოქმედონ ეფექტურად პოტენციური შეთავაზებების წინააღმდეგ იქამდე, სანამ ისინი განხორციელდება. უფრო მეტიც, სამეწარმეო და ფასიანი ქაღალდების სამართლის განვითარებებს შეუძლიათ გააძლიერონ ეს შესაძლებლობები. მაგალითად, ხმის უფლების მქონე ბენეფიციარის საკუთრების შესახებ ინფორმაციის სავალდებულო და სწრაფი ღიაობა ხელს უწყობს მოქმედ მენეჯმენტს, რათა გაზარდოს მათთვის არსებული დრო, რაც საჭიროა თავდაცვითი ნაბიჯების გადასადგმელად. ამჟამად იურისდიქციების უმრავლესობას აქვთ წესები, რომლებიც მოითხოვენ ღია ტიპის კორპორაციაში ხმის უფლების მქონე აქციების ბენეფიციარი მესაკუთრეებისაგან, მიუხედავად იმისა, მოქმედებენ მარტო თუ შეთანხმებით მოქმედ ჯგუფში, გაუმჟღავნონ მფლობელობის ფაქტი კომპანიას, როცა საკუთრების ოდენობა გადასცდება მინიმალურ ზღვარს,[109] და ეკონომიკური ინტერესები წილებში ღიაობის ვალდებულების ქვეშ ექცევა.[110] ბენეფიციარი მესაკუთრე შეიძლება

[107] იხ. იქვე (დასახელებული მოსაზრებები გამოყენებულა გერმანიასთან მიმართებით, სადაც ბორდის არც მარტივი გადადგომა, არც განსაკუთრებული მამოტივირებელი გარემოებები არ გამოიყენება გარიგების პირობების მისაღებად).

[108] იხ. Paul Davies, The Regulation of Defensive Tactics in the United Kingdom and the United States, in European Takeovers: Law and Practice 195 (Klaus J. Hopt and Eddy Wymeersch eds., 1992). თუ თავდაცვითი ღონისძიება, რომელიც გათვალისწინებულ იქნა შეთავაზებამდე, ამოქმედებისათვის მოითხოვს ბორდის თანხმობას შეთავაზების შემდეგ, დასახელებული ღონისძიება გამოყენებული იქნება სამართლიანი მოპყრობის წესის თანხლებით (მაგალითად, შეთავაზების შემდეგ აქციონერების თანხმობა საჭიროა აქციების გამოსაშვებად, რაზეც ბორდი იყო უფლებამოსილი).

[109] ეროვნული სამართლის უმეტესობა მოითხოვს რეგულარულ ღიაობას 5%-იან ან 3%-იან ნიშნულზე. იხ. მაგალითისთვის Transparency Directive 2004/109, Art. 9(1): initial disclosure at 5 percent, but member states can introduce a lower threshold. იხ. Chapter 6.2.1.1.

[110] იხ. new Art. 13(1)(b) of Transparency Directive 2004/109/EC, as revised in 2013. For the U.S., იხ. CSX Corp v. The Children's Investment Fund (UK) LLP 562 Federal Supple-

იყოს ვალდებული, გაამჟღავნოს არა მხოლოდ საკუთრების ფაქტი, არამედ ასევე მისი მიზნები კომპანიის კონტროლთან დაკავშირებით.[111] ზოგიერთი იურისდიქცია მიდის უფრო შორს და უფლებას აძლევს კომპანიებს, წესდებებში გაითვალისწინონ ღიაობის ვალდებულება საკუთრების უფრო მინიმალურ ოდენობასთან დაკავშირებითაც, ვიდრე ეს არის კანონით გათვალისწინებული მინიმალური ზღვრის თანახმად.[112]

ევროკავშირის მაღალი დონის ჯგუფის შეხვედრის შემდეგ ჩვენ შეგვიძლია, შეთავაზების განხორციელებამდე თავდაცვითი ღონისძიების 6 კატეგორიის იდენტიფიცირება მოვახდინოთ:[113] (a) ბარიერების შექმნა კომპანიის აქციების შეძენისათვის (მაგალითად, აქციების განსაზღვრული ოდენობის შეძენა ან „მოწამლული აბების“ განხორციელება);[114] (b) საერთო კრებაზე კონტროლის მოპოვების დროს წინააღმდეგობების შექმნა (ხმის უფლების ლიმიტი, რამდენიმე ხმის მქონე აქციები); (c) დირექტორთა საბჭოს კონტროლის ლიმიტი (თანამშრომელთა წარმომადგენლობა, საფეხურებად დაყოფილი ბორდი, ექსკლუზიური დანიშვნის უფლება ზოგიერთი აქციონერისათვის); (d) მოქმედებების განხორციელება, რომელიც მიზნად ისახავს კომპანიის ქონების კონტროლის პრევენციას (lock-ups); (e) ფინანსური ან მენეჯმენტის პრობლემების შექმნა შემძენისთვის, როგორც შეძენის შედეგი (poison debt); და (f) მოქმედებები, რომლებიც იწვევენ რეგულაციურ საკითხებს (მაგალითად, თავდაცვით შეძენებში წარმომადგენლობის საწინააღმდეგო პრობლემის შექმნა, თუ მტრული შეძენა არის წარმატებული).[115] კიდევ ერთ ეფექტურ შეთავაზებამდე არსებული

ment 2d 511 (2008), bringing equity swaps within Securities Exchange Act 1934 §13(d). On the policy discussion around such requirements, იხ. Maiju Kettunen and Wolf-Georg Ringe, Disclosure Regulation of Cash- Settled Equity Derivatives–An Intentions-Based Approach, Lloyd's Maritime & Commercial Law Quarterly 227 (2012). On creeping acquisitions, იხ. Section 8.3.4.

[111] §13(d) Securities Exchange Act 1934 (U.S.); Art. L.233-7, VII Code de commerce (France), where this additional information is required at the 10 percent, 15 percent, 20 percent, and 25 percent levels; Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) §27a, only at the 10 percent level (Germany); Art. 27-23 et seq. of the Financial Instruments and Exchange Act 2006 (Japan).

[112] იხ. Art. L. 233-7, III Code de commerce (France) and Part 22 of the Companies Act 2006 (UK). The European Commission proposed in 2014 to give all EU companies on top-tier markets the right to obtain disclosure of beneficial ownership at the 0.5 percent level in its suggested amendments to the (in this context, inaptly named) Shareholder Rights Directive.

[113] Report of the High Level Group of Company Law Experts Issues Related to Takeover Bids, Brussels, January 2002, Annex 4. Some of these defensive steps could be taken, of course, post-bid as well.

[114] „მოწამლული აბები“ შეიძლება დაინერგოს შეთავაზებამდე ან შეთავაზების განხორციელების შემდეგ, თუმცა, როგორც წესი, ხორციელდება შეთავაზებამდე. მაგრამ შეთავაზების შემდეგ დირექტორებს რჩებათ უფლება, გამოიხმონ „მოწამლული აბები“, რაც მათი ცალმხრივი უფლებაა, რითაც ისინი ხდებიან „მოწამლული აბების“ სქემის ცენტრალური რგოლი.

[115] იხ. აგრეთვე European Commission, Report on the Application of Directive 2004/25/EC on Takeover Bids, 28 June 2012, COM(2012) 347, para. 14.

თავდაცვითი ღონისძიება შესაძლოა, იყოს კონტროლის პირობების შეცვლა აღმასრულებელ ხელშეკრულებებში, როგორც ეს არც თუ ისე დიდი ხნის წინ იქნა გადაწყვეტილი ფრანგული უზენაესი სასამართლოს მიერ.[116]

ცენტრალიზებული მენეჯმენტის საქმიანობის მეშვეობით უფრო მეტი ჩარევა იქნება, თუ ბორდის ნეიტრალიტეტის წესს გამოვიყენებთ მაშინ, როდესაც შეთავაზება არ არის სახეზე, როგორც მინიმუმ, ზეგავლენის ტესტის მიხედვით ("effects" test).[117] ნებისმიერი კომერციული გადაწყვეტილება, რომელსაც შეიძლება ჰქონდეს მომავალ შეთავაზებაზე ზეგავლენის მოხდენის შესაძლებლობა, უნდა დამტკიცდეს აქციონერების მიერ. მიუხედავად ამისა, შეიძლება, ვიღაცამ იფიქროს, რომ ბორდის ნეიტრალიტეტის წესი არ იქნება ეფექტური, თუ თან არ ახლავს შეთავაზებამდე ცვლილებები კონტროლის განხორციელებაში. რამდენიმე სამართლებრივი სტრატეგია არის ხელმისაწვდომი. ყველაზე უფრო ზოგადია სტანდარტები, გამოყენებული სამეწარმეო სამართლის მიერ ბორდის ყველა გადაწყვეტილების მიღებასთან დაკავშირებით (გულმოდგინებისა და ერთგულების მოვალეობა). დასახელებული სტანდარტები არის ნაკლებად შემზღუდავი, ვიდრე ბორდის ნეიტრალიტეტის წესი ქვემოთ მითითებული მიზეზების გამო. როგორც წესი, ძირითადი მიზნის წესის ("primary purpose" rule) გარკვეული ფორმა არის გამოყენებული იმისათვის, რომ განვასხვაოთ შეთავაზებამდე არსებული ლეგიტიმური და არალეგიტიმური გადაწყვეტილებები ერთმანეთისგან, რომელთაც აქვთ თავდაცვითი ხარისხი, ასევე, კომერციული საფუძვლები.[118] ასეთი წესები აძლევენ მენეჯმენტს მნიშვნელოვან თავისუფლებას, განახორციელოს ისეთი ქმედებები, რომელთათვისაც არსებობს საფუძვლიანი კომერციული მიზეზები, იმ შემთხვევაშიც კი, თუ ასეთ ქმედებას აქვს თავდაცვითი თვისებები, რის შესახებაც დირექტორები არიან ინფორმირებული და რასაც ისინი მიესალმებიან, მაგალითად: ქონების შეძენას, რომელიც შექმნის კონკურენციის პრობლემას მომავალი შემთავაზებლისათვის, ან რაც აქციების განსაზღვრულ ოდენობას მოათავსებს მეგობრულად განწყობილი შემძენის ხელში.[119]

[116] Cour de cassation, decision of 26 January 2011 (no 09-71271), Havas.

[117] რა თქმა უნდა, ზუსტი ხაზი, რამაც უნდა გაყოს ერთმანეთისგან შეთავაზებამდე და შეთავაზების შემდეგ არსებული პერიოდი, შეიძლება იყოს დებატების საგანი. დაუფლების კოდექსი (Takeover Code) ავლებს ამ ხაზს ბორდის შეხედულებაზე დაყრდნობით, თუკი ბორდს აქვს მიზეზი დაიჯეროს, რომ შეთავაზება არის გარდაუვალი (Rule 21.1: იხ. Section 8.2.2), მაშინ, როდესაც დაუფლების დირექტივის სამართლიანი მოპყრობის წესი გამოიყენება, თუკი შემთავაზებელი არის ინფორმირებული შემძენის მიერ მისი გადაწყვეტილების შესახებ, რათა განახორციელოს შეთავაზება (Arts. 9(2) and 6(1)).

[118] On the UK "proper purpose" rule, იხ. recently Eclairs Group Ltd v JKX Oil & Gas Plc (2015) UKSC 71.

[119] შეთავაზების შემდეგ სასამართლოებს შეიძლება ჰქონდეთ პრობლემა, შეუფარდონ primary purpose rule, როგორც პირადი დაინტერესების მქონე თავდაცვითი ღონისძიება. იხ. the discussion of the Miyairi Valve litigation in Japan by Kozuka, note 86, at 10–11. იხ. also Harlowe's Nominees Pty Ltd v Woodside (Lake Entrance) Oil Co. 42 Australian Law Journal Reports 123 (High Court of Australia) (1968).

წესები, რომლებიც არეგულირებენ განსაზღვრულ გადაწყვეტილებებს, შეიძლება უფრო შემზღუდავები იყვნენ, თუმცა აქვთ ნაკლები მნიშვნელობა. მნიშვნელოვანი ტრანსაქციების მარეგულირებელმა წესებმა შეიძლება მოითხოვონ აქციონერების თანხმობა, როგორც ტრანსაქციამდე არსებული მოქმედება თავდაცვითი მახასიათებლებით.[120] ჩვენ ზემოთ ვნახეთ, რომ აქციონერების თანხმობასთან დაკავშირებულმა წესებმა, რომლებიც უკავშირდება კაპიტალის გამოშვებას, შექმნა წინაღობები „მოწამლული აბების“ პირდაპირ დანერგვასთან დაკავშირებით ევროპაში.[121] აქ შეთავაზებამდე არსებული ერთობლივი გადაწყვეტილების მიღების პროცესი არის უფრო აქციონერების გადასაწყვეტი, რადგან წარმოდგენილი ალტერნატივა გულისხმობს არა აქციონერების მიერ ერთპიროვნულად გადაწყვეტილების მიღებას, არამედ ბორდის მიერ ერთპიროვნულად გადაწყვეტილების მიღებას. მიუხედავად ამისა, აქციონერების ეს ვეტოს უფლებები წარმოშობილია საკორპორაციო სამართლის უფრო ზოგადი პრობლემებით, და არა შეთავაზებამდე არსებული თავდაცვითი ღონისძიებების კონტროლით, აქედან გამომდინარე, აქვთ გარკვეულწილად დაუგეგმავი, მოულოდნელი გავლენა კონტროლის ცვლილებებზე კომპანიაში.

ზოგადად, მენეჯმენტს აქვს უფრო ფართო თავისუფლება, გაიმყაროს საკუთარი პოზიციები შეთავაზებამდე არსებულ გარემოში, ვიდრე შეთავაზების შემდგომ გარემოში, და სამართლებრივი სტრატეგიები, რომლებიც გამოიყენება შეთავაზებამდე მენეჯერული ოპორტუნიზმის საკონტროლებლად, არის ზოგადი სტრატეგიები, რომელთა მიზანია აქციონერების, როგორც წარმოდგენილი პირების, დაცვა მენეჯმენტის, როგორც წარმომადგენლების, წინააღმდეგ, როგორც ეს არის წინამდებარე წიგნში განხილული.[122] მიუხედავად ამისა,

გათვითცნობიერებული აქციონერების ხელში, რომლებსაც შეუძლიათ საკუთარი ქმედებების კოორდინირება, შეთავაზებამდე არსებული ღონისძიებების დამტკიცების მოთხოვნები შეიძლება ეფექტური იყოს.[123]

[120] იხ. თავი 7 დისკუსიასთან დაკავშირებით, როდესაც მნიშვნელოვანი გადაწყვეტილებები მიიღება აქციონერების თანხმობით.

[121] იხ. თავი 8.2.3.

[122] იხ. თავები 3 და 7. The “breakthrough rule” is an exception to this statement. იხ. თავი 8.4.2.2.

[123] იმ არგუმენტისთვის, რომ ეს ხსნის გაერთიანებულ სამეფოში ხმის უფლების არმქონე ან შედარებით უფრო მეტი ხმის უფლების მქონე აქციების (weighted voting shares) არარსებობას, მიუხედავად მისი ძლიერი no frustration rule-სა, იხ. Paul Davies, Shareholders in the United Kingdom, in Research Handbook on Shareholder Power 355 (Randall Thomas and Jennifer Hill eds., 2015).

8.3 სამიზნე აქციონერებს შორის კოორდინაციის პრობლემები

როცა შეთავაზება წარდგენილია სამიზნე კომპანიის აქციონერების მიმართ, ისინი პოტენციურად არიან მნიშვნელოვანი კოორდინაციის პრობლემების წინაშე. ეს გამოწვეულია იმ ფაქტით, რომ გადაწყვეტილება, რომელიც მიზნად ისახავს შეთავაზებაზე დათანხმებას ან შეთავაზებისთვის უარის თქმას, ხორციელდება აქციონერების მიერ ინდივიდუალურად, და არა კოლექტიური გადაწყვეტილების სახით. შესაბამისად, შემძენისთვის სამიზნე კომპანიის აქციონერების დასაყოფად დიდი შესაძლებლობებია შექმნილი. დასახელებული პრობლემა დგას როგორც დახურული, ასევე ღია ტიპის კორპორაციების წინაშე: ბუნებრივია, დიდი კოლექტიური მოქმედების პრობლემა იქნება ღია ტიპის კორპორაციებში, თუმცა დახურული ტიპის კორპორაციის უმცირესობაში მყოფ აქციონერებს კოორდინაციის იგივე პრობლემები ექნებათ, განსაკუთრებით მეგობრული ტრანსაქციების დროს. საკუთრების ორივე სტრუქტურის პირობებში (უმცირესობაში მყოფი) აქციონერების კოორდინაციის პრობლემა გარკვეული ხარისხით შეიძლება შემცირებულ იქნეს სამიზნე კომპანიის ბორდის პოტენციურ შემძენთან მოლაპარაკებების საფუძველზე.[124] გადაწყვეტილების გაერთიანებულად მიღების მოდელის თანახმად, ბორდი პოზიციურად არის ძლიერი (თუმცა მას შეიძლება, ერჩიოს საკუთარი ინტერესების შესაბამისად მოლაპარაკების წარმართვა),[125] იმ შემთხვევაშიც კი, თუ, ბორდის ნეიტრალიტეტის წესის თანახმად, ბორდი ინარჩუნებს უმნიშვნელო უფლებებს აქციონერების ინტერესების დასაცავად, როგორც ჩვენ ეს უკვე ვნახეთ.[126] მიუხედავად ამისა, თუ არის აქციონერების კოორდინაციის პრობლემების ეფექტური სპეციფიკური რეგულაცია, ნაკლები საჭიროებაა მოქმედი მენეჯმენტისთვის, შეასრულოს ეს როლი, და ბორდის პოზიციის გამყარების (board entrenchment) რისკი არის შემცირებული.

ახლა ჩვენ უნდა შევამოწმოთ სამართლებრივი ტექნიკები, რომლებიც შეიძლება იქნეს გამოყენებული სამიზნე კომპანიის აქციონერთა კოორდინაციის რისკების შესამცირებლად. გარკვეული თვალსაზრისით, დასახელებული სტრატეგიები ასევე უკავშირდება წარმომადგენლობით ხარჯებს, როგორც ეს არის ზემოთ აღწერილი.[127] ჩვენ უნდა ვიცოდეთ, რომ ყველა ამ სამართლებრივ ტექნიკას აქვს ხარჯები, განსაკუთრებით პოტენციური შემძენების მიერ შეთავაზების გაკეთების მოტივაციის შემცირებით. ძირითადი სტრატეგიები, რომლებიც გამოყენებულია, არის *ex ante* ნაზავი წესებისა (სავალდებულო

[124] გასათვალისწინებელია, რომ კონტროლირებად სამიზნე კომპანიაში დომინანტ აქციონერს შეიძლება ჰქონდეს პირდაპირი მოლაპარაკება შემძენთან; ანალოგიურად, ბორდი შეიძლება კონტროლდებოდეს დომინანტი აქციონერის მიერ, შესაბამისად, ძირითადი სავაჭრო პარტნიორი იქნებოდა დომინანტი აქციონერი.

[125] იხ. თავი 8.2.3.1.

[126] იხ. თავი 8.2.2.1.

[127] იხ. თავი 8.2.

ღიაობა) და წარმომადგენლობითი სტრატეგიისა; და, *ex post* კომბინაცია დაჯილდოების სტრატეგიისა (განაწილების მოთხოვნით) და აქციათა გამოსყიდვის უფლებისა.

8.3.1 ღიაობა

განახლებული, სწორი და რელევანტური ინფორმაციის მითითების პირობა შეიძლება დაეხმაროს სამიზნე კომპანიის აქციონერს კოორდინაციისა და წარმომადგენლობით პრობლემებთან დაკავშირებით. განსაკუთრებით, სამიზნე კომპანიის მენეჯმენტის მიერ ინფორმაციის ღიაობა ამცირებს პრობლემებს გადაწყვეტილების გაერთიანებულად მიღების მოდელის სასარგებლოდ. ეს არის ის შემთხვევა, როდესაც მენეჯერებს აქვთ ინფორმაცია სამიზნე კომპანიის ღირებულების შესახებ, რის შესახებაც ინფორმაცია ბაზარს არ აქვს.[128] რეგულაციის გარეშეც, ინფორმაცია ნებაყოფლობით იქნება გამჟღავნებული შეძენის პროცესში, მაგრამ რეგულაციამ შეიძლება იძულებული გახადოს შემძენი ან სამიზნე კომპანია, გამოაქვეყნონ ინფორმაცია, რასაც უფრო მეტად დამალავდნენ, და უარყონ დაუდასტურებელი და არაიდენტიფიცირებადი ბრალდებები. სამეწარმეო სამართალი მოიცავს ინფორმაციას ღიაობის პირობების შესახებ, რომლებიც მოქმედებენ კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერებისაგან დამოუკიდებლად. მიუხედავად ამისა, ფინანსური ინფორმაციის ღიაობის შესახებ ყოველწლიური განცხადებები არის ხშირად ვადაგასული, და, მიუხედავად ღია ტიპის კორპორაციების მიმართ უმრავლეს იურისდიქციაში დამახასიათებელი განგრძობადი ანგარიშვალდებულებებისა, [129] მოსალოდნელია, როგორც სამიზნე, ასევე შემძენი კომპანიის ბორდები უკეთესად იქნებიან ინფორმირებული საკუთარი კომპანიების შესახებ, ვიდრე სამიზნე კომპანიის აქციონერები. შესაბამისად, არ არის გასაკვირი, რომ ყველა იურისდიქციას აქვს ღიაობის მავალდებულებელი ნორმების დეტალური ჩამონათვალი, რაც სამიზნე კომპანიის აქციონერების სასარგებლოდ ავალდებულებს როგორც სამიზნე კომპანიის ბორდს, ასევე შემძენს. როგორც წესი, არსებობს რეგულაციები, რომლებიც ითხოვენ ინფორმაციის ღიაობას შეთავაზების ბუნების, შემთავაზებლისა და სამიზნე კომპანიების ფინანსური პოზიციების და შემძენისა და სამიზნე კომპანიის უმაღლესი მენეჯმენტის სიმდიდრეზე წარმატებული შეთავაზების ზეგავლენის შესახებ. ჩვეულებრივი მოვლენაა, როდესაც ღიაობის მოთხოვნებს თან ერთვის დამოუკიდებელი დასკვნის მოპოვება შეთავაზების ღირებულების შესახებ. ღიაობის მოთხოვნები აწესრიგებენ დამოუკიდებელ მოსაზრებასთან დაკავშირებულ საკითხებს, ისევე, რო-

[128] Ronald J. Gilson and Reinier Kraakman, The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias, in After Enron 57 (John Armour and Joseph A. McCahery eds., 2006), not- ing, however, that target management may find it difficult to make the disclosed information credible.

[129] იხ. თავი 9.1.2.5.

გორც მესამე მხარეთა, ფასიანი ქაღალდების ანალიტიკოსთა, შეფასებებს. დამოუკიდებელი მოსაზრება განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია მენეჯმენტის მიერ კომპანიის აქციების დიდი ოდენობით შეძენის დროს (management buy-out). აქ მოქმედი მენეჯმენტი, როგორც ჩანს, ორმაგ როლს ასრულებს: როგორც ხელმძღვანელები აქციონერებისათვის და როგორც აქციების მყიდველები. იმავდროულად, როდესაც კონკურენტული შეთავაზება წარმოიშობა, მენეჯმენტის მიერ აქციების შეძენის ან სხვა კონტექსტში, წესები, რომლებიც მოითხოვენ შემთავაზებლების თანაბარ მოპყრობას მათთვის სამიზნე კომპანიის მიერ მიწოდებული ინფორმაციის პირობებთან მიმართებით, ართულებს სამიზნე კომპანიის მენეჯმენტის მიერ შერჩეული შეთავაზების დასაბუთებას. [130]

დამატებით, დაუფლების რეგულაცია მოითხოვს, რომ შეთავაზებები იყოს ღია განსაზღვრული მინიმალური ვადით (პრაქტიკა, რომელიც დაკავშირებულია 20-დღიან შეტყობინების ვადასთან) და განახლებული შეთავაზებები იყოს ღია უფრო ნაკლები პერიოდის განმავლობაშიც,[131] რათა სამიზნე კომპანიის აქციონერებმა და ანალიტიკოსებმა მოასწრონ ინფორმაციის ათვისება. ინფორმაციის ათვისების ხანგრძლივი ვადების წინააღმდეგ ძირითადი კონტრარგუმენტი არის სამიზნე კომპანიის მომავლის განმკარგავი ვადის შემცირება, რა დროის განმავლობაშიც სამიზნე კომპანიის მომავალი არის გაურკვეველი და, განსაკუთრებით, იმ დროის განმავლობაში, როდესაც სამიზნე კომპანიის ცენტრალიზებული მენეჯმენტის ფუნქციონირება არის შეწყვეტილი.[132] დამატებით, სავალდებულო მინიმალური შეთავაზების პერიოდები ზრდის სამიზნე კომპანიის მიერ თავდაცვითი ღონისძიების განხორციელების შესაძლებლობას, ან

[130] იურისდიქციებში, სადაც არ გვხვდება სპეციფიკური რეგულაცია დაუფლების საკითხებზე, საკითხის გადაწყვეტა შეიძლება მოხდეს, ზოგადად, საკორპორაციო სამართლის მიხედვით, განსაკუთრებით საკუთარ თავთან დადებული ტრანსაქციების წესების შესაბამისად. იხ. Werner F. Ebke, The Regulation of Management Buyouts in American Law: A European Perspective, in European Takeovers: Law and Practice, note 108, 304–6, თუმცა უნდა აღინიშნოს, რომ ტრანსაქცია აქ არის ტექნიკურად დირექტორსა (ან დაკავშირებულ პირს) და აქციონერებს შორის, და არა კომპანიას შორის. მენეჯმენტის მიერ აქციების დახურული ტიპის კორპორაციაში გამოსყიდვის (MBO) შემთხვევაში, პრეცედენტული სამართლის ქვეყნები შეიძლება აღმოჩნდნენ უფრო მეტი ინფორმაციული ასიმეტრიის წინაშე და აკისრებენ დირექტორებს ვალდებულებას, გაუმჟღავნონ აქციონერებს ინფორმაცია, რაც მათი ფიდუციური მოვალეობების ნაწილს შეადგენს (იხ. e.g. Coleman v. Myers (1977) 2 New Zealand Law Reports 225, NZCA). იხ. also note 55.

[131] The Williams Act-ის (note 33), აშშ-ში მიზანი იყო, გაეკონტროლებინა „შაბათის ღამის შეთავაზებები“ (Saturday Night Specials), ე.ი. შეთავაზებები, რა დროსაც აქციონერებს ჰქონდათ არალოგიკურად მცირე დრო პასუხისთვის; დასახელებული ტერმინი მომდინარეობს იაფი რევოლვერების დასახელებისგან, რომლებიც გამოიყენება შაბათს, ღამით.

[132] უკანასკნელი ცვლილებები გაერთიანებული სამეფოს დაუფლების კოდექსში გათვალისწინებულია იმისათვის, რომ შეამციროს დრო, რა დროის თვალსაზრისითაც კომპანიას შეუძლია შეთავაზების განხორციელება, შეზღუდოს შემძენების თავისუფლება რეალური მიზნის გარეშე შეძენის გამოცხადებასთან დაკავშირებით (Rule 2.6, inserted 2011 (the “put up or shut up” rule)). დასახელებული პირობის მიზანია, გამორიცხოს გაურკვევლობა და ჭორები ბაზარზე ან პოტენციური შეთავაზების შესახებ გამოცხადებებზე და გამოასწოროს სამიზნე კომპანიის აქციონერების მდგომარეობა ვირტუალური შეძენების წინააღმდეგ.

მესამე კომპანიის (white knight) გამოჩენის შესაძლებლობას, რაც გაზრდის შემძენების ხარჯს, მათ შორის, სავარაუდოდ, სამიზნე კომპანიის აქციონერების ხარჯსაც პოტენციური შემძენების დემოტივაციის (chilling effect) გზით.[133]

უფრო მეტიც, ეფექტიან ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ახალი ინფორმაცია სწრაფად ისახება აქციის ფასში, და მოსალოდნელია, მინიმალური პერიოდის ძირითადი პრაქტიკული შედეგი იქნეს უფრო მეტად ახალი ინფორმაციის გენერირება და კონკურენტი შეძენების მოწესრიგება, ვიდრე გამჟღავნებული ინფორმაციის გაცნობიერების წახალისება.

8.3.2 წარმომადგენლობითი სტრატეგია

სამიზნე კომპანიის აქციონერები დგანან იმ რისკის წინაშე, რომ მოქმედი მენეჯმენტი მტრულ შეძენებს გადაჭარბებულად დაახასიათებს არამიმზიდველი მხარეებით და საპირისპიროს გააკეთებს მეგობრულ შეძენასთან მიმართებით. როგორც ეს ზემოთ ვნახეთ, *ex ante* ზოგადი პასუხი მოქმედი მენეჯმენტისთვის არის კომპეტენტური დამოუკიდებელი მოსაზრების ("competent independent advice") მოსმენა შეთავაზების ღირებულებაზე (როგორც წესი, საინვესტიციო ბანკისგან) და ინფორმაციის მიწოდება აღნიშნულის შესახებ აქციონერებისათვის. ეს ნაწილობრივ არის ინფორმაციის ღიაობის სტრატეგია და ნაწილობრივ წარმომადგენლობითი სტრატეგია: საინვესტიციო ბანკი არ იღებს გადაწყვეტილებას, მაგრამ იძლევა შეთავაზების შეფასებას, რომლის სიზუსტეს აქვს რეპუტაციული შედეგი ბანკისათვის. ინფორმაციის განსაკუთრებით მგრძნობიარე ნაწილები, როგორიცაა მოგების პროგნოზირება, შეიძლება გახდეს მესამე მხარის შეფასების საგანი. თუ სახეზეა მენეჯმენტის მიერ აქციების გამოსყიდვა, დირექტორები, რომლებიც ჩართულები არიან შეძენის გუნდში, შეიძლება გაირიცხონ იმ შემადგენლობიდან, სადაც სამიზნე კომპანიის აქციონერებს უნდა შესთავაზონ მოსაზრებები შეთავაზებებთან დაკავშირებით, შესაბამისად, პასუხისმგებლობა ეკისრებათ ისეთ დირექტორებს, რომელთაც არა აქვთ ინტერესთა კონფლიქტი.[134] *ex post* პასუხისმგებლობის წესებმა შეიძლება ხელი შეუწყოს *ex ante* მოტივაციის სიზუსტეს (*Ex post* liability rules may add something to the *ex ante* incentives to be accurate.).

8.3.3 დაჯილდოების (განაწილების) სტრატეგია

კანონების მნიშვნელოვანი თვისება არის სამიზნე კომპანიის კოორდინაციის პრობლემის გადაწყვეტა თანაბარი მოპყრობის პრინციპის დანერგვის გზით – თუმცა დასახელებული პრინციპი შეიძლება დაინერგოს სიხისტის გან-

[133] იხ. თავი 8.2.2.2, კონკურენტი შეძენების განხილვასა და ბორდის ნეიტრალიტეტის წესთან დაკავშირებით.

[134] UK Takeover Code, Rule 25.2 (notes 4 and 5).

სხვავებული ხარისხით. თანაბარი მოპყრობის პრინციპი დგას იმ შემძენების გზაზე, რომელთაც უნდათ ზეწოლის გაზრდა სამიზნე აქციონერებზე, რათა მათ მიიღონ შეთავაზება აქციონერთა ნაწილისთვის (როგორც წესი, მათთვის, ვინც უფრო ადრე თანხმდება შეთავაზებას), უკეთესი შეთავაზების პირობების სანაცვლოდ.[135] ზოგადად, სისტემებს, რომლებიც შეთავაზებასთან დაკავშირებით გადაწყვეტილების მიღებას ათავსებენ აქციონერების ხელში, უფრო სრულყოფილად აქვთ თანაბარი მოპყრობის პრინციპი განვითარებული, ვიდრე მათ, ვისაც დანერგილი აქვთ ერთობლივი გადაწყვეტილების მიღების მოდელი.

გარკვეული თვალსაზრისით, ყველა სისტემა აღიარებს თანაბარი მოპყრობის პრინციპს. ის, პირველ რიგში, შეიძლება გამოყენებულ იქნეს შეთავაზების შიგნით (რომ მათ, ვინც მიიღებს შეთავაზებას, მიიღონ შეთავაზება იდენტურ პირობებზე დაყრდნობით);[136] მეორე, მათ შორის ვინც მიიღებს შეთავაზებას და ვინც გაასხვისებს აქციებს შემძენზე შეთავაზების მიღმა, იქამდე ან იმის შემდეგ, რაც შეთავაზების ფორმალური პროცესი დაიწყო; და მესამე, მათ შორის, ვინც ასხვისებს აქციებს შემძენზე როგორც კონტროლის განმახორციელებელი შეძენის ნაწილს და ვინც რჩება კომპანიაში როგორც აქციონერები. მესამე შემთხვევაში, თანაბარი მოპყრობის პრინციპის დანერგვა სცდება განაწილების სტრატეგიას და მოიცავს სამიზნე კომპანიის აქციონერების მხრიდან აქციათა გამოსყიდვის უფლებას.

თანაბარი მოპყრობის პირველი პრინციპი აღიარებულია ყველა იურისდიქციაში. შესაბამისად, შეთავაზებები არის გამორიცხული, და აქციონერები, რომლებიც მანამდე დასთანხმდნენ შეთავაზებას, უფრო მეტ თანხას მიიღებენ, თუ შეთავაზების ფასი მომავალში გაიზრდება. თუმცა, ნაცვლად იმისა, რომ ჩამოყალიბდეს სხვადასხვა ზოგადი შეფასება, შემძენმა შეიძლება სამიზნე კომპანიის ზოგიერთ აქციონერს შესთავაზოს (განსაკუთრებით, მნიშვნელოვანი წილის მფლობელს) უკეთესი პირობები მათი აქციების შეთავაზების მიღმა შეძენით. აღნიშნულის გადაწყვეტის ერთ-ერთი გზაა შეთავაზების მიღმა შესყიდვების აკრძალვა, თუმცა ეს წესი შეიძლება შევუფარდოთ მხოლოდ იმ შეძენებს, რომლებიც ხორციელდება შეთავაზების მიმდინარეობისას ან შეთავაზების პერიოდის სიახლოვეს.[137]

[135] Paul Davies, The Notion of Equality in European Takeover Regulation, in Takeovers in English and German Law 9 (Jennifer Payne ed., 2002).

[136] ან ეკვივალენტურ პირობებზე, სადაც შეთავაზება ფარავს აქციების ერთზე მეტ კლასს.

[137] იხ. მაგალითისთვის, საფრანგეთში Art. 231-41 Règlement Général de l'AMF, რომელიც კრძალავს ბაზარზე სამიზნე კომპანიის აქციების შეძენას შეთავაზების, რომელიც მიზნად ისახავს აქციების გაცვლას, პერიოდში, რადგან სახეზეა საბაზრო მანიპულაციის რისკი; აღნიშნულიდან გამონაკლისია აქციების გამოსყიდვის პროგრამა (Viandier, note 71, at 367). ფულით აქციების შეძენის შეთავაზებისას შემძენი არ არის უფლებამოსილი, შეიძინოს სამიზნე კომპანიის ფასიანი ქაღალდები შეთავაზებამდე არსებულ პერიოდში ანუ პერიოდში შეთავაზების პირობების გამოქვეყნებასა და ფორმალურ შეთავაზებას შორის, თუ პირობები უნდა გამოქვეყნდეს უფრო ადრე ბაზარზე არსებული ეჭვებიდან გამომდინარე (Art. 231-38, II Règlement Général de l'AMF).

ალტერნატიული სტრატეგია არის შეთავაზების ღირებულების გაზრდა შეთავაზების მიღმა არსებულ ღირებულებამდე.[138] სადაც აღნიშნული შეთავაზებები არის ნებადართული შეთავაზების პერიოდში, განაწილების შესახებ წესის დაკისრება მიჩნეულია უნივერსალურად. ზოგიერთი იურისდიქცია უფრო შორს მიდის და ნერგავს განაწილების წესს, რაც გამოწვეულია უკანასკნელ შეთავაზებამდე არსებული შეძენებით.[139] შეძენამდე არსებული განაწილების წესი მოიპოვებს განსაკუთრებულ მნიშვნელობას, თუ სამიზნე კომპანია კონტროლდება კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერის მიერ, რადგან შეძენის შედეგი იქნება შეძენაში კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერისათვის გადახდილი თანხის განაწილება სხვა უმცირესობაში მყოფ აქციონერებთან, თუ შემძენი განახორციელებს ზოგად შეთავაზებას მნიშვნელოვანი წილის შეძენის შემდეგ. დასახელებული თანხა იძლევა სხვაობას სამიზნე კომპანიის საბაზრო ღირებულებასა და მასში გადახდილ ოდენობას შორის (takeover premium). ბევრი იურისდიქცია სავალდებულოს ხდის ასეთ შეთავაზებას, როგორც ვნახავთ მომდევნო თავში.

8.3.4 აქციათა გამოსყიდვის უფლებები: აქციათა შეძენის სავალდებულო შეთავაზების წესი (სავალდებულო შეთავაზების წესი) და შეთავაზების შესაძლებლობის ღიაობა

ყველაზე უფრო ძლიერი და ორაზროვანი გამოხატულება განაწილების პრინციპისა არის მოთხოვნა, რომ აქციების შემძენი ახორციელებს ზოგად შეთავაზებას სხვა აქციონერებისათვის, მას შემდეგ, რაც მან შეიძინა საკმარისი ოდენობით აქციები (ბაზარზე ან მის მიღმა) სამიზნე კომპანიაზე კონტროლის მოსაპოვებლად. კონტროლი, როგორც წესი, განმარტებულია ხმის უფლების მქონე 30%-ის (ანუ მესამედის) ფლობად კომპანიაში.[140] ესაა სავალდებულო

[138] კიდევ ერთხელ უნდა აღინიშნოს, რომ ფრანგული სამართალი ითვალისწინებს მაგალითს: მაშინ, როდესაც შემძენი ყიდულობს სამიზნე კომპანიის ფასიან ქაღალდებს შეთავაზების პერიოდში მაღალ ფასად, შეთავაზების ფასის შესაბამისი გადახედვა მოხდება (Art. 231-39 Règlement Général de l'AMF).

[139] გაერთიანებული სამეფოს დაუფლების კოდექსის მე-6 და მე-11 წესები (მაგრამ მოითხოვენ ნაღდ ფულს მხოლოდ იმ შემთვევაში, როდესაც დაუფლებამდე არსებული შეძენა, ფულის სანაცვლოდ, მიაღწევს აქციათა კლასის 10%-ს უკანასკნელი 12 თვის განმავლობაში); WpÜG §31 and WpÜG- Angebotsverordnung §4 (გერმანია) (მოითხოვს ნაღდ ფულს 5%-ის შემთხვევაში, თუმცა მხოლოდ მაშინ, როდესაც დასახელებული პროცენტი შეძენილ იქნა ნაღდი ფულის სანაცვლოდ შეთავაზების განხორციელებამდე 6 თვის განმავლობაში). დაუფლების დირექტივა არ ითვალისწინებს განაწილებას ასეთ შემთხვევაში.

[140] That is most common within the EU. იხ. Commission's Report on the Implementation of the Directive on Takeover Bids (SEC(2007) 268, February 2007), annex 2. For alternative approaches worldwide, იხ. Umakanth Varottil, Comparative Takeover Regulation and the Concept of 'Control', Singapore Journal of Legal Studies 208 (2015).

შეთავაზება,[141] განსაკუთრებით მოთხოვნადი წესი, რადგან, როგორც ეს მიღებულია, მოითხოვს, შეთავაზებული იყოს კონტროლის განმახორციელებელი აქციებისთვის გადახდილი ყველაზე უფრო მაღალი ფასი[142] და აქციონერებს მიეცეთ შესაძლებლობა, აირჩიონ ნაღდი ფულით ანაზღაურება.[143] აქ კანონი, შემძენისათვის ზოგადი შეთავაზების განხორციელების ვალდებულების დაკისრებით, უფლებას აძლევს აქციონერებს, გავიდნენ კომპანიიდან მომხიბვლელ ფასად (აქციების გამოსყიდვა). აქციათა შეძენის სავალდებულო შეთავაზების წესი არ აყალიბებს შეთავაზებას, რომლის განხორციელებაც უნდა შემძენს, არამედ მოითხოვს შეთავაზების გაკეთებას ისეთ სიტუაციაში, როდესაც შემძენს ურჩევნია ასეთი შეთავაზება არ გააკეთოს. ეს მოთხოვნა შეიძლება დაცულ იქნეს ორ საფუძველზე დაყრდნობით: პირველი, შეთავაზების სავალდებულო წესის არქონა უფლებას მისცემდა შემძენს, ზეწოლის ქვეშ მოექცია ისინი, ვის მიმართაც შეთავაზება განხორციელდა კონტროლის განმახორციელებელი აქციების ოდენობის შეძენის დროს, რათა მიეღოთ შეთავაზებები შიშზე დაყრდნობით, რადგან ყოველი მომდევნო შეთავაზება შეიძლება იყოს უფრო ნაკლები ღირებულების, ან საერთოდ არ განხორციელდეს. სადაც შეთავაზება იწვევს ღირებულების შემცირებას, ან მისი გავლენა სამიზნეზე არ არის გარკვეული, შეთავაზების სავალდებულო წესის გამოყენება, იმისათვის, რომ მოეხსნას ზეწოლა სატენდერო შეთავაზებაზე, აქედან გამომდინარე, არეგულირებს აქციონერების მნიშვნელოვან საკოორდინაციო საკითხს შემძენის წინააღმდეგ. სადაც შეთავაზება ზრდის ღირებულებას სამიზნე კომპანიის აქციონერებისათვის, შეიძლება ვიდავოთ, რომ მოწინააღმდეგე აქციონერების მიერ გამოსყიდვის უფლების მინიჭება აუცილებელი არ არის. თუმცა შეიძლება იყოს რთული წესების დამდგენისთვის, რომ განსაზღვროს *ex ante* რომელ კატეგორიაში აღმოჩნდება შეთავაზება. აქედან გამომდინარე, არჩევანი კეთდება შეთავაზების სავალდებულო წესის გამოყენება-არგამოყენებას შორის. უფრო მეტიც, თუმცა შეიძლება შეთავაზება ზრდიდეს ღირებულებას სამიზნე კომპანიის აქციონერებისათვის, უმცირესობაში მყოფმა აქციონერებმა შეიძლება არ მოიპოვონ მომავალში ღირებულების პროპორციული წილი, მაგალითად, შემძენის მიერ კონტროლთან დაკავშირებული კერძო ბენეფიტების ჩამოშორების გამო. აღნიშნულს მივყავართ სავალდებულო შეთავაზების წესის მეორე ლოგიკურ საფუძვლამდე. კორპორაციის აქციების განსაზღვრული

[141] დამატებითი საკითხები წარმოიშობა მაშინ, როდესაც შეთავაზების სავალდებულო წესი ეკისრება შემძენს, რომელიც მოიპოვებს აქციების საკონტროლო პაკეტს კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერისაგან. განხილულია 8.4 და 8.4.2 თავებში.

[142] დაუფლების დირექტივა Art. 5(4) აკისრებს ყველაზე უფრო მაღალი ფასის წესს, თუმცა ითვალისწინებს სამეთვალყურეო საბჭოს უფლებამოსილებას, გადაუხვიოს დასახელებულ მოთხოვნას განსაზღვრულ შემთხვევებში. But იხ. the system in Brazil, Section 8.4.2.1.

[143] დაუფლების დირექტივა უფლებას იძლევა, რომ სავალდებულო შეთავაზება შედგებოდეს ლიკვიდური ფასიანი ქაღალდებიდან, მაგრამ ზოგიერთი წევრი სახელმწიფო (მაგალითად, გაერთიანებული სამეფოს დაუფლების კოდექსის rule 9.5) მოითხოვს, რომ ოფერი იყოს ფულადი ან თან ახლდეს ფულის ალტერნატივა.

რაოდენობის შეძენით კომპანიის მთელ აქტივზე კონტროლის მოპოვება ხელს უწყობს მათ, ვისაც უნდათ კორპორაციულ კონტროლთან დაკავშირებული კერძო ბენეფიტების გამოყენება. ამ შეხედულების თანახმად, სავალდებულო შეთავაზების წესი წარმოადგენს უმრავლესობის მიერ უმცირესობაში მყოფი აქციონერების დაცვის პრევენციულ საშუალებას, რადგან უმცირესობაში მყოფ აქციონერებს კომპანიის გასვლის უფლებას აძლევს კონტროლის შეძენის ტრანსაქციის დროს.[144] ივარაუდება, რომ ზოგადი საკორპორაციო სამართალი არ არის სრულად შესაბამისი იმისათვის, რომ განახორციელოს მაკონტროლებლების ზედამხედველობა.[145] აღნიშნულ საფუძველზე დაყრდნობით, სავალდებულო შეთავაზების წესს უნდა ახლდეს თან აკრძალვა ნაწილობრივ ზოგად შეთავაზებებზე; იქაც კი, მიუხედავად პროპორციულობის წესისა *(pro rata acceptance rule),* ყველა აქციონერის მიმართ ხორციელდება თანაბარი მოპყრობის წესი. დამატებით, შესაძლოა არსებობდეს მოლოდინი, მოიძებნოს წესი, სადაც მოითხოვენ, რომ ტოლფარდი შეთავაზებები განხორციელდეს სამიზნე კორპორაციის ყველა წილობრივი აქციის მქონე აქციონერების მიმართ, განურჩევლად ხმის უფლების მქონე აქციისა.[146] სავალდებულო შეთავაზების წესები არის ამჟამად საკმაოდ გავრცელებული. დაუფლების დირექტივა ითხოვს ევროკავშირის წევრი სახელმწიფოებისაგან, დანერგოს სავალდებულო შეთავაზების წესი (და, იმავდროულად, ტოვებს წესის რამდენიმე მნიშვნელოვან საკითხს, მათ შორის პროცენტულ ოდენობას, რაც უნდა გადაწყდეს ნაციონალური კანონმდებლობების მიერ).[147] მიუხედავად ამისა, სავალდებულო შეთავაზების წესი არ არის აშშ-ის არც ფედერალური კანონმდებლობის და არც დელავერის სამართლის ნაწილი, სადაც აქციონერების კოორდინაციის პრობლემას უმკლავდებიან სამიზნე კომპანიის მენეჯმენტის გაძლიერებით.[148] მიუხედავად იმისა, რომ ეს წესი პოპულარულია კანონმდებლებსა და ინვეს-

[144] The balance between this effect and its discouragement of efficient transfers of control is dis- puted. იხ. Lucian Bebchuk, Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control, 109 Quarterly Journal of Economics 854 (1994); Marcel Kahan, Sales of Corporate Control, 9 Journal of Law, Economics and Organization 368 (1993). More recently Edmund-Philipp Schuster, The Mandatory Bid Rule: Efficient, After All?, 76 Modern Law Review 529 (2013).

[145] It constitutes, in the concept developed by German law, an example of Konzerneingangskontrolle (regulation of group entry). იხ. Alessio M. Pacces, note 102, at ch. 7.4.5, arguing for reliance on fiduciary duties to control future diversionary private benefits of control rather than a mandatory bid rule. But cf. Caroline Bolle, A Comparative Overview of the Mandatory Bid Rule in Belgium, France, Germany and the United Kingdom 279–80 (2008), suggesting that the mandatory bid is more effective.

[146] გაერთიანებული სამეფოს დაუფლების კოდექსი მოიცავს ორივე დასახელებულ წესს: იხ. წესები 14 (შეთავაზებები, სადაც ფიგურირებს ერთ კლასზე მეტი წილობრივი ფასიანი ქაღალდი) და 36 (ნაწილობრივი შეთავაზებები).

[147] მუხლი 5, დაუფლების დირექტივა.. იხ. note 140 and accompanying text.

[148] ყველა შემთხვევაში ნაწილობრივი შეთავაზებები არის იშვიათი აშშ-ში, აქციონერის დამატებითი უფლების („მოწამლული აბების“) ფართოდ გამოყენების გამო.

ტორებს შორის, სავალდებულო შეთავაზების წესი იწვევს კონტროლის განმახორციელებელი ტრანსაქციების რაოდენობის შემცირებას: პირველი, ნაწილობრივ შეთავაზებების არაპირდაპირი აკრძალვა ქმნის კონტროლის განმახორციელებელ ტრანსაქციებს, უფრო ძვირს პოტენციური შემძენებისთვის – შემძენი სთავაზობს ხმის უფლების მქონე აქციათა სრული ოდენობის შეძენას ხშირ შემთხვევაში უფრო მაღალ ფასად,[149] ან საერთოდ არ სთავაზობს საკონტროლო პაკეტის მქონე აქციების შეძენას;[150] მეორე, სავალდებულო შეთავაზების წესი შეიძლება ითხოვდეს შემძენისგან ფულის ალტერნატივას, მაშინ, როდესაც სხვა მხრივ ის იქნებოდა თავისუფალი, განეხორციელებინა სამიზნე კომპანიის აქციების შეძენა შემძენი კომპანიის აქციების სანაცვლოდ; მესამე, წესებმა, რომლებიც განსაზღვრავენ ფასს, რა ფასადაც შემძენმა უნდა განახორციელოს გამოშვებული აქციების შეძენის შეთავაზება, შეიძლება, აჩვენოს შემძენის საზიანო მოქმედებები ბაზარზე დე-ფაქტო კონტროლის შეძენასა და სრულ შეთავაზებას შორის. წესის მოტივაციის შემამცირებელი ეფექტი განსაკუთრებით ინტენსიურია იქ, სადაც არის კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერი, მაგრამ ხდება იქაც, სადაც შემძენი იძენს საკონტროლო პაკეტს უმცირესობაში მყოფი აქციონერებისაგან.[151]

ზოგიერთმა, თუმცა არა ყველა დაუფლების რეჟიმმა, უპასუხა აღნიშნულ გამოწვევებს. გარკვეულწილად, ზოგადი ტექნიკაა, რომ სავალდებულო შეთავაზების წესის საფუძვლებმა არ გამოიწვიოს გავრცელება და მთლიანი აკრძალვა ნაწილობრივ ზოგადი შეთავაზებებისა.[152]

[149] იხ. note 142. გაერთიანებული სამეფო და საფრანგეთი, ასევე, ითხოვენ, რომ დაუფლების შეთავაზება დამოკიდებული იყოს აქციების 50%-ის მიღწევაზე, რაც ასევე დაბალ ფასად განხორციელებული შეთავაზებების დემოტივაციას ახდენს. იხ. Luca Enriques and Matteo Gatti, Creeping Acquisitions in Europe: Enabling Companies to be Better Safe than Sorry, 15 Journal of Corporate Law Studies 55, 78 (2015).

[150] იხ. e.g. Clas Bergström, Peter Högfeldt, and Johan Molin, The Optimality of the Mandatory Bid, 13 Journal of Law, Economics & Organization 433 (1997); Stefano Rossi and Paolo Volpin, Cross-Country Determinants of Mergers and Acquisitions, 74 Journal of Financial Economics 277 (2004), აჩვენებს, რომ დაუფლების ბონუსი (სხვაობა საბაზრო ფასსა და გადახდილ ფასს შორის) არის უფრო მაღალი სახელმწიფოებში, რომელებიც უფრო ძლიერად იცავენ აქციონერებს, განსაკუთრებით ისინი, რომელთაც აქვთ სავალდებულო შეთავაზების წესები.

[151] მეორე მხრივ, სავალდებულო შეთავაზების წესი უარყოფით ზეგავლენას ახდენს შეძენებზე, რომლებიც კონტროლის მოპოვებას პირადი ბენეფიტების მიღების მიზნით ისახავენ და ცდილობენ კორპორაციის აქტივის პირადი ინტერესებისა და მაკონტროლებლის სასარგებლოდ გამოყენებას, რადგან ეს ქმნის შემძენისთვის რისკს, მის ხელში აღმოჩნდეს ყველა ან თითქმის ყველა აქცია, რაც ხელს უშლის სხვების კორპორაციიდან გაძევების აუცილებლობას.

[152] იტალია ნებას რთავს ნაწილობრივ შეძენებს, როგორც მინიმუმ, აქციების 60%-თან დაკავშირებით, იმ პირობით, თუ უმრავლესობაში მყოფი აქციონერები, გარდა შემძენისა და დაკავშირებული პირებისა, ამტკიცებენ შეთავაზებას და შემთავაზებელს არ აქვს შეძენილი 1%-ზე უფრო მეტი აქციები უკანასკნელი 12 თვის განმავლობაში (Legislative Decree No. 58 of 24 February 1998 (as amended) Art. 107). შედარებისთვის, იაპონია, უფლებას იძლევა, რომ ზოგადი შეთავაზებით მოხდეს აქციების 2/3-ამდე ოდენობის შეძენა ყველა აქციონერისათვის სატენდერო შეთავაზების ან საბაზრო გამოსყიდვის გზით (Arts. 27-2(1), 27-2(5) and 27-13(4) of the Financial Instruments and Exchange Act; Arts. 8(5)(iii) and 14-2-2 of the

შვეიცარია მიდის უფრო შორს და უფლებას აძლევს პოტენციური სამიზნე კომპანიის აქციონერებს, აირჩიონ სავალდებულო შეთავაზების წესსა ან მის მოდიფიცირებულ ვერსიებს შორის, რომელიც ხელს უწყობს კონტროლის განმახორციელებელ ცვლილებებს. შვეიცარიის კანონმდებლობა უფლებას აძლევს აქციონერებს, გაზარდონ სავალდებულო შეთავაზების გამომწვევი პროცენტული ოდენობა ერთი მესამედიდან (ზოგადი პირობა) 49% პროცენტამდე, ან არ გამოიყენონ წესი მთლიანად.[153]

სავალდებულო შეთავაზების წესები არის კომპლექსური, განსაკუთრებით აშკარა „ხვრელების“ დახურვის გამო. შესაბამისად, სავალდებულო შეთავაზება, როგორც წესი, გავრცელდება მათზე, ვინც იდენტური სახის ერთობლივ მოქმედებებს განახორციელებენ წილების შესაძენად (acting in concert),[154] არა მხოლოდ ინდივიდუალურ შემძენებთან მიმართებით, მაგრამ ცნება არ არის ნათელი.[155] ასევე, შესაძლებელია, თავი ავარიდოთ წესს დერივატების, რომლებიც, თავის მხრივ, უზრუნველყოფენ მხოლოდ ეკონომიკურ ინტერესებს აქციებში, გამოყენებით ან მცოცავი დაუფლების გამოყენებით, როცა აქციების მცირე შეძენებით, რაც სხვადასხვა დროს ხორციელდება, განსაკუთრებით ხშირად იყენებენ ხვრელებს საჯარო ღიაობისას ან დაუფლების კანონმდებლობაში. [156]

დამატებითი სირთულე წარმოიქმნება მაშინ, როდესაც საჭიროა სავალდებულო შეთავაზების წესის მიღმა არსებული პოლიტიკის დაქვემდებარება უფრო ღირებული მიზნებისადმი, მაგალითად, სადაც შეთავაზება ზღვარს გადასცდა გაკოტრებამდე მიყვანილი კომპანიის გადარჩენის პროცესში.

დაუფლების დირექტივა უფლებას აძლევს ეროვნულ იურისდიქციებს, განსაზღვრონ სპეციფიკური სიტუაციები, სადაც სავალდებულო შეთავაზების წესი არ იქნება გამოყენებული. წევრ სახელმწიფოებს ეს შესაძლებლობა აქვთ გა-

Order for Enforcement of the Financial Instruments and Exchange Act). იხ. Tomotaka Fujita, The Takeover Regulation in Japan: Peculiar Developments in the Mandatory Offer Rule, 3 UT Soft Law Review 24 (2011).

[153] Börsengesetz (Switzerland), Arts. 22(2) and 32(1). These provisions must be contained in the company's charter. Total disapplication can be decided upon only before listing.

[154] Takeover Directive, Art. 5. There is a considerable danger that the acting in concert extension will chill shareholder activism, a development which policymakers may or may not welcome. Contrast the Risk Limitation Act 2008 in Germany (discussed by Hopt, note 49, at III.B) with the Takeover Code, note 2 to Rule 9.1.

[155] Leading to proposals for greater harmonization with the EU: იხ. European Securities Markets Expert Group, Preliminary Views on the Definition of Acting in Concert between the Transparency Directive and the Takeover Bids Directive, November 2008. იხ. more specifically Chapter 3.2.4.

[156] Enriques and Gatti, note 149. გაერთიანებული სამეფოს დაუფლების კოდექსი არის გამონაკლისი, რადგან სავალდებულო შეთავაზების წესს ადგენს ხმის უფლების მქონე აქციების ნებისმიერი ოდენობის შეძენასთან დაკავშირებით, თუ შემძენი არის აქციონერი, რომელიც ფლობს ხმის უფლების მქონე აქციების 30%-იდან 50%-ამდე. After the Loi Florange (note 71), French law comes close to this: Art. L. 433-3, I Code Monétaire et Financier.

მოყენებული. ევროპული კომისია აღიარებს ამ სხვადასხვა გამონაკლისს, როგორც რისკს ევროპული კანონმდებლობისთვის,[157] თუმცა მათ აქვთ უპირატესობა, დაუშვან ღირებულების გამაძლიერებელი საკონტროლო ცვლილებები, რაც სხვა მხრივ არ განხორციელდებოდა.

დამატებით, სავალდებულო შეთავაზების წესთან დაკავშირებით აქციათა გამოსყიდვის უფლების მცირე ფორმა შეიძლება ვნახოთ ზოგიერთი იურისდიქციის მიერ შემთავაზებლის მიერ დაწესებულ ვალდებულებაში, რათა შეთავაზება იყოს ღია პასუხისთვის, იმ შემთხვევაშიც კი, თუ შემძენმა მოიპოვა აქცეპტის ის ოდენობა, რომლის შეძენასაც აპირებდა.[158] ეს საშუალებას მისცემს აქციონერს, ვისი პირველი არჩევანი არის შეთავაზების უარყოფა, მაგრამ ვინც ფიქრობს, რომ აქციების ფასი დავარდება, თუ შემძენი მოახერხებს კონტროლის მოპოვებას, შეინარჩუნოს უარის პოზიცია იქამდე, სანამ ნათელი გახდება, მოახერხა თუ არა შემძენმა კონტროლის მოპოვება, და გავიდეს კომპანიიდან შეთავაზების პირობების მიხედვით.[159] ეს პრობლემა შეიძლება იყოს მწვავე ისეთ კომპანიაში, რომელსაც ჰყავს კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერი, და სადაც უმცირესობაში მყოფმა აქციონერებმა არ იციან, დასთანხმდება თუ არა საკონტროლო პაკეტის მფლობელი შეთავაზებას. დასახელებული ვარიანტი უფრო ეფექტურია, ვიდრე ხშირად მინიჭებული უფლება, მიჰყიდოს აქციები შემძენს (to "sell out"), რომელიც მოიპოვებს აქციების მაღალ პროცენტულ ოდენობას,[160] ვინაიდან ის მოქმედებს ყველა იმ დონეზე, სადაც შემძენი უპირობო შეთავაზებას აკეთებს აქცეპტანტებისთვის.

8.3.5 უმცირესობაში მყოფი აქციონერების, რომლებიც არ პასუხობენ შეთავაზებას, აქციების შეძენა

შემზღუდავი კორპორაციული გადაწყვეტილების არქონამ კონტროლის განმახორციელებელ ტრანსაქციაში შეიძლება მიანიჭოს იმ აქციონერებს, რომლებიც არ იღებენ შეთავაზებას, შეჩერების უფლებები (hold-up powers), რათა მოიპოვონ შეთავაზების უკეთესი პირობები, მიუხედავად იმ ფაქტისა, რომ აქციონერების უმრავლესობას მიღებული აქვთ შეთავაზება. შეთავაზების

[157] იხ. Commission Report, note 115, para. 17; European Company Law Experts, The Application of the Takeover Bids Directive–Response to the European Commission's Report (November 2013), section 3.

[158] იხ. e.g. UK Takeover Code, rule 31.4 (but qualified by Rule 33.2); WpÜG, §16(2) (Germany), both adopting a two-week period. In Italy, a similar rule applies, but limited to tender offers launched by someone already holding a stake higher than 30 percent, or by management. Art. 40-II, Consob Regulation on Issuers.

[159] Lucian A. Bebchuk, Pressure to Tender: An Analysis and a Proposed Remedy, 12 Delaware Journal of Corporate Law 911 (1987). იხ. however Guhan Subramanian, A New Takeover Defense Mechanism: Using an Equal Treatment Agreement as an Alternative to the Poison Pill, 23 Delaware Journal of Corporate Law 375, 387 (1998).

[160] Art. 16 Takeover Directive. იხ. Section 8.3.5.

არმიღება შეიძლება იყოს გამოწვეული ინტერესის დაკარგვით, ან იმ შეფასებით, რომ ახალი მაკონტროლებელი კომპანიას კარგად გაუძღვება და კომპანიაში დარჩენა მომხიბვლელი ვარიანტია.

იურისდიქციების უმრავლესობა შესაძლებლობას იძლევა, მოხდეს უმცირესობის აქციების გამოსყიდვა იმავე პირობების საფუძველზე, რაც მისაღები იყო უმრავლესობისთვის. მიუხედავად ამისა, როგორც წესი, უმრავლესობაში უნდა ვიგულისხმოთ აქციების მფლობელთა ძალიან მაღალი პროცენტული ოდენობა. უმცირესობის გამოსყიდვის უფლება არეგულირებს შეთავაზების პირველად დაფიქსირებულ დონეს უფრო ნაკლებად, ვიდრე შემძენის მოსალოდნელი მოგებაა შეძენიდან კომპანიაში დარჩენილი ვარიანტების გამოყენებით, ან იმ ფასით, რაც არსებობდა შეთავაზების ფასზე უფრო ძვირად შესაბამისად, ეს წაახალისებს შეთავაზებებს.[161]

იურისდიქციების უმრავლესობაში უმცირესობის მიერ წილის შენარჩუნება ან ისეთი გარემოებების არსებობა, რაც უმცირესობას უბიძგებს, აქციები არ გაასხვისოს, ექცევა დაუფლების წესების რეგულირების ქვეშ,[162] რაც შემძენს სავალდებულო შეთავაზების უფლებას აძლევს

აქციონერების წინააღმდეგ, რომლებიც წინააღმდეგი არიან აქციების გასხვისებისა.[163] დელავერის ვერსია არის ორსაფეხუროვანი შერწყმა, რაც გულისხმობს აქციების სატენდერო შეთავაზების შემდეგ სამიზნე კომპანიის, როგორც უკვე შემძენის შვილობილი კომპანიის, მიერთებას შემძენთან (აქციონერების თანხმობის გარეშე), იმ შესაძლებლობის გამოყენებით, რომ დელავერის საკორპორაციო სამართალს აქვს ზოგადი პირობა, რომელიც იძლევა უმცირესობაში მყოფი აქციონერების კორპორაციიდან განდევნის უფლებას, როდესაც უმრავლესობას აქვს აქციათა 90%.[164] დასახელებული ორსაფეხუროვანი შერწყმის დროს აქციონერების კორპორაციიდან განდევნის მნიშვ-

[161] Mike Burkart and Fausto Panunzi, Mandatory Bids, Squeeze-Outs and Similar Transactions, in Reforming Company and Takeover Law in Europe, note 99, at 753–6.

[162] ზოგიერთ იურისდიქციას აქვს ორივე სახის წესი. გერმანიაში უმცირესობაში მყოფი აქციონერების კორპორაციიდან განდევნის დანერგვა იყო მნიშვნელოვანი კონტროლის ცვლილებებისათვის, განსაკუთრებით იმ პრეზუმფციის გათვალისწინებით, რომ შეთავაზების ფასი არის სამართლიანი (WpÜG §39a(3)), განსხვავებით უამრავი შესაძლებლობისგან, წინააღმდეგობა გაეწიათ ფასისთვის ზოგადი შერწყმის პროცედურების (AktG §327b) გათვალისწინებით. აქციონერების ზოგადი და სპეციფიკური განდევნის მექანიზმების გათვალისწინებით, სასამართლოები, მოსალოდნელია, რომ უფრო ინტერესდებიან, თუ უკვე კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერის მიერ შეთავაზების განხორციელების შედეგად მიიღწევა ზღვარი. იხ. Re Bugle Press (1961) Ch 279, CA (UK) and Re Pure Resources Inc., 808 Atlantic Reporter 2d 421 (Del. Ch. 2002). ორივე მათგანი მოითხოვს შემძენისგან, აჩვენონ გარიგების სამართლიანობა.

[163] მუხლი. 15 Takeover Directive მოითხოვს წევრი სახელმწიფოებისაგან, უზრუნველყოს ასეთი მექანიზმი, თუ გავითვალისწინებთ იმ ფაქტს, რომ შემთავაზებელი აღწევს აქციების, როგორც მინიმუმ, 90%-ს, შეთავაზების შედეგად.

[164] DGCL §253. და იხ.თავი 7.4.2.

ნელობა ასახულია 2013 წლის რეფორმაშიც.[165] ძველი წესებისგან განსხვავებით, 2013 წლის რეფორმა მიმართულია დაუფლების პროცედურებისკენ, და პირველადი ზოგადი შეთავაზება უკვე არის დასახელებული პროცედურის სავალდებულო ელემენტი.[166]

უმრავლეს ქვეყანაში, შემთავაზებლის უფლება, 90%-ზე მეტის ფლობის შემთხვევაში იძულების წესით შეიძინოს უმცირესობაში მყოფის აქციები, დაბალანსებულია უმცირესობის უფლებით, იყოს გამოსყიდული.[167] ფუნქციურად, ორივე მათგანი არის ძალიან განსხვავებული. აქციათა შეძენის სავალდებულო შეთავაზების წესი ახალისებს შეთავაზებებს, მაშინ როდესაც გამოსყიდვის უფლება ამცირებს ზეწოლას სამიზნე კომპანიის აქციონერებზე, გაასხვისონ აქციები, თუმცა დასახელებული მიზანი უკეთ მიიღწევა იმ წესებით, რაც მოითხოვს შეთავაზების გარკვეული პერიოდის განმავლობაში ღიად დატოვებას შეზღუდვის გარეშე.[168]

8.4 კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერების შეძენასთან დაკავშირებული სპეციფიკური საკითხები

სადაც წარმოდგენილია კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერი ან აქციონერთა ჯგუფი, შეთავაზების შესახებ გადაწყვეტილების მიღების უფლებამოსილება (მხოლოდ აქციონერებს ან ერთობლივად აქციონერებსა და სამიზნე კომპანიის ბორდს შორის) კარგავს საკუთარ მნიშვნელობას, რადგან ორივე შემთხვევაში კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერი განსაზღვ-

[165] მიუხედავად იმისა, რომ შემძენი მოიპოვებს აქციონერების ხმის უფლებას, ხმის უფლება ძვირად ღირებულია ახალშეძენილი სამიზნე კომპანიისთვის, რადგან უნდა მოვიდეს შესაბამისობაში წარმომადგენლობითი ხმის უფლების სარგებლობის წესებთან.

[166] DGCL §251(h). სხვა პირობები აძლიერებენ ამ მიდგომას. პირველი ნაბიჯი უნდა იყოს სატენდერო შეთავაზება ხმის უფლების მქონე ყველა აქციისთვის შერწყმის დროს; შერწყმა უნდა განხორციელდეს, რაც შეიძლება, მალე სატენდერო შეთავაზების დასრულებიდან; შეთავაზების ანაზღაურება უნდა იყოს ის, რაც გათვალისწინებულია შერწყმის წინადადებაში; პროცედურა არის ღია მხოლოდ მესამე კომპანიებისთვის (და არა არსებული მაკონტროლებლებისთვის) და სამიზნე მენეჯმენტი უნდა იყოს თანახმა (ანუ მხოლოდ მეგობრული დაუფლებები უნდა განხორციელდეს).

[167] წესების დასახელებული ორივე ჯგუფი არის დეტალურად განხილული იხ. Forum Europaeum Corporate Group Law, Corporate Group Law for Europe, 1 European Business Organization Law Review 165, 226 ff. (2000). დაუფლების დირექტივა მოითხოვს აქციების სავალდებულო მიყიდვის ორივე ფორმის არსებობას squeeze-out (უმრავლესობის მოთხოვნით ხდება უმცირესობის გაძევება) და sell-out right-ის (უმცირესობის მოთხოვნით უმრავლესობა ყიდულობს მათ აქციებს) სახით.

[168] იხ. თავი 8.3.4. შემთავაზებელი შეიძლება დაკმაყოფილდეს საკონტროლო რაოდენობით, რაც ნაკლებია 90%-ზე, და არ დაექვემდებაროს გამოსყიდვის უფლებას, მაშინ, როდესაც „დატოვე ღიად“ („keep it open“) მოთხოვნა შეეფარდება ნებისმიერ ზღვარს, რა დროსაც შემძენი აცხადებს შეთავაზებას, როგორც პირობებისგან დამოუკიდებელს.

რავს, ხდება თუ არა კონტროლის ცვლილება.[169] მიუხედავად ამისა, აქციონერებისა და ბორდის წარმომადგენლობის საკითხი შეცვლილია უმცირესობისა და უმრავლესობის წარმომადგენლობის საკითხით.

უმცირესობისა და უმრავლესობის კონფლიქტი არ არის იშვიათი ტრანსაქციების გასაკონტროლებლად, შესაძლებელია, დასახელებული პრობლემების გადაწყვეტის ფუნქცია დავუტოვოთ სამეწარმეო სამართლის ნორმებს, რაც განხილულ იქნა წინა თავებში. მიუხედავად ამისა, კანონები, რომლებიც არეგულირებენ კონტროლის ცვლილებებს, უფრო მეტ ვალდებულებას უწესებენ კონტროლის განმახორციელებელ აქციონერებს. სახეზეა ორი მნიშვნელოვანი საკითხი: პირველი, შეუძლია თუ არა კონტროლის განმახორციელებელ აქციონერს, რომელიც ყიდის აქციებს და შემძენს, რომელიც თანახმაა, მიიღოს შეთავაზების პირობები, განახორციელონ გარიგება უმცირესობისათვის შეთავაზების გარეშე საბაზრო ღირებულებაზე უფრო ძვირად ან აქციონერებისათვის კორპორაციიდან გასვლის შეთავაზების გარეშე? მეორე, შეუძლიათ თუ არა კონტროლის განმახორციელებელ აქციონერებს, აქციების გასხვისებაზე უარის შემთხვევაში, მოახდინონ კონტროლის განხორციელების პრევენცია?

8.4.1 გასვლის უფლება და ფულის (მოგების) განაწილება

აქციების საკონტროლო პაკეტის გასხვისებასთან დაკავშირებით, ცენტრალური კითხვა არის, აწესებს თუ არა კანონი განაწილების წესს. კითხვა შეიძლება დაისვას როგორც კონტროლის განმახორციელებელი გამსხვისებელი აქციონერის მიერ (გამსხვისებელზე ვალდებულების დაწესებით, რათა გაანაწილოს საბაზრო ღირებულებაზე ზემოთ მიღებული თანხის ოდენობა უმცირესობაში მყოფ აქციონერებთან, რომლებიც არ ყიდიან აქციებს: ფულის განაწილება), ან შემძენის მხრიდან (საკონტროლო პაკეტის შემძენზე ვალდებულების დაკისრებით, რომ შესთავაზოს უმცირესობაში მყოფ აქციონერებს იმავე ფასად აქციების შეძენა, რა ფასადაც შეიძინა კონტროლის განმახორციელებელი აქციები: როგორც ფულის განაწილების, ასევე, კომპანიიდან გასვლის უფლების მინიჭება).

უპირველეს ყოვლისა, უნდა შევხედოთ ვალდებულებებს, რომლებიც დაკისრებული აქვს გამსხვისებელ კონტროლის განმახორციელებელ აქცი-

[169] ეს დამოკიდებულია, რა თქმა უნდა, ბორდზე, მოახდინოს უმრავლესობის მოთხოვნებზე რეაგირება. თუ ეს ასეთი არ არის, უმრავლესობის მფლობელსაც გაუჭირდება საკუთარი სურვილის მტკიცება. განსაკუთრებით აღსანიშნავი მაგალითისთვის იხ.: სადაც დელავერის სასამართლომ დაადასტურა შვილობილი კომპანიის ბორდის უფლებამოსილება, მიეღოთ „მოწამლული აბები“, რათა მოეხდინათ დედა კომპანიის კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერის მიერ მესამე კომპანიის სასარგებლოდ დაგეგმილი ტრანსაქციის დაბლოკვა. დასახელებული საქმე მოიცავდა მნიშვნელოვან ფაქტებს. კერძოდ, კონტროლის განმახორციელებელმა აქციონერმა დედა კომპანიაში დაარღვია სახელშეკრულებო და ფიდუციური მოვალეობები (როგორც შვილობილი კომპანიის დირექტორმა) ტრანსაქციაში ჩართულობით, და მიმღები მხარე იყო ინფორმირებული იმ ფაქტების შესახებ, რომლებიც იწვევდა ხელმძღვანელობის მოვალეობის დარღვევას. იხ. აგრეთვე თავი 4.1.3.1.

ონერს. ზოგიერთ იურისდიქციას აშშ-ში გამოყენებული აქვს ფიდუციური ვალდებულებები განაწილების წესის სავალდებულოობისათვის.[170] მიუხედავად იმისა, რომ არსებობს საწინააღმდეგო სამეცნიერო მოსაზრებები,[171] აშშ-ის სასამართლოებს არ მიუღიათ ზოგადი თანასწორობის პრინციპი, რასაც შესაძლოა, წაეყვანა ისინი უმცირესობაში მყოფი აქციონერებისათვის შეუზღუდავი უფლების წარმოქმნისაკენ, რომ მათთვისაც გაენაწილებინათ საბაზრო ღირებულების ზემოთ მიღებული თანხა. კანონი, სავარაუდოდ, საუკეთესოდ არის წარმოჩენილი საწინააღმდეგო საწყისიდან: „კონტროლის განმახორციელებელ აქციონერს აქვს იგივე უფლება, გასცეს ხმის უფლების მქონე წილობრივი ფასიანი ქაღალდები ისევე, როგორც სხვა აქციონერს, მათ შორის იმ ფასად, რომელიც არ იყო პროპორციულად ხელმისაწვდომი სხვა აქციონერებისათვის“, მაგრამ არსებობდა მოთხოვნა, რომ ყოფილიყო სამართლიანი მოპყრობის პირობებში.[172] თუ გავითვალისწინებთ იმ ფაქტს, რომ საკუთარ თავთან გარიგების დადება არის ეფექტური კონტროლის ქვეშ, საბაზრო ღირებულებაზე უფრო მაღალი ოდენობით გასხვისება მისცემდა როგორც შემძენს, ასევე, გამსხვისებელს შესაბამის ფინანსურ ჯილდოს მათი ზედმეტი ზედამხედველობის განმახორციელებელი ხარჯების სანაცვლოდ.[173] თუმცა ასეთი კონტროლის განმახორციელებელი შეძენები უმცირესობაში მყოფი აქციონერების აქციების გამოსყიდვისგან განცალკევებულად იშვიათია აშშ-ში, რადგან კონტროლის განმახორციელებელი კერძო ბენეფიტები არ არის დიდი და, როგორც წესი, აქციათა 100%-ის შესაძენი ფინანსები ხელმისაწვდომია.

რაც შეეხება შემძენის მოვალეობებს, ბევრი განაწილების წესი, რომლებიც განხილულია 8.3 თავში, მოქმედებს უმცირესობაში მყოფი აქციონერების სასარგებლოდ საკონტროლო პაკეტის შემძენი აქციონერის წინააღმდეგ, მაგალითად, წესები, რომლებიც განსაზღვრავენ გადასახდელი თანხის ოდენობას.[174] შესაბამისად, შემძენს, რომელსაც უნდა წილობრივი მონაწი-

[170] როგორც კომპანიის ქონების გაფლანგვის შემთხვევებში: იხ. Gerdes v. Reynolds, 28 New York Supplement Reporter 2nd Series 622 (1941); ან სადაც გასხვისება შეიძლება იდენტიფიცირებულ იქნეს როგორც ყველა აქციონერის კუთვნილი საკუთრების გადაცემა: Perlman v. Feldman, 219 Federal Reporter 2d Series 173 (1955); Brown v. Halbert, 76 California Reporter 781 (1969).

[171] William Andrews, The Stockholder’s Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares, 78 Harvard Law Review 505 (1965). აღნიშნული საკითხის ზოგადი განხილვისთვის იხ. Robert Clark, Corporate Law 478–98 (1986).

[172] American Law Institute, Principles of Corporate Governance §5.16.

[173] იმ მტკიცებისთვის, რომ, ზოგადად, კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერი უნდა იყოს თავისუფალი კონტროლის გადაცემისთვის, პირდაპირ ან არაპირდაპირ, იმ მიზეზებიდან გამომდინარე, რომლებიც ტექსტშია მოცემული, იხ. Ronald J. Gilson and Jeffrey N. Gordon, Controlling Controlling Shareholders, 152 University of Pennsylvania Law Review 785, 793–6, 811–16 (2003).

[174] იხ. თავი 8.3.3. ძირითად შემთხვევებში, დასახელებული წესები შეიძლება თავიდან იქნეს აცილებული, თუ შემძენი მზად არის, დიდხანს მოიცადოს, რათა განახორციელოს შეთავაზება სრული კონტროლისთვის.

ლეობის მიღება სამიზნეში კონტროლის განმახორციელებელი წილის შეძენის მიღმა, შეიძლება გაუჭირდეს, შესთავაზოს მნიშვნელოვნად მაღალი ფასი კონტროლის განმახორციელებელ აქციონერს, რათა უზრუნველყოს აქციების მიღება, თუ წესები მოითხოვენ შესაბამის საჯარო შეთავაზებას იმისათვის, რომ ასახოს შეთავაზების გარეთ ან შეთავაზებამდე გადახდილი ფასი. ყველაზე დიდი წინააღმდეგობა, მიუხედავად ამისა, ტრიალებს იმ შეკითხვის გარშემო, საჭიროა თუ არა სავალდებულო შეთავაზების წესის გავრცელება საკონტროლო პოზიციის გასხვისებასთან დაკავშირებით, ისე, რომ მოსთხოვოს შემძენს საჯარო შეთავაზების გაკეთება, თუკი მას არ მოუნდებოდა ასეთი შეთავაზების გაკეთება, აგრეთვე იმ პირობებზე დაყრდნობით, რაც მისაღები იქნებოდა კონტროლის განმახორციელებელი გამსხვისებლისთვის.

შეიძლება ვიდავოთ, რომ სახეზეა მნიშვნელოვანი სხვაობა აქციათა საკონტროლო პაკეტის კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერისგან შეძენასა და ბაზარზე ამ კომპანიის აქციების შეძენას შორის, რადგან პირველ შემთხვევაში უმცირესობა არ არის უარეს მდგომარეობაში კონტროლის ცვლილების შემდეგ, ვიდრე ის იყო მანამდე. მიუხედავად ამისა, ასეთი შეხედულება უგულებელყოფს რისკებს, რასაც კონტროლის ცვლილება იწვევს უმცირესობაში მყოფი აქციონერებისათვის. შემძენმა, იმ შემთხვევაშიც, თუ მას არ უნდა კომპანიის ფინანსების გაფლანგვა, შეიძლება მიმართოს განსხვავებულ და ნაკლებად წარმატებულ სტრატეგიას; შეიძლება, ნაკლებად პატივისცემით განეწყოს უმცირესობაში მყოფი აქციონერების ინტერესებისა და უფლებების მიმართ; ან შეიძლება, გამოიყენოს მოპოვებული კონტროლი, რათა განახორციელოს ჯგუფის სტრატეგია ჯგუფის ახალი წევრი კომპანიისა და მის უმცირესობაში მყოფი აქციონერების ხარჯზე.[175] როგორც ზემოთ იქნა განხილული კონტროლის შეძენებთან დაკავშირებით, ძალიან რთულია *ex ante* დაადგინო, იქნებიან თუ არა უმცირესობაში მყოფი აქციონერები საკონტროლო პაკეტის გასხვისებით წამგებიან მდგომარეობაში, შესაბამისად, საკითხის მარეგულირებელი ნორმა გულისხმობს არჩევანს – ზოგად საკორპორაციო სამართალს, რომლის მიზანი არის უმცირესობის დაცვა მომავალში უსამართლობის წინააღმდეგ და უმცირესობისთვის კონტროლის შეცვლის დროს გასვლის უფლების მიცემა.

მიუხედავად ამისა, აქციონერების კომპანიიდან გასვლის უფლების ხარჯი პოტენციურად არის უფრო დიდი საკონტროლო პაკეტის გასხვისებისას, ვიდრე მცირე აქციონერებისგან აქციათა საკონტროლო პაკეტის შეძენის დროს. შემძენს აღარ აქვს შესაძლებლობა, გაჩერდეს საკონტროლო პაკეტით, რომელიც მან შემძენისთვის მისაღებ ფასად შეიძინა. სავალდებულო შეთავაზების წესის თანახმად, მან უნდა შესთავაზოს ის ფასი უმცირესობაში

[175] ეს არის, რა თქმა უნდა, არგუმენტები სავალდებულო შეთავაზების წესის სასარგებლოდ, იმ შემთხვევაშიც კი, თუ შემძენი არ არის კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერი. იხ. თავი 8.3.4.

მყოფ აქციონერებსაც. იგი, ასევე, შეიძლება აღმოჩნდეს ისეთ სიტუაციაში, სადაც მას არ შეუძლია, გადაუხადოს არსებულ კონტროლის განმახორციელებელს ის ფასი, რაც სჭირდება გარიგებაზე თანხმობის მისაღწევად (რაც ასახავს კონტროლის კერძო ბენეფიტებს), კომპანიისათვის ზედმეტის გადახდის გარეშე.

თუ კონტროლის კერძო ბენეფიტები არის მაღალი, საბაზრო ღირებულებაზე უფრო მეტი თანხის განაწილების დემოტივაციის გავლენა იქნება უფრო მაღალი.[176] ნაკლები კონტროლის განხორციელება მოხდება მაშინაც კი, როდესაც შემძენის მიზანია სამიზნე კომპანიის საქმიანობის ეფექტიანობის გაზრდა. ქვეყნებში, სადაც კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერები ხშირად გვხვდებიან, ეს შეიძლება, გამოჩნდეს როგორც ძლიერი წინააღმდეგობა შეთავაზების სავალდებულო წესთან მიმართებით.[177] შეთავაზების სავალდებულო წესის უარყოფითი ზეგავლენა არის გაძლიერებული, თუ შეეფარდება კონტროლის შეძენის არაპირდაპირ ფორმებს;[178] მეორე მხრივ, სავალდებულო შეთავაზების წესი მოახდენს კონტროლის გადაცემას შემძენებისთვის, რომელთაც უნდათ, არსებული კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერისაგან განსხვავებით, კონტროლის უფრო დიდი ბენეფიტების ამოღება: საბაზრო ღირებულებაზე უფრო მაღალი ოდენობით გასვლის უფლება უზრუნველყოფს, რომ ახალ მაკონტროლებელს არ ექნება უმცირესობაში მყოფი აქციონერების გამოყენების უფლება.

[176] John C. Coffee, Regulating the Market for Corporate Control, 84 Columbia Law Review 1145, 1282–9 (1984); Bebchuk, note 144.

[177] იხ. Luca Enriques, The Mandatory Bid Rule in the Proposed EC Takeover Directive: Harmonization as Rent, იხ.king? in Reforming Company and Takeover Law in Europe, note 99, at 785. იხ. Further Pacces, note 102, at 335–7. დავა სავალდებულო შეთავაზების წესის გაუქმებასა და შემძენისთვის საკონტროლო ბლოკის შეძენასთან დაკავშირებით, რათა განხორციელდეს შეძენისშემდგომი შეთავაზება უფრო მაღალ ფასად, ვიდრე სამიზნე კომპანიის აქციების ღირებულებაა შეძენამდე, და შეძენისშემდგომ. ჩვენი ანალიზის შემდგომი შედეგი არის ის, რომ ევროკავშირის ფარგლებში ჰარმონიზებული სავალდებულო შეთავაზების წესი გამოიწვევს განსხვავებულ გავლენას კონტროლის სხვადასხვა ხარისხიდან გამომდინარე კერძო ბენეფიტების მიღებასთან მიმართებით.

[178] ზოგჯერ მოხსენიებულია როგორც „ჯაჭვის პრინციპი“ (“chain principle”), ე.ი. პიროვნება კონტროლს მოიპოვებს A კომპანიაზე, რომელიც, თავის მხრივ, ფლობს აქციათა საკონტროლო პაკეტს B კომპანიაში; ან კომპანია იყენებს თავის შვილობილ A კომპანიას, რათა კონტროლი მოიპოვოს B კომპანიაზე. უნდა განახორციელოს თუ არა შემძენმა ზოგადი შეთავაზება B კომპანიის გარეთ მყოფ აქციონერებზეც? სავარაუდოდ, ასახავს რა ბრიტანულ მიდგომას 100%-იანი საკუთრების მქონე შვილობილ კომპანიებთან მიმართებით, დაუფლების კოდექსი იწყება პრეზუმფციით, რომ შეთავაზება არ მოითხოვება ((Rule 9.1, Note 8); გერმანული სამართალი, რადგან არის კორპორაციული ჯგუფების სამართლის შესაბამისი, იწყება საპირისპირო პრეზუმფციით, მაგრამ უფლებას აძლევს საზედამხედველო რგოლებს, გაანაწილოს ვალდებულებები, თუ შვილობილი კომპანიის აქტივი არის დედა კომპანიის აქტივზე 20%-ით უფრო ნაკლები (WpÜG §§35, 37 and WpÜG-Angebotsverordnung §9(2) no. 3). იხ. აგრეთვე იმავე საკითხზე for Italy, Art. 45 Consob Regulation on Issuers, as amended.

8.4.2 კომპანიების, რომელთაც ჰყავთ კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერი, შეთავაზებების ორგანიზება

ღია ტიპის სააქციო საზოგადოებაში არსებული საკონტროლო პაკეტის მფლობელი აქციონერები თავისთავად ხდებიან სტრუქტურულ წინაღობად კონტროლის ცვლილებისთვის, თუ კონტროლის განმახორციელებლებს არ აქვთ სურვილი, დათმონ საკუთარი პოზიცია. მიუხედავად ამისა, სამეწარმეო სამართალს ბევრი არაფრის გაკეთება შეუძლია ბარიერებთან დაკავშირებით, „საკუთრების კონცენტრირებული ფორმები არის არსებული ეკონომიკური გარემოს პირობა“.[179] მიუხედავად ამისა, არის ორი გზა, რომელთა მეშვეობითაც კანონმდებლებს შეუძლიათ შეთავაზების გაკეთების მოწესრიგება კონცენტრირებული საკუთრების ფორმების დროს: პირველი, მათ შეუძლიათ, შექმნან გამონაკლისები ან დაადგინონ სავალდებულო შეთავაზების წესის სუსტი ვარიაციები, რათა კონტროლის ცვლილებაზე მისი უარყოფითი ზეგავლენა შემცირდეს; მეორე, მათ შეუძლიათ, გაანეიტრალონ კონტროლის ცვლილების ტექნიკური ბარიერები კონტროლის გამაძლიერებელი მექანიზმების სახით.

8.4.2.1 სავალდებულო შეთავაზების წესის დასუსტება

როგორც ვნახეთ, მიუხედავად იმისა, სამიზნე კომპანიაში არიან უმცირესობაში მყოფი აქციონერები თუ კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერი, სავალდებულო შეთავაზების წესს აქვს შემამსუბუქებელი გავლენა კონტროლის ცვლილებებზე. თუ გავითვალისწინებთ იმ ფაქტს, რომ კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერი სამიზნე კომპანიაში ხელისშემშლელი ფაქტორია, კანონმდებლებს შეიძლება წასძლიოთ სურვილმა, ერთდროულად ორივე ელემენტის არსებობა განიხილონ როგორც გადაჭარბებული და, აქედან გამომდინარე, შეეცადონ სავალდებულო შეთავაზების წესის შესუსტებას. ამ თვალსაზრისით საკითხის დანახვა, სხვადასხვა სახის გამონაკლისებისა და შეზღუდვების არსებობა სავალდებულო შეთავაზების წესთან დაკავშირებით, შეიძლება იყოს რაციონალური მიზეზებიდან გამომდინარე, ანუ სავალდებულო შეთავაზების წესის უფრო სუსტი ვერსია შეიძლება იყოს ფუნქციური კონცენტრირებული საკუთრების ფორმის მქონე სისტემებისთვის.

სავალდებულო შეთავაზების წესის უფრო სუსტი ვერსიებია ნაწილობრივ განაწილების წესები, რომლებიც მოქმედებენ ჩინეთსა და ინდოეთში.[180] აქედან გამომდინარე, ჩინეთში სავალდებულო შეთავაზების წესი საჭიროებს მხოლოდ გამოშვებული აქციების 5%-ის არსებობას, რაც იწვევს გავლენის

[179] Ronald J. Gilson, The Political Ecology of Takeovers in EuropeanTakeovers: Law and Practice, note 108, at 67, რომელიც განიხილავს დაუფლებების სტრუქტურულ და ტექნიკურ ბარიერებს.

[180] Armour, Jacobs, and Milhaupt, note 36, at 274 ff.

გაუქმებას.[181] ანალოგიურად, ინდოეთის ვერსიაში წესი მოითხოვს, რომ შემძენმა, რომელიც სცდება ხმის უფლების მქონე აქციების 25%-ს, სამიზნე კომპანიაში სავალდებულო სატენდერო შეთავაზება გააკეთოს სამიზნე კომპანიის, როგორც მინიმუმ, აქციათა 26%-ს მიმართ;[182] კიდევ ერთი ვერსია არის ბრაზილიური მოთხოვნა, რომ სავალდებულო შეთავაზება განხორციელდეს ყველა ჩვეულებრივი აქციის მფლობელი აქციონერის მიმართ, თუმცა მხოლოდ იმ ფასის 80%-ად, რაც გადახდილ იქნა კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერის მიმართ[183] – ეს არის ირიბი აღიარება, რომ კონტროლის განმახორციელებელ აქციონერებს აქვთ განსაკუთრებით მაღალი კერძო ბენეფიტები დასახელებულ ქვეყანაში.[184] უფრო მეტიც, ის ფაქტიც კი, რომ სავალდებულო შეთავაზების წესი, კანონის თანახმად, შეეფარდება მხოლოდ ხმის უფლების მქონე აქციებს, მნიშვნელოვნად ამცირებს მის მასშტაბს, თუ გავითვალისწინებთ ხმის უფლების არმქონე პრივილეგირებული აქციების დიდ რაოდენობას ბრაზილიის კაპიტალის ბაზარზე.[185] სამივე იურისდიქცია უზრუნველყოფს ფრთხილი სამართლებრივი მაგალითების დანერგვას. კერძოდ, სავალდებულო შეთავაზების წესი, როგორც მსოფლიოში საუკეთესო პრაქტიკა, დანერგილია, თუმცა მორგებულია სპეციფიკურ ადგილობრივ გარემოს. სამივე იურისდიქცია თავს არიდებს სავალდებულო შეთავაზების ყველა აქციასთან მიმართებით დანერგვის ხარჯიან წესს (a full sharing rule).[186]

განსხვავებული სტრატეგია იქნება სავალდებულო შეთავაზების წესის ვარიაცია.[187] როგორც ზემოთ ვნახეთ, შვეიცარიის კანონმდებლობა არის მაგალითი აქციონერებისათვის წესის მოდიფიცირების ან გაუქმების უფლების მინიჭებით, რაც უნდა გაითვალისწინონ წესდებით.[188] პოტენციურმა სამიზნე

[181] Measures for the Administration of the Takeover of Listed Companies (China Securities Regulatory Commission, 27 August 2008, revised), art. 25, available at www.lawinfochina.com/display. aspx?lib=law&id=7043&CGid=. იხ. Chao Xi, The Political Economy of Takeover Regulation: What Does the Mandatory Bid Rule in China Tell us?, Journal of Business Law 142 (2015).

[182] Securities Exchange Board of India (Substantial Acquisition of Shares and Takeovers) Regulations 2011. იხ. Umakanth Varottil, The Nature of the Market for Corporate Control in India, Working Paper (2015), at ssrn.com.

[183] Art. 254-A Lei das Sociedades por Ações. However, the Novo Mercado, Brazil's premium cor- porate governance listing segment, requires a mandatory bid rule at the same price paid to controlling shareholders. Art. 8.1 Novo Mercado Regulations.

[184] იხ. თავი 4.4.2.1.

[185] Art. 254-A Lei das Sociedades por Ações. The regulations of the Level 2 listing segment of the São Paulo Stock Exchange however impose a mandatory bid rule with respect to both voting and non-voting preferred shareholders at the same price paid to the controlling shareholder. Art. 8.1 Level 2 Regulations.

[186] Armour, Jacobs, and Milhaupt, note 36, at 274 ff.

[187] იხ. Luca Enriques, Ronald J. Gilson, and Alessio M. Pacces, The Case for an Unbiased Takeover Law (with an Application to the European Union), 4 Harvard Business Law Review 85 (2014).

[188] იხ. თავი 8.3.4.

აქციონერებმა შეიძლება განზრახ ხელი შეუწყონ კონტროლის ცვლილებას კომპანიაში.

სხვა იურისდიქციები აღწევენ ანალოგიურ შედეგს უფრო ნაკლებად გამჭვირვალე ფორმით. თუმცა ევროკავშირის წევრი სახელმწიფოები ითვალისწინებენ სრულმასშტაბიან სავალდებულო შეთავაზების წესს, როგორც გათვალისწინებულია დირექტივით, ზოგიერთი კანონი არის ლაკონიური, მოკლებული *(lacunae and lax)*[189] აღსრულებას და შეიძლება გაგებულ იქნეს როგორც იმ მახასიათებლის განმახორციელებელი, რომლის მიზანია სავალდებულო შეთავაზების წესის გავლენის შემსუბუქება. მაგალითად, გერმანული სამართალი – განზრახ ან განზრახვის გარეშე – უფლებას აძლევს სავალდებულო შეთავაზების წესის შემცირებას, სადაც შემთავაზებელმა შეიძინა უფრო ეკონომიკური, ვიდრე სამართლებრივი ინტერესები აქციებში, ან, სადაც მცოცავი დაუფლება ("creeping takeover") შერწყმულია ნებაყოფლობით შეთავაზებასთან განზრახ დაბალ ფასად.[190]

დასახელებულ განხილვებზე დაყრდნობით, ზოგიერთი კომენტატორი დავობდა, რომ დაუფლების რეგულაცია უნდა იყოს უფრო მიუკერძოებელი, ვიდრე დამდგენი (განმსაზღვრელი) და უფლება უნდა ჰქონდეთ გადაწყვეტილების მიმღებთ ყველა კომპანიაში, ინდივიდუალური კომპანიის საფუძველზე გადაწყვიტონ, თუ რა არის კონტროლისთვის აუცილებელი ოდენობა.[191] სხვები უფრო ფრთხილ დასკვნებს აკეთებენ მეტ მოქნილობასთან დაკავშირებით და ხაზს უსვამენ პოტენციურ რეალურ პრობლემებს კონტროლირებად კომპანიებში და სვამენ კითხვას – შეძლებს კი ბაზარი, ადეკვატურად შეაფასოს არჩევანი, რომელსაც ინდივიდუალური კომპანიები გააკეთებენ?[192]

8.4.2.2 ტექნიკური საკითხების გადაწყვეტა: გადალახვის წესი (BTR)

დაუფლების საწინააღმდეგოდ შექმნილი მექანიკური ბარიერები ექვემდებარება საკორპორაციო სამართლის რეგულაციებს. გადალახვის წესი, რომელიც შეიძლება ევროკავშირის წევრებმა დაუწესონ კომპანიებს, ან შესაძლებელი გახადონ, რომ ეს წესი კომპანიებმა გამოიყენონ საკუთარი სურვილის მიხედვით, [193] წარმოადგენს საკანონმდებლო მცდელობის მაგალითს, გადალახულ იქნეს კონტროლის ცვლილებისთვის შექმნილი მექანიკური ბარიერები.

[189] იხ. Enriques and Gatti, note 149, at 76–79.

[190] Theodor Baums, Low Balling, Creeping in und deutsches Übernahmerecht, ZIP – Zeitschrift Für Wirtschaftsrecht 2374 (2010).

[191] Enriques, Gilson, and Pacces, note 187.

[192] იხ. Hopt, note 13, at 156–157; Johannes W. Fedderke and Marco Ventoruzzo, The Biases of an "Unbiased" Optional Takeovers Regime: The Mandatory Bid Threshold as a Reverse Drawbridge, available at ssrn.com.

[193] Arts. 11 and 12 Takeover Directive.

გადალახვის წესის მიზანია ბორდებისა და კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერების პრევენცია აქციონერებისათვის ისეთი უფლებების მინიჭებასთან დაკავშირებით, რაც ხელს შეუშლის შეთავაზებებს. კომპენსაციის გადახდის სანაცვლოდ, ის ხსნის შეზღუდვებს აქციონერების გადაცემისა და ხმის უფლებებზე, მას შემდეგ, რაც შეთავაზება განხორციელდება, მიუხედავად იმისა, დასახელებული შეზღუდვები მითითებულია კომპანიის სარეგისტრაციო მონაცემებში თუ აქციონერებს შორის დადებულ ხელშეკრულებებში (აღნიშნულ ხელშეკრულებებში კომპანია შეიძლება იყოს, ან, შეიძლება, არ იყოს მხარე).[194] დასახელებულ შეზღუდვებს არ აქვთ უფლება, იფუნქციონირონ შეთავაზების პერიოდში. განსაკუთრებით აღსანიშნავია ის, რომ ისინი არ მოქმედებენ, და მრავალრიცხოვანი ხმის უფლებები (ერთი აქციის სანაცვლოდ რამდენიმე ხმის უფლება) შემცირებული იქნება როგორც ერთი ხმის უფლება ერთი აქციის სანაცვლოდ ნებისმიერ საერთო კრებაზე, რომელიც მოწვეულია თავდაცვითი ღონისძიებების დასამტკიცებლად ბორდის ნეიტრალიტეტის წესის თანახმად,[195] და შემთავაზებლის, რომელსაც მოპოვებული აქვს ხმის უფლების მქონე აქციების 75%, მოწვეული პირველი საერთო კრების მიერ. დასახელებულ შეხვედრაზე აქციონერების ნებისმიერი „განსაკუთრებული“ უფლება, დირექტორების დანიშვნასა და გათავისუფლებასთან დაკავშირებით, არ გამოიყენება.[196] გადალახვის წესის ზოგადი მიზანი არის კომპანიების კონტროლის სადავოობის უზრუნველყოფა იქ, სადაც კონტროლი შეიქმნა პრინციპიდან – „ერთი აქცია – ერთი ხმა“ – გადახვევის სანაცვლოდ, ან აქციონერთა შორის დადებული გარიგებებით.

შეთავაზების პერიოდში ხმის უფლებების შეზღუდვის გადალახვა შეიძლება იყოს აუცილებელი იმისათვის, რომ იმუშაოს ბორდის ნეიტრალიტეტის წესმა. შეთავაზების შემდეგ გადალახვის წესის მოქმედება პოტენციურად არის უფრო მნიშვნელოვანი და წარმატებულ შემძენს აძლევს შესაძლებლობას, რომ 75%-ზე მეტი კონტროლის უფლება გამოიყენოს ბორდზე საკუთარი კანდიდატების დასმისა და კომპანიის წესდების შესაცვლელად ისე, რომ მისი ხმის უფლება ასახავდეს მის ეკონომიკურ ინტერესს კომპანიაში.

გადალახვის წესი, როგორც სავარაუდო შესაძლებელი ვარიანტი, არის წარუმატებელი ექსპერიმენტი, რადგან მხოლოდ რამდენიმე პატარა სახელმწიფომ აქცია ისინი სავალდებულოდ. უფრო მეტიც, გადალახვის წესი არ არის ზოგადი წესი და წევრი სახელმწიფოების არც ერთ კომპანიას, სადაც ის არის ნებაყოფლობითი გამოსაყენებლად, არ გამოუყენებია ეს წესი

[194] Art. 11.

[195] თავი 8.2.2.

[196] შესაბამისად, კოდეტერმინაციის (თანადროული გამოხატვის) უფლებები (იხ. თავი 8.1.2.3) არ ექცევიან ზეგავლენის ქვეშ, რადგან ისინი, როგორც წესი, არ არიან აქციონერთა უფლებები დანიშვნასთან დაკავშირებით და იქნებიან წარმოდგენილი კანონმდებლობაში უფრო მეტად, ვიდრე კოპანიის სარეგისტრაციო განაცხადში.

პრაქტიკაში.[197] ორი ელემენტის კომბინაცია ხსნის, თუ რატომ ამკვიდრებენ ასე ცოტა წევრი სახელმწიფოები სავალდებულო გადალახვის წესს: ერთი მხრივ, გადალახვის წესი ვერ აკავებს მარტივ კონტროლის განმახორციელებელ პოზიციებს, სადაც მოქმედებს პრინციპი „ერთი აქცია – ერთი ხმა“, შესაბამისად, კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერების უმრავლესობის პოზიციაზე ვერ მოხდება ზეგავლენის მოხდენა; მეორე მხრივ, გადალახვის წესი ვერ აკავებს გადახვევებს პრინციპიდან „ერთი აქცია – ერთი ხმა“, მაგალითად, პირამიდის შემთხვევებს.[198] დასახელებული ორი მაგალითი ერთად იყო საკმარისი აგრესიული და წარმატებული ლობიზმის შესაქმნელად მათ მიერ, რომელთაც სავალდებულო გადალახვის წესი გამოავლენდა. მიზეზი, თუ რატომ არ გამოთქვეს კომპანიებმა გადალახვის წესის ამოქმედების სურვილი, კიდევ უფრო მარტივია: კომპანიის დონეზე სავალდებულო გათვალისწინება მოითხოვს უმრავლეს შემთხვევაში აქციონერების მიერ დიდი უმრავლესობით გადაწყვეტილების მიღებას, და კონტროლის განმახორციელებელ აქციონერებს, რომლებიც კვლავ ფლობენ მექანიკურ უპირატესობებს, ნაკლები მოტივაცია აქვთ გადალახვის წესის სავალდებულო გათვალისწინებისათვის.

8.5 სხვაობა კონტროლის განმახორციელებელი ტრანსაქციების რეგულაციებში

ჩვენ განვიხილეთ კონტროლის ცვლილების რეგულაცია სამი განზომილების თვალსაზრისით და კონცენტრაცია მოვახდინეთ, ძირითადად, ორზე: შეთავაზების დროს გადაწყვეტილების მიმღები ორგანოს განსაზღვრასა და სამიზნე კომპანიის აქციონერების დაცვაზე (განსაკუთრებით მცირე აქციონერების) შემძენი კომპანიის (ან შემძენ კომპანიას პლუს კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერი) ოპორტუნიზმისგან. მცირე პროპორციით განხილულ იქნა რეგულაციის დამოკიდებულება არააქციონერი სტეიკჰოლდერების მიმართ.

ორი დაუყოვნებელი დასკვნა შეიძლება გამოტანილ იქნეს ანალიზიდან. პირველი და უარყოფითი დასკვნა არის ის, რომ არც ერთი სისტემა არ გან-

[197] იხ. Commission’s Report on the Implementation of the Directive on Takeover Bids, note 140, at 7–8.

[198] იხ. John C. Coates IV, The Proposed ‘Break-Through’ Rule-Ownership, Takeovers and EU Law: How Contestable Should EU Corporations Be?, in Reforming Company and Takeover Law in Europe, note 99, 677, 683–4 (მონაცემების თავმოყრა იძლევა ვარაუდს, რომ საჯარო კომპანიების მხოლოდ 4%-ზე მოხდება ზეგავლენა ევროკავშირში და აყენებს მოსაზრებას, რომ კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერი ზოგიერთ შემთხვევაში შეძლებს BTR-ის ზეგავლენისგან თავის არიდებას, თუ გაზრდის მის მფლობელობაში არსებულ დივიდენდის მიღების უფლებებს, ან გადაინაცვლებს ისეთი სტრუქტურებისკენ, რომლებზეც ჯერ არ მომხდარა BTR-ის ზეგავლენა, როგორებიცაა საკუთრების პირამიდული სტრუქტურა და/ან სხვა კორპორაციებში აქციების ფლობა).

საზღვრავს მიზნად კონტროლის ცვლილებების რაოდენობის ზრდას რეგულაციური სტრუქტურის ცენტრად. დაუფლებების მაქსიმალური რაოდენობა გენერირდება სისტემის მიერ, რომელიც უწესებს სამიზნე კომპანიის მენეჯმენტს პასიურობის წესს (a rule of passivity) რეალურ თუ მოსალოდნელ დაუფლებებთან დაკავშირებით (პირველი განზომილება) და რომელიც შემძენს აძლევს მაქსიმალურ თავისუფლებას, ჩამოაყალიბოს შეთავაზება (მეორე განზომილება), მაშინ, როდესაც აქციონერებისა და სხვა სტეიკჰოლდერების ინტერესები არის უგულებელყოფილი. არც ერთი დასახელებული იურისდიქცია არ შეესაბამება აღნიშნულ ჩარჩოს: წარმომადგენლობის რეგულაცია და საკითხების კოორდინაცია დაუფლების დროს არის უკეთესი, თუ არა უფრო კომპლექსური, ახსნა მიზნებისა და ნაციონალური რეგულაციური სისტემის გავლენისა, ვიდრე დაუფლების რაოდენობის მაქსიმიზაცია.

მეორე, სისტემის ზოგადი დახასიათება მოითხოვს, ყურადღება დაეთმოს რეგულაციის ორივე მნიშვნელოვან მხარეს.[199] სისტემამ, რომელიც მკაცრად აკონტროლებს მენეჯმენტის მიერ გამოყენებულ თავდაცვით ტაქტიკებს, შეიძლება შეამსუბუქოს დაუფლებების რაოდენობა აქციონერების თანასწორობის მკაცრი მოთხოვნის ან ნაწილობრივი შეთავაზებების აკრძალვის საფუძველზე. მართლაც, ალბათ, არ არის შემთხვევითობა, რომ ის სისტემები, რომლებიც, ისტორიულად ყველაზე გარკვევით აყენებენ აქციონერების მიერ გადაწყვეტილების მიღებას დაუფლების კონტექსტში (გაერთიანებული სამეფო და საფრანგეთი – ეს უკანასკნელი ამჟამად საეჭვოდ არის ამ კატეგორიაში), აქვთ ყველაზე განვითარებული წესები მსოფლიოში შემძენის ოპორტუნიზმის წინააღმდეგ და პასუხობენ აქციონერებს შორის კოორდინაციის პრობლემას. სამიზნე კომპანიის აქციონერებს, რომლებიც მოკლებულნი არიან ცენტრალიზებული მენეჯმენტის დაცვას, სჭირდებათ აშკარა რეგულაციური ინტერვენცია შემძენის წინააღმდეგ, მაგრამ ეს ინტერვენცია – განსაკუთრებით სავალდებულო შეთავაზების წესი – შეიძლება გამოდგეს არაპირდაპირ, როგორც მოქმედი მენეჯმენტის დაცვის საშუალება. სისტემას, რომელიც მოწყობილია ამ ფორმით, შეუძლია როგორც გაართულოს მოქმედი მენეჯმენტისთვის სატენდერო შეთავაზების წინააღმდეგ მოქმედების განხორციელება, ასევე შეამციროს ასეთი შეთავაზებების რაოდენობა. რომელი შედეგია უფრო გადამწყვეტი ხასიათისა პრაქტიკაში, რჩება ემპირიულ კითხვად.[200]

[199] იხ. also Sanford J. Grossman and Oliver Hart, An Analysis of the Principal-Agent Problem, 51 Econometrica 7 (1983).

[200] Martynova and Renneboog, note 12, table 2, აჩვენებს, რომ 1990-იან წლებში ევროპული შერწყმების ტალღიდან 58% იყო მტრული დაუფლება ევროპის შიგნით, რაც მოიცავდა გაერთიანებული სამეფოსა და ირლანდიის სამიზნე კომპანიებს, ხოლო შერწყმების 68% შეადგენდა სატენდერო შეთავაზებებს (მტრულს ან მეგობრულს), იმავდროულად, გაერთიანებული სამეფოს სამიზნე კომპანიებში გადახდილი ღირებულება აღემატებოდა კონტინენტური ევროპის სამიზნე კომპანიებში გადახდილ ღირებულებას (at 235).

8.5.1 სხვაობა ფორმასა და შინაარსში

უფრო მგრძნობიარე კითხვა კონტროლის განმახორციელებელ ტრანსაქციებთან დაკავშირებით – ესაა, შეიძლება თუ არა მათი განხორციელება, მოქმედი მენეჯმენტის წინააღმდეგობის მიუხედავად; შესაბამისად, ძირითადი გამყოფი ხაზია იმ სისტემებს შორის, რომლებიც გადაწყვეტილებას კონტროლის განმახორციელებელი ტრანსაქციების შესახებ ათავსებენ სამიზნე კომპანიის აქციონერების ხელში და რომლებიც, როგორც სამიზნე კომპანიის ბორდს, ასევე, აქციონერებს აძლევენ ვეტოს უფლებას.

მიუხედავად ამისა, არის მიზეზები, ვიფიქროთ, რომ ეს გაყოფა შეიძლება მეტისმეტად მარტივი იყოს: პირველი, იურისდიქციამ ერთობლივი გადაწყვეტილების მოდელის შემდეგ შესაძლოა, განივითაროს მისასადაგებელი მექანიზმი, რომელიც დიდი ან მცირე მასშტაბით, ზრდის გავლენას უფლებამოსილების მთლიანად აქციონერების ხელში თავმოყრით. აშშ წარმოადგენს ამ შესაძლებლობის განვითარების მაგალითს.[201] აქედან გამომდინარე, *არმორმა და სქილმა* (Armour and Skeel) ყურადღება მიაქციეს იმ ფაქტს, რომ, მართალია, მტრული შეთავაზებების რაოდენობა აშშ-ში არის უფრო ნაკლები, ვიდრე გაერთიანებულ სამეფოში,[202] რაც გადაწყვეტილების მიღების უფლებას აქცევს მთლიანად აქციონერების ხელში, კონტროლის ცვლილების ზოგადი ხარისხი არ არის მთლიანად განსხვავებული.[203] სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, სამართლებრივი სტრატეგიების კომბინაცია და ინსტიტუციური ფაქტები შეიძლება უფლებას აძლევდეს აქციონერებს, მოიპოვონ ერთობლივი გადაწყვეტილების მიღების ბენეფიტები კონტროლის ცვლილებასთან მიმართებით (აქციონერები ლახავენ მათი კოორდინაციის პრობლემებს მენეჯმენტის მეშვეობით, რომელიც მათი რწმუნებით მოლაპარაკებას აწარმოებს შემძენთან) ორგანიზების ხარჯის დაკისრების გარეშე (განსაკუთრებით მენეჯმენტის მიერ საკუთარი ინტერესების დამკვიდრების პროცესში). სადაც დასახელებული სამართლებრივი სტრატეგიები არ არის ხელმისაწვდომი ან ინსტიტუციური ფაქტები არ მოიპოვება, ხმის უფლების თავდაპირველი გადანაწილება მაინც იქნება მნიშვნელოვანი.

8.5.2 განსხვავებული მარეგულირებელი გარემო

საკუთრების სტრუქტურა, ინდუსტრიის სტრუქტურა და გავლენის მომხდენი გარემოებები, რომლებიც უკვე მოქმედებაშია, მნიშვნელოვანია ფუნქციური

[201] იხ. თავი 8.2.3.1.

[202] Armour and Skeel, note 32, table 1; იხ. also Coates, note 54, 253 (7 percent hostile bids in the UK versus 3 percent in the U.S.).

[203] Armour and Skeel, note 32, at 1741. Whether the two systems are functionally absolutely equivalent is not clear (იხ. ibid. at 1742–3, arguing that the U.S. system has costs which the straightforward adoption of a no frustration rule avoids).

სამართლებრივი წესებისათვის. სტრატეგიული არჩევანი ასევე იქნება მნიშვნელოვანი. [204]

შესაბამისად, ჩვენ შეიძლება ვივარაუდოთ, რომ ქვეყნები, სადაც უფრო მეტად არის კონცენტრირებული საკუთრების უფლება, შეიძლება ნაკლებად დამოკიდებული იყოს დაუფლებაზე, როგორც კორპორაციული მართვის მექანიზმზე, რადგან მენეჯმენტის მიერ მონიტორინგის განხორციელება, სავარაუდოდ, განხორციელებულია მაკონტროლებელი აქციონერების მიერ. დასახელებულ ქვეყნებს – ფაქტობრივად, მსოფლიოს იურისდიქციების აბსოლუტური უმრავლესობა[205] – შეიძლება ნაკლებად სჭირდებოდეთ, განახორციელონ შემძენების სასარგებლოდ დაუფლების კანონები.[206] ეს შეიძლება იყოს ახსნა იმ ზოგიერთი კონტინენტური ევროპის სახელმწიფოს მხრიდან სურვილის არარსებობისა, მხარი დაუჭირონ ბორდის ნეიტრალიტეტის სავალდებულო წესს დაუფლების დირექტივის მიხედვით.[207] იაპონია, საკუთარი მჭიდრო აქციონერთაშორისი (ორ კორპორაციას აქვს ერთმანეთის აქციები (cross-shareholdings), კერძოდ, აქციონერებს სხვადასხვა კომპანიაში აქვთ აქციები) ქსელით არის აგრეთვე მაგალითი იმ სისტემისა, სადაც კორპორაციული მართვის გარე საშუალებებს, განსხვავებით მტრული დაუფლების შემთხვევებისგან, ისტორიულად დადასტურებული აქვთ უპირატესობა – თუმცა ორი კორპორაციის მიერ ერთმანეთის აქციების ფლობა შესუსტდა უკანასკნელ წლებში.[208]

ანალოგიურად, ჩვენ შეიძლება წამოვაყენოთ ჰიპოთეზა, რომ დაუფლების განსხვავებული ჩარჩოები შეიძლება, უფრო შესაბამისი იყოს განსხვავებული ინდუსტრიებისთვის. ლიტერატურის მზარდი ოდენობა განიხილავს კაპიტალიზმის სახესხვაობებს და მათ გავლენას სამართლებრივ წესებზე.[209] შესაბამისად, შეიძლება ვიდავოთ, რომ ინდუსტრიები შესაბამისი სახის მწარმოებლური ტექნოლოგიით საჭიროებს შორსმიმავალ პერსპექტივაზე გათვლილი ვალდებულებების აღებას, თანამშრომლების წინაშე თანამშრომლების მიერ

[204] Guido Ferrarini and Geoffrey Miller, A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe, 42 Cornell International Law Journal 301 (2009). იხ. also Hopt, note 12, at 259.

[205] Marco Becht and Colin Mayer, Introduction, in The Control of Corporate Europe (Fabrizio Barca and Marco Becht eds., 2001).

[206] შეიძლება ვიდავოთ, რომ დასახელებული ქვეყნები უფრო მეტად უნდა აკეთებდნენ აქცენტს წესებზე, რომლებიც პირდაპირ ეფარდებიან აქციონერთა შორის წარმომადგენლობით ხარჯებს, მაგალითად, დაკავშირებულ პირთა შორის გარიგების დადებას. იხ. თავი 6.

[207] იხ. თავი 8.2.2.

[208] Joseph Lee, Critical Exposition of Japanese Takeover Law in an International Context, Working Paper (2016), at ssrn.com.

[209] იხ. Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage (Peter A. Hall and David Soskice, eds., 2001); Wendy Carlin and Colin Mayer, How Do Financial Systems Affect Economic Performance?, in Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives 137 (Xavier Vives ed., 2000).

შესაბამისი ადამიანური რესურსის ან შესაბამისი სამუშაოს განხორციელებას ინვესტირების სანაცვლოდ. დასახელებულ შემთხვევაში, დაუფლებები შეიძლება ჩაითვალოს როგორც პრობლემური შორსმიმავალი ვალდებულებებისთვის და ქმნიდეს ნდობის პრობლემას შემძენის მიერ არსებულ თანამშრომლებთან მიმართებით.[210]

საბოლოოდ, შესაბამისი წესების ფორმა შეიძლება, ბუნებრივად მანამდე არსებული კანონებისა და საშუალებების ზეგავლენის ქვეშ მოექცეს. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, ორმხრივი ზეგავლენის მოხდენა და დამოკიდებულების გზა არის კანონების ფორმის განსაზღვრის მნიშვნელოვანი ფაქტორი. მაგალითად, ამით შეიძლება აიხსნას გაერთიანებულ სამეფოსა და აშშ-ში არსებული ბევრი სხვაობა, რაც აღწერილია ზემოთ. გაერთიანებული სამეფოს სამეწარმეო სამართალი ყოველთვის იყო აქციონერებზე ორიენტირებული – ბორდის უფლებები გამომდინარეობდა კომპანიის წესდებიდან, და არა კანონმდებლობიდან, და სარეგისტრაციო განაცხადი არის, ფორმალურად, მთლიანად აქციონერების კონტროლის ქვეშ;[211] დირექტორების გადაყენება შეიძლება ნებისმიერ დროს ხმის უფლების მქონე აქციონერთა მიერ. აშშ-ის სამართალი ტრადიციულად უფრო იცავდა ცენტრალიზებული მენეჯმენტის უფლებებს, და, იმავდროულად, ინარჩუნებდა აქციონერების კონტროლის უფლებას.[212] აქედან გამომდინარე, კონტროლის ცვლილების დროს ხმის უფლების თავმოყრა აქციონერების ხელში კარგად მოერგო გაერთიანებული სამეფოს კორპორაციული მართვის დამკვიდრებულ სტანდარტებს, მაშინ როდესაც აშშ-ის ბორდის გავლენა კონტროლის ცვლილებებზე დამკვიდრებულ იქნა უფრო რთული და ნაკლებად სტაბილური სახით, თუმცა დოქტრინული სახით შესაბამისობაშია მის მენეჯერულ შეხედულებებთან.[213]

ანალოგიური ფორმით, იურისდიქციებმა შეიძლება აირჩიონ კორპორაციული მართვის ალტერნატიული ელემენტების წახალისება, როგორც აქტიური დაუფლების ბაზრის შემცვლელისა.[214] უნდა აღინიშნოს, მიუხედავად იმისა,

[210] Shleifer and Summers, note 22; Paul Davies, Efficiency Arguments for the Collective Representation of Workers, in The Autonomy of Labour Law (Alan Bogg et al. eds., 2015).

[211] იხ. თავი 7.2.

[212] იხ. თავი 3.5.

[213] Armour and Skeel, note 32, at 1767–8, ხაზი უნდა გაესვას, რომ ტრადიციული დოქტრინული აქციონერის სასარგებლო მიდგომა ბრიტანულ საკორპორაციო სამართალში გაძლიერებული იყო ინსტიტუციური აქციონერების რაოდენობის ზრდით იმ პერიოდში, როდესაც განვითარდა დაუფლების თანამედროვე რეგულაციები გაერთიანებულ სამეფოში, ანუ 1960-იან წლებში, მაშინ, როდესაც ასე არ მოხდა აშშ-ში. ანალოგიურად შეიძლება ვიდავოთ, რომ, თუ მენეჯმენტისთვის აქციების სახით გადასახდელი ანაზღაურება გახდა უფრო ნაკლებად მნიშვნელოვანი ანაზღაურების ფორმა აშშ-ში, ასეთ შემთხვევაში აშშ-ის ინსტიტუციურმა ინვესტორებმა შეიძლება დაიწყონ აგიტაცია აქციონერებისთვის მისაღები კონტროლის ცვლილების რეგულაციის შესახებ.

[214] Paul Davies and Klaus J. Hopt, Corporate Boards in Europe–Accountability and Convergence, 61 American Journal of Comparative Law 301 (2013).

რომ ასეთი ალტერნატიული გაუმჯობესებები იშვიათად იქნება საკმარისი, მტრული შეთავაზების საფრთხე, როგორც წესი, რჩება როგორც ყველაზე უფრო ეფექტური კორპორაციული მართვის მექანიზმი.[215] კიდევ ერთი გასათვალისწინებელი მნიშვნელოვანი ზეგავლენის მომხდენი გარემოება არის მარეგულირებელი ჩარჩოს მიერ აქციონერების ჩართულობის გათვალისწინება. უკანასკნელი წლების განმავლობაში სხვადასხვა სახის პოლიტიკის ინიციატივა მიზნად ისახავდა აქციონერების კორპორაციის საქმიანობაში აქტიური ჩართულობის მხარდაჭერას. ხაზი იყო გასმული, რომ დაუფლების რეგულაციის ზოგიერთი ელემენტი, განსაკუთრებით, სავალდებულო შეთავაზების წესი, იდენტური სახის ინვესტიციების განხორციელებასთან მიმართებით შეიძლება მოქმედებდეს აქციონერების ჩართვის ხელშეწყობის საწინააღმდეგოდ.[216]

8.5.3 პოლიტიკური ეკონომიკის მსჯელობები

სხვაობა დაუფლების რეგულაციებში შეიძლება აიხსნას განსხვავებული პოლიტიკური არჩევანით და სხვადასხვა იურისდიქციაში აღქმის ხარისხით. ძირითადი მამოძრავებელი ფაქტორი არის პოტენციური ნეგატიური რეაქცია სტრატეგიული კომპანიების უცხოელებზე გასხვისებასთან დაკავშირებით. დაუფლებებმა შეიძლება მოიცვან საგაზეთო სათაურები, და განსაკუთრებით ფართომასშტაბიანი შეძენები უცხოელი შემძენის მიერ შეიძლება გამოყენებულ იქნეს როგორც პროტექციული მექანიზმის განხორციელების საფუძველი. ეს, როგორც უკანასკნელმა ეკონომიკურმა კრიზისმა გვიჩვენა, უფრო მოსალოდნელია ეკონომიკური კრიზისის დროს.[217] მაგალითად: იტალიაში მოკლე ვადით ფინანსური კრიზისის დროს, და ახლახან საფრანგეთმა არ გაითვალისწინა ევროპული დაუფლების დირექტივით გათვალისწინებული ბორდის ნეიტრალიტეტის წესი;[218] ტრადიციულად მეგობრულად განწყობილ გაერთიანებულ სამეფოშიც კი იყო მკაცრი პოლიტიკური დებატები 2009 წელს კოლორიტული შოკოლადის დამამზადებელ *ქედბურის* (*Cadbury)* ამერიკული საკვების გიგანტ *კრაფტის* (*Kraft)* მიერ დაუფლების თაობაზე.[219]

[215] Jonathan Macey, Corporate Governance: Promises Kept, Promises Broken 10, 118 ff. (2008). On the market of corporate control and the pros and cons of the nofrustration rule იხ. Hopt, note 12, at 261–8.

[216] იხ. ESMA, Information on Shareholder Cooperation and Acting in Concert under the Takeover Bids Directive, ESMA/2013/1642 (12 November 2013); Martin Winner, Active Shareholders and European Takeover Regulation, 12 European Company and Financial Law Review 364 (2014). იხ. also Chapter 3.2.4.

[217] იხ. a number of contributions in Company Law and Economic Protectionism (Ulf Bernitz and Wolf-Georg Ringe eds., 2010).

[218] იხ. თავები 8.2.2 and 8.2.3.2.

[219] ზოგიერთმა დაიწყო მოწოდებები, რომ დანერგილიყო სპეციფიკური "Cadbury's Law", რათა უკეთესად ყოფილიყვნენ ბრიტანული ფირმები დაცული გარეშე დაუფლებებისგან. იხ. Wolf-Georg Ringe, Deviations from Ownership-Control Proportionality– Economic Protectionism Revisited, in Company Law and Economic Protectionism, note 217, at 235.

ბევრ განვითარებად ბაზარში დაუფლებები, ძირითადად, არის ძალიან ცოტა, უფრო მეტად იმიტომ, რომ ძლიერია საკუთრების უფლების კონცენტრაცია ოჯახებისა და სახელმწიფოს ხელში, მაგრამ რეგულაციური პრობლემებიდან გამომდინარეც, მათ შორისაა ისეთი იშვიათი ქვეყნები, სადაც საკუთრება უფრო მეტად დანაწევრებულია, მაგალითად, ინდოეთში.[220] თუმცა განვითარებულ დასავლურ ეკონომიკებშიც პოლიტიკოსებმა შეიძლება დაიცვან ადგილობრივი ეკონომიკა სხვა უცხოელი შემძენებისგან. დასახელებული მაგალითები, როგორც წესი, ხორციელდება საფრანგეთში, სადაც ყველა პარტიის პოლიტიკის განმსაზღვრელი მხარეები რეგულარულად მოქმედებენ ან ერევიან, რათა შექმნან ან დაიცვან „ნაციონალური ჩემპიონები“. სამართალი და პოლიტიკა ხშირად შეიძლება აირიოს ერთმანეთში. განვიხილოთ 2014 წლის ფრანგული კომპანია *ალსტომის (Alstom)* შეძენა ამერიკული *ჯენერალ ელექტრიკის (General Electric)* მიერ. მიუხედავად იმისა, რომ საფრანგეთის მთავრობა არ იყო მოწილე *ალსტომში*, და მიუხედავად იმისა, რომ არ იყო სამართლებრივი მოთხოვნა ასე მოქცევისა, *ჯენერალ ელექტრიკმა* მოლაპარაკებები წარმართა უშუალოდ საფრანგეთის მთავრობასთან და შეთავაზება განაგრძო მხოლოდ მაშინ, როდესაც შეთავაზების გაგრძელების უფლება მიიღო. აღნიშნული დაუფლების შედეგად ფრანგულმა მთავრობამ დამატებით მიიღო საკანონმდებლო დირექტივა, რომელიც კონტროლის ცვლილების შემთხვევაში სამთავრობო ვეტოთი იცავდა ადგილობრივ მნიშვნელოვან ინდუსტრიებს.[221] ყველა იურისდიქციაში ასეთი პოლიტიკა არის მიღებული მგრძნობიარე ინდუსტრიების დასაცავად, მაგალითად, ადგილობრივი თავდაცვითი ინდუსტრიის დასაცავად უცხოური ზეგავლენისგან.[222]

გარდა სტრატეგიული ინდუსტრიების დაცვის მოსალოდნელი საჭიროებისა, საჯარო აღშფოთების მიზეზები არის ხშირად დაუფლების ზეგავლენა სამუშაო ძალაზე. მართალია, დაუფლებებს ხშირად მოსდევს სამსახურიდან გათავისუფლებები, თუმცა რესტრუქტურიზაცია არ არის მხოლოდ დაუფლე-

[220] Armour, Jacobs, and Milhaupt, note 36, at 273 ff.; Érica Gorga, Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries, 29 Northwestern Journal of International Law & Business 439, 445 (2009); Mariana Pargendler, Corporate Governance in Emerging Markets, in Oxford Handbook of Corporate Law and Governance (Jeffrey N. Gordon and Wolf-Georg Ringe eds., 2017).

[221] Hugh Carnegy, Michael Stothard, and Elizabeth Rigby, French “Nuclear Weapon” against Takeovers Sparks Blast from Cable, Financial Times, 16 May 2014, p. 1.

[222] გერმანიამ შეცვალა საკუთარი Foreign Trade Act (Außenwirtschaftsgesetz) 2008 წელს, დანერგა შესწავლის პროცესი ინვესტიციებისათვის, რომლებიც ხორციელდებოდა EEA-ს ფარგლებს გარედან, იმ შემთხვევაში, თუ კომპანია შეიძენდა გერმანული კომპანიის 25%-ზე მეტს. იხ. Hopt, note 49, at 384 ff. ანალოგიურად, აშშ-ის ზედამხედველობის პროცესი უცხოური ინვესტიციებისათვის, რომლებიც ხორციელდება უცხოური ინვესტიციების კომიტეტის მიერ აშშ-ში (Committee on Foreign Investments in the United States (CFIUS)), შეიცვალა 2007-2008 წლებში, რათა პასუხი გაეცა მოსაზრებებზე შემოწმების პროცესის არაეფექტურობასა და გადაჭარბებულ სირბილესთან დაკავშირებით.

ბისთვის დამახასიათებელი. აქედან გამომდინარე, პროფკავშირები, როგორც წესი, არიან დაუფლების ყველაზე ძლიერი მოწინააღმდეგეები. საჯარო დამოკიდებულების მკაცრი გამოცდა მიდის იქ, სადაც ძველი დანაპირები დასაქმების შენარჩუნებასთან დაკავშირებით ირღვევა დაუფლების შემდეგ, ისევე, როგორც ეს მოხდა *ქედბური/კრაფტის (Cadbury/Kraft)* ტრანსაქციის დასრულების შემთხვევაში.

საბოლოოდ, ეს დაკავშირებულია განსხვავებული ჯგუფების კონფლიქტთან, რასაც იწვევს კონტროლის განმახორციელებელი ტრანსაქცია.[223] იმ ქვეყნებში, სადაც სამეწარმეო სამართალი გამოიყენება კომპანიისა და თანამშრომლის წარმომადგენლობითი საკითხების თანამშრომლის ან პროფკავშირების მეშვეობით (განსაკუთრებით გერმანიაში) დასარეგულირებლად ბორდში, კონტროლის ცვლილება, რომელზეც ზეგავლენა ხდება ტრანსაქციის მეშვეობით შემძენსა და სამიზნე კომპანიის აქციონერებს შორის იმ ორგანოს გვერდის ავლით, სადაც არიან თანამშრომელთა წარმომადგენლები, შეიძლება განხილულ იქნეს ეჭვით. აღნიშნულისგან განსხვავებით, მენეჯმენტის თავისუფლება თავდაცვითი ღონისძიებების განხორციელების შესახებ შეიძლება წარმოგვიდგეს როგორც წარმომადგენლობა თანამშრომელთა ინტერესების და, შესაძლოა, სხვა სტეიკჰოლდერების, დასაცავად.

8.5.4 მარეგულირებელი გაურკვევლობა

ზემოთ დასახელებულ საკითხებთან მიმართებით არსებობს მნიშვნელოვანი მოთხოვნა. არც ერთი ზოგადი ფაქტორით, რამაც შეიძლება ნათელი მოჰფინოს განსაზღვრულ მარეგულირებელ არჩევანს, შეიძლება აიხსნას მთლიანად, და განსაკუთრებით, კანონმდებლები შეიძლება აღმოჩნდნენ სერიოზული გაურკვევლობის წინაშე – რომელია ის მნიშვნელოვანი რეგულაციური პრობლემა, მათ რომ უნდა გადაწყვიტონ. მაგალითად, საკუთრების სტრუქტურასთან დაკავშირებით, ჩვენ ვიცით, რომ ყველაზე უფრო დიდი აქციათა პაკეტი განსხვავდება იურისდიქციიდან იურისდიქციამდე,[224] ისე, რომ იურისდიქციებში, რომელთაც აქვთ საშუალო ზომის პაკეტები, მტრული დაუფლებები შეიძლება იყოს რთული, თუმცა არა მთლიანად გამორიცხული. უფრო მეტიც, განვსაზღვროთ ცვლილებების გავლენა დროის მიხედვით: მაგალითად, არის მტკიცებულება, მნიშვნელოვან იურისდიქციებში საკონტროლო პაკეტის მფლობელი აქციონერების ჩამკეტი გავლენის შესუსტებისა წლების განმავლობაში.[225] საბოლოოდ, იურისდიქციებში, რომლებიც კონტროლდებიან

[223] იხ. თავი 8.1.2.3.

[224] Becht and Mayer, note 205, table 1.1, reporting that in the late 1990s the median size of the largest voting block in listed companies varied from 57 percent in Germany to 20 percent in France.

[225] For Germany, იხ. Wolf-Georg Ringe, Changing Law and Ownership Patterns in Germany: Corporate Governance and the Erosion of Deutschland AG, 63 American Jour-

მსხვილი აქციების მფლობელი აქციონერების მიერ, აქციების ფლობა განსაზღვრულ კომპანიებში, რა უცნაურადაც არ უნდა ჟღერდეს, შეიძლება დანაწევრდეს. აქედან გამომდინარე, არის რამდენიმე იურისდიქცია, სადაც მტრული დაუფლებები არის მთლიანად გამორიცხული აქციონერთა საკუთრების უფლების საფუძვლებიდან გამომდინარე. უფრო მეტიც, უკანასკნელი რამდენიმე ათწლეულის განმავლობაში მტრული დაუფლება გახდა მნიშვნელოვანი მოვლენა რამდენიმე იურისდიქციაში, სადაც მანამდე ის თითქმის უცნობი იყო.[226]

ბოლოს, წესების დამდგენების სურვილი, რომ დაუფლების წესები მოარგონ საკორპორაციო სამართლის არსებულ პარამეტრებს, ხსნის დასახელებულ სიტუაციაში პასუხების მნიშვნელოვან ნაწილს. ყველა ეს გაურკვევლობა და კონფლიქტური ინტერესი გახდება უფრო მეტად მნიშვნელოვანი მრავალფეროვან, ფედერალურ სისტემებში (როგორიცაა ევროკავშირი), სადაც საერთო ფორმა არ შეინიშნება.

შესაბამისად, სამართლიანია, თუ ვიტყვით, რომ მარეგულირებლები, გარკვეულწილად, აგნოსტიკოსები არიან, როდესაც საქმე მიდის დაუფლების შესაბამისი რეჟიმის შერჩევაზე მათი სპეციფიკური საჭიროებების გათვალისწინებით: იმ შემთხვევაშიც კი, თუ ჩვენ ოპტიმისტურად წარმოვიდგენთ, რომ კანონმდებლები სერიოზულად ცდილობენ დაუფლების ჩარჩოს ოპტიმიზაციას საჯარო ინტერესებში ფუნქციური წესების შექმნით, რაც ჯდება სავარაუდო რეალურ ბიზნესშემთხვევებში, მათ არ შეუძლიათ, იყვნენ დარწმუნებული, რომ ეს ვარაუდები შეესაბამება სიმართლეს, (i) ყველა ბიზნესჯგუფს, რომელთა რეგულირებაც მათ უნდათ (ii) განსხვავებულ ინდუსტრიებში და (iii) ზედმეტი დროის განმავლობაში. აგნოსტიციზმს აქვს ორი შედეგი: პირველი, კანონმდებლები შეეცდებიან, განსაზღვრონ ტიპური შემთხვევა, რაც დამახასიათებელია მათი იურისდიქციებისთვის, მაგალითად, იმ ფაქტის გათვალისწინებით, რომ კომპანიები, რომლებიც კონტროლდებიან საკონტროლო პაკეტის მფლობელი აქციონერების მიერ, არიან ტიპური (განსხვავებული სხვა მაგალითებისგან) შემთხვევები, რომლებიც საჭიროებენ დარეგულირებას; მეორე, მარეგულირებლები, რომლებიც ხვდებიან განგრძობად გაურკვევლობას და რეალური მაგალითის კონფლიქტურ ნაწილებს, არ იქნებიან დარწმუნებული, თუ როგორ განსაზღვრონ ოპტიმისტური რეჟიმი, და პასუხი გასცენ პოლიტიკის სხვა მსჯელობებს. ეს არის მაგალითი, სადაც პოლიტიკის მსჯელობები,

nal of Comparative Law 493 (2015). For Japan, იხ. Japan Exchange Group, 2015 ShareOwnership Survey (2016), at <http://www.jpx.co.jp/english/markets/statistics-equities/examination/01.html>.

[226] Julian Franks et al., The Life Cycle of Family Ownership: International Evidence, 25 Review of Financial Studies 1675 (2012), report in appendix A1 that the average number of listed companies which were the target of an unsolicited bid expressed as a percentage of all listed companies between 2001–6 was 0.9 percent in Germany; 1.1 percent in Italy; and 0.7 percent in France. The UK figure was 3.3 percent. The same general trend can be found in Japan, as the litigation it has generated attests: იხ. note 51.

ლობისტური მცდელობები და რეგულაციური ზეგავლენა ეცემა ნაყოფიერ ნიადაგზე. აღნიშნულის კარგი გამოხატულებაა ევროკავშირის დაუფლების დირექტივის მიღება, მაშინ, როდესაც ევროპული კომისია ნერგავს დაუფლების სასარგებლო პასუხს, როგორც ინტეგრირებული საერთო ბაზრის დანერგვის მნიშვნელოვან საშუალებას, ევროკავშირის შიგნით,[227] მაშინ, როდესაც ზოგიერთი წევრი სახელმწიფო (და ევროპული პარლამენტი) პასუხობს გლობალიზაციის პოპულარულ შიშებს და მათ გავლენას.[228] ბორდის ნეიტრალიტეტის წესის გაუქმებით და გადალახვის წესების სავალდებულოობით ევროკავშირის დონეზე,[229] პროტექციონისტებმა შეიძლება თქვან, რომ მოიგეს დავა ინტეგრაციის მომხრე ძალებთან. დასახელებული ტრენდი განმეორდა დირექტივის ცვლილებით, რომელიც მთლიანად გამოხატავდა უფრო პროტექციონისტულ მიდგომას წევრი სახელმწიფოების ნაწილში, ვიდრე ეს იყო მანამდე.[230]

სერიოზულობის ძირითადი ხაზი არის ის, რომ დაუფლების რეგულაცია პოლიტიკური ინტერესების, სტრატეგიული შედეგების, ლობისტური მცდელობებისა და კაპიტალის ბაზარზე გარე ზეწოლის ნაზავია. საუკეთესო შემთხვევაში, მარეგულირებლები შეეცდებიან, ხელში ჩაიგდონ ყველაზე უფრო ტიპური წარმომადგენლობითი კონფლიქტები და კოორდინაციის პრობლემები, რის გადაჭრასაც ისინი საჭიროებენ, ასევე უზრუნველყონ, რომ ისინი განაახლებენ მათ მიდგომას მაშინ და იმ დროს, როდესაც რეალური ცვლილებები მოხდება. რადგან მკაცრი ერთგვაროვანი რეგულაცია ნაკლებად ასახავს ბიზნესის რეალობას, დაუფლების წესები, რომლებიც გამონაკლისის და/ან დისკრეციული გადაწყვეტილებების უფლებას იძლევიან, ჩაითვლება როგორც კეთილდღეობის გამაუმჯობესებელი, მაგრამ არ არსებობს გარანტია, რომ გაკეთებული არჩევანი განხორციელებულია სოციალური კეთილდღეობის შესაბამისად.[231]

[227] For which policy there was considerable empirical support. იხ., for example, Marina Martynova and Luc Renneboog, Mergers and Acquisitions in Europe, in Advances in Corporate Finance and Asset Pricing 13, 20 (Luc Renneboog ed., 2006), stating that the European merger boom of the 1990s "boiled down to business expansion in order to address the challenges of the European market."

[228] იხ. Klaus J. Hopt, Observations on European Politics, Protectionism, and the Financial Crisis, in Company Law and Economic Protectionism 13, 20–1 (Ulf Bernitz and Wolf-Georg Ringe eds., 2010).

[229] თავები 8.2.2 და 8.4.2.2.

[230] Davies et al., note 46.

[231] თავი 8.4.2.

9

საკორპორაციო სამართალი და ფასიანი ქაღალდების ბაზარი

ლუკა ენრიკესი, ჟერარ ჰერტიგი, რაინერ კრაკმანი ედვარდ როკი

კორპორაციები საზოგადოებისაგან ფინანსების მოძიების მძლავრ იარაღს წარმოადგენენ. საკორპორაციო სამართლის ის ძირითადი მახასიათებლები, რაც პირველ თავში განვიხილეთ, განსაკუთრებით კი შეზღუდული პასუხისმგებლობა და აქციების გასხვისებაუნარიანობა, კორპორაციებს ძალიან ეფექტურს ხდის ზემოთ დასახელებული მიზნის განხორციელებისას. მიუხედავად ამისა, როგორც წინამდებარე სახელმძღვანელოში დავინახეთ, კაპიტალის მოზიდვა აუარესებს მეორე თავში აღწერილ წარმომადგენლობით პრობლემებს. აქციონერების (თუ კრედიტორების) ფართო წრე გულისხმობს გაზრდილ საინფორმაციო და საკოორდინაციო ხარჯებს და მეტად გავრცელებულ ინფორმაციულ ასიმეტრიებს, რაც შესაძლოა, ბოროტად იქნეს გამოყენებული წარმომადგენლების (მენეჯერები, მაჟორიტარი აქციონერები, აქციონერები, როგორც კლასი) მიერ, რათა მათ მიაღწიონ საკუთარ ინტერესებს – დააზიანონ მარწმუნებლები (აქციონერები, მინორიტარი აქციონერები, სასესხო ფასიანი ქაღალდების მფლობელები).

ისტორიულად, იდეა, რომ კაპიტალის შემომტანები – ინვესტორები – საჭიროებდნენ დაცვას აქციათა გამომშვებებისა და მათი წარმომადგენლების თაღლითური თუ ოპორტუნისტული ქმედებებისაგან, იყო საფუძველი იმ სპეციალური წესებისა, რომლებიც არეგულირებდნენ (ა) ფასიანი ქაღალდების გასხვისებას (აქციები, ბონდები, ობლიგაციები), (ბ) იმ კომპანიების სტატუსს, რომლებიც ვაჭრობენ საფონდო ბირჟებზე,[1] და (გ) ამ სტატუსის დათმობის პროცესს.[2]

[1] ბაზრებთან დაკავშირებული ისეთი ტერმინებით, როგორებიცაა „საჯარო“ ან „ფასიანი ქაღალდების“ ბაზრები, ჩვენ ვგულისხმობთ ორგანიზებულ კაპიტალის ბაზრებს, რომლებიც ვაჭრობენ სტანდარტული ფინანსური ინსტრუმენტებით (ფასიანი ქაღალდებით) და არიან, ზოგადად, ხელმისაწვდომი ინვესტორებისათვის. თუმცა ევროკავშირის სამართლის ტერმინოლოგია მოიხსენიებს მათ ფინანსურ ინსტრუმენტებად და დასახელებულ ტერმინსა და აშშ-ის „ფასიანი ქაღალდების“ დეფინიციას შორის არის სხვაობა, მიუხედავად ამისა, ფართო თვალსაზრისით, ტერმინები ერთმანეთს შეესატყვისება. Cf. Louis Loss, Joel Seligman, and Troy Paredes, Fundamentals of Securities Regulation 353–457 (6th edn., 2011) (U.S.); Niamh Moloney, EU Securities and Financial Markets Regulation 84–5 (3rd edn., 2014) (EU). ჩვენ, ზოგადად, მოვიხსენიებთ მათ, როგორც ფასიან ქაღალდებს, ტექსტის მსვლელობისას.

[2] იხ. Joel Seligman, The Historical Need for a Mandatory Corporate Disclosure System, 9 Journal of Corporation Law 1 (1983).

უფრო ფუნქციური პერსპექტივიდან ამ წესების ერთობლიობა, ჩვეულებრივ, მოხსენიებული როგორც ფასიანი ქაღალდების კანონი ან ფასიანი ქაღალდების რეგულაციები, მხარს უჭერს კორპორაციების მცდელობებს, გაზარდონ მოზიდული კაპიტალი ანალოგიური წარმომადგენლობითი პრობლემების დროს.[3] ფასიანი ქაღალდების სამართლის ფართო გავრცელება დაკავშირებულია აფილირების სტრატეგიებთან – ინვესტორების შესვლა და გამოსვლა აქციონერებში – განსაკუთრებით, რაოდენობის, ხარისხის და კორპორაციული ღიაობის სანდოობის თვალსაზრისით. ფასიანი ქაღალდების სამართალი, ასევე, ითვალისწინებს აღსრულების მექანიზმებს, რომელთაც შეუძლიათ, გვერდი აუარონ კოლექტიური მოქმედების პრობლემებს, რის წინაშეც დგანან უმცირესობაში მყოფი ინვესტორები, იმ ზომამდე, რომ დასახელებული ღონისძიებები ზრდიან ინვესტორების მოსალოდნელ შემოსავალს. კომპანიებმა, რომლებიც უშვებენ ფასიან ქაღალდებს, საჯაროდ უნდა ისარგებლონ კაპიტალის დაბალი ხარჯით.

წინამდებარე თავი უზრუნველყოფს მარეგულირებელი ჩარჩოს მოკლე და ნაწილობრივ განხილვას ფასიანი ქაღალდების ბაზრისთვის ჩვენს ძირითად იურისდიქციებში. ჩვენი მიდგომა არის ნაწილობრივი ორი მიზეზის გამო. პირველი, ფასიანი ქაღალდების სამართალი არეგულირებს არა მხოლოდ ემიტენტებს, არამედ საფონდო ბირჟებსაც როგორც ინფრასტრუქტურას, რომელიც ლიკვიდური სერვისების მიმწოდებელია ინვესტორებისა და მოვაჭრეებისთვის.

ასეთი კაპიტალის ბაზრის რეგულაციები მოიცავს წესებს ინვესტორებისათვის ზღვრული მოთხოვნების შესახებ, რეგისტრაციის, ბროკერებისა და დილერების, საფონდო ბირჟის სტრუქტურისა და ოპერაციების და სხვა საბაზრო ინფრასტრუქტურის შესახებ. თუ გავითვალისწინებთ წიგნის ფოკუსს კორპორაციებზე, ჩვენ არ განვიხილავთ ანალოგიური მასშტაბით საბაზრო რეგულაციებს,[4] მაგრამ უფრო მეტად ვკონცენტრირდებით პირდაპირ სამართლებრივ სტრატეგიებზე, რომლებიც უკავშირდება ემიტენტებს და მათ წარმომადგენლებს; მეორე მიზეზი ფასიანი ქაღალდების რეგულაციების მცირე მოცულობით დაფარვისა არის ის, რომ მე-3 და მე-8 თავებში, სხვადასხვა თემის განხილვის დროს, უკვე გააანალიზეს პირობების ნაწილი, რომლებიც ფორმალურად დაჯგუფებულია როგორც ფასიანი ქაღალდების სამართალი.[5]

[3] როგორც ეს არის ხაზგასმული პირველ და მეოთხე თავებში, ფასიანი ქაღალდების სამართალი ზოგჯერ გამოიყენება სოციალური მიზნებისათვის. რთულია მათი დაჯგუფება იმ იდეასთან ერთად, რომლის თანახმადაც, უნდა შემცირდეს ხარჯი გამომშვებებისთვის ან ინვესტორების დასაცავად. იხ. თავები 1.5. და 4.3.1.

[4] დასახელებული რეგულაციის გასაცნობად იხ. John Armour, Daniel Awrey, Paul Davies, Luca Enriques, Jeffrey Gordon, Colin Mayer, and Jennifer Payne, Principles of Financial Regulation, 143–59 (2016).

[5] იხ. თავი 6.2.1.1.

9.1 ფასიანი ქაღალდების სამართალი და სამართლებრივი სტრატეგიები

სამართლებრივი სტრატეგიები გამოიყენება იმისათვის, რომ გაძლიერდეს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის აფილირების პირობები. უფრო ზუსტად, შესაბამისობა ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სამართალთან არის პირობა კაპიტალის ბაზარზე შესვლის, დარჩენის და გამოსვლისა, იმ შემთხვევაშიც კი, თუ შესვლა ან გამოსვლა შეიძლება არ იყოს მთლიანად ნებაყოფლობითი. მიუხედავად ზემოთ თქმულისა, მოხერხებულია სამართლებრივი სტრატეგიების, რომელთა გამოყენება ხდება სერვისების სახით კაპიტალის ბაზრებზე, დაჯგუფება: პირველი არის ტიპური მაგალითი შესვლის სტრატეგიისა – სავალდებულო ღიაობა ყველა თავისი განზომილებით, რაც მოიცავს მათ შორის საანგარიშგებო მოთხოვნების სამართლებრივი საფუძვლების განსაზღვრას; მეორე კატეგორია არის გასვლის კატეგორია – აქ ის იღებს წესების და რეგულაციების ფორმას, რომლის შესაბამისობაშიც უნდა იყოს კომპანია იმისათვის, რომ შეწყდეს მისი ჩათვლა, როგორც ემიტენტისა, და, შესაბამისად, იყოს საფუძველი მისი დაქვემდებარებისა ფასიანი ქაღალდების სამართლის რეგულაციის მიმართ; მესამე და მეოთხე კატეგორიები მოიცავს მმართველობასა და რეგულაციურ სტრატეგიებს, რაც დამოკიდებულია კაპიტალის ბაზარზე მონაწილეობაში.

მაგრამ იქამდე, ვიდრე ჩვენ აღვწერთ, თუ როგორ ხდება ჩვენი ძირითადი იურისდიქციების მიერ სამართლებრივი სტრატეგიების გამოყენება, მოკლედ განვიხილოთ ფასიანი ქაღალდების რეგულაციების ფუნქციები.

9.1.1 რატომ ფასიანი ქაღალდების სამართალი?

ფასიანი ქაღალდების ნორმების უპირველესი მიზანი, რომელზეც ვახდენთ ამ თავში კონცენტრირებას, არის ბაზრის მონაწილეების უკეთესი ღიაობის სტანდარტებით უზრუნველყოფა. როდესაც მოქმედი ბაზარი მხარს უჭერს კარგად ფუნქციონირებად ღიაობის სისტემას, სადაც ბროკერები ერთმანეთთან კონკურენციაში არიან, რათა ახალი ინფორმაციიდან მიიღონ მოგება, ზრდის საბაზრო ფასების ინფორმირებულობას, რაც ხშირად მოხსენიებულია როგორც ბაზრის ინფორმაციული ეფექტიანობა.[6] უფრო მეტიც, ეფექტური სანქციები შეცდომაში შემყვანი გარემოებებისთვის ზრდის ღიაობის სანდოობას, რაც ნიშნავს, რომ ინვესტორები შეიძლება დაეყრდნონ აღნიშნულ ინფორმაციას უფრო დაცულად.

ინსაიდერული ვაჭრობის აკრძალვასთან ერთად,[7] უფრო ინფორმაციული ფასები ნიშნავს, რომ პოტენციურ მყიდველებსა და გამყიდველებს ნაკლებად

[6] იხ. Ronald J. Gilson and Reinier H. Kraakman, The Mechanisms of Market Efficiency, 70 Virginia Law Review 549 (1984); იხ. also Armour et al., note 4, ch. 5.

[7] იხ. თავი 9.1.3.2.

ეშინიათ, ვაჭრობით ისინი დაკარგავენ ფულს მოწინააღმდეგე მხარეებთან შედარებით, რომლებმაც უფრო მეტი იციან ემიტენტის პერსპექტივის შესახებ, ვიდრე ეს არის ასახული საბაზრო ფასში. შესაბამისად, ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე მონაწილეობა უფრო ფართო იქნება საბაზრო ლიკვიდურობაზე დადებითი ზეგავლენით, რაც არის ინვესტორების შესაძლებლობა, გაასხვისონ მათი ფასიანი ქაღალდები მარტივად და სწრაფად, ფასზე მცირე ზეგავლენით ან ზეგავლენის მოხდენის გარეშე.[8]

საბაზრო ლიკვიდურობა მნიშვნელოვანია სხვადასხვა მიზეზის გამო. პირველ რიგში, ბაზრის ლიკვიდურობის პერსპექტივა რელევანტურია ძირითადი ბაზრებისათვის (*primary* markets) – ეს არის მაშინ, როდესაც ემიტენტები პირველად აქციებს შესთავაზებენ საზოგადოებას. თუ მოსალოდნელია, რომ პოტენციური მყიდველები ინვესტიციას განახორციელებენ ლიკვიდურ აქციებში, შესაბამისად, ისინი მზად იქნებიან, გადაიხადონ უფრო მეტი ფასი (რაც ასახავს დაბალი ლიკვიდურობის ფასდაკლებას, თუ ასეთი იქნება სახეზე). საბოლოოდ, ემიტენტების კაპიტალის ღირებულება იქნება უფრო ნაკლები; მეორე, როგორც ეს არის განხილული მეორე, მესამე და მერვე ნაწილებში, ლიკვიდური ფასიანი ქაღალდების ბაზრები მოქმედებს კორპორაციულ მართვაზე სხვადასხვა ფორმით – ლიკვიდური აქციები ხელს უწყობენ წილობრივ ანაზღაურებას მენეჯერებისთვის და მათი გამოყენება ხდება ალტერნატიულად, ვალუტის დაუფლებების დროს.[9]

შესაბამისად, თითქმის ყველა თანხმდება, რომ სისტემა, რომელიც იძლევა ინფორმაციის დაჩქარებული ტემპით ფასებში გარდაქმნის საშუალებას, არის უმჯობესი. თუმცა ზოგიერთი დავობს, რომ ნაკლები ლიკვიდურობა შეამცირებს ვაჭრობის მოტივაციას დროის ნაკლები პერსპექტივით და ხელს შეუწყობს ინვესტორებს, გაითვალისწინონ შორსმიმავალი პერსპექტივა, რაც არაპირდაპირ შეამცირებს ხელმისაწვდომი ინფორმაციის რაოდენობას, იქნება ხარჯიანი და მიზნის მიღწევის არაეფექტური ფორმა.[10]

[8] ინსაიდერული ვაჭრობის აკრძალვის არარსებობასთან ერთად, ახალი ინფორმაცია შეიძლება განთავსდეს აქციების ფასებში ღიაობის გარეშე, გარე პირების მეშვეობით, რომლებიც სავარაუდო წარმოდგენად იქმნიან ინსაიდერების სავაჭრო ქცევას, Henry G Manne, Insider Trading and the Stock Market (1966). მიუხედავად ამისა, ეს არა მხოლოდ ამცირებს ლიკვიდურობას იმ მიზეზებიდან გამომდინარე, რომლებიც განხილულია ტექსტში, არამედ გარეშე პირებისთვის კიდევ უფრო ართულებს ფასის ცვლილების განსაზღვრას, იმ თვალსაზრისით, რომ, თუმცა ფასი შეიძლება სწრაფად შეიცვალოს ახალ ამბებთან მიმართებით, იმ ნიშნულზე, რა თვალსაზრისითაც ის შეიძლება დარეგულირდეს, ნაკლებად ეფუძნება ანალიზს, Zohar Goshen and Gideon Parchomovsky, The Essential Role of Securities Regulation, 55 Duke Law Journal 711 (2006). აშშ-ის ფასიანი ქაღალდების ეს ისტორია, რომელიც გადაიხარა ინსაიდერების მიერ წარმართული სისტემიდან ღიაობის მიხედვით წარმართულ სისტემაზე მე-20 საუკუნეში, მოიცავს გარკვეულ მტკიცებულებებს ამ მიდგომის მხარდასაჭერად: იხ. John Armour and Brian Cheffins, Stock Market Prices and the Market for Corporate Control, 2016 University of Illinois Law Review 101.

[9] იხ. თავები 2.2.1.2, 3.5, და 8.1.1.

[10] იხ. e.g. Robert C. Pozen and Mark J. Roe, Those Short-Sighted Attacks on Quarterly Earnings (2015), rpgov.law.harvard.edu.

სხვა კითხვაა – შეიძლება თუ არა ინფორმაციის სავალდებულო გამჟღავნებამ, ინფორმაციულობის ეფექტიანობამ ფასების მეშვეობით უზრუნველყოს წარმოდგენილი მცირე კაპიტალის მიმართება ყველაზე უფრო მოთხოვნად საინვესტიციო პროექტებთან? კავშირი საინფორმაციო და ალოკაციურ ეფექტიანობას (კონკრეტულ ადგილზე მიმართული, კონცენტრირებული) (allocative efficiency) შორის იქნება შემდეგნაირი: ინფორმაციულად ეფექტიანი (informationally efficient – როდესაც აქციის ფასში გაერთიანებულია აქციასთან დაკავშირებული ყველა ინფორმაცია) ფასები ასევე მოიცავს მიახლოებით ინფორმაციას ემიტენტის მოგებიანობის შესახებ, რასაც შესაბამისი უნარების მქონე ანალიტიკოსები და ბროკერები ახარისხებენ საჯაროდ ხელმისაწვდომი ინფორმაციისგან. რაც უფრო დიდია ხელმისაწვდომი ინფორმაცია, მით უფრო ზუსტია სავარაუდო გამოთვლა. კომპანიის შიგნით დამოუკიდებელმა დირექტორებმა, რომლებიც აქცენტს აკეთებენ აქციონერების სიმდიდრესა და მენეჯერების წილობრივად ანაზღაურებად პაკეტებზე, შეიძლება გამოიყენონ აქციის ფასის ცვალებადობა, როგორც რეაქცია კორპორაციული მართვის სტრატეგიაზე.[11] თუ გავითვალისწინებთ იმ ფაქტს, რომ გარეშე პირების მიერ კომპანიის მოსალოდნელი მოგებიანობის შემოწმება უფრო ზუსტია, ვიდრე დაინტერესებული ინსაიდერების, კორპორაციული ქონების ეფექტიანობის დაგროვება იქნება გაუმჯობესებული.[12] არის თუ არა ეს რეალურად ის შემთხვევა, მკაცრად საკამათოა და სწორი პასუხი შეიძლება განსხვავდებოდეს ბაზრიდან ბაზრამდე, ინდუსტრიიდან ინდუსტრიამდე და კომპანიიდან კომპანიამდე. მაგალითად, შეიძლება იყოს რთული გარე პირებისთვის ობიექტურად მიახლოებითი მოგებიანობის შემოწმება, ვიდრე ინსაიდერებისთვის დიდად ინოვაციურ ინდუსტრიებში, სადაც გაურკვევლობა მაღალია და თითქმის შეუძლებელია ახალი ბაზრების ორბიტის გაგება.[13]

9.1.2 აფილირების პირობათა სტრატეგიები

ყველა ჩვენი ძირითადი იურისდიქცია აწესებს შესაბამისობას ფართო სავალდებულო ღიაობის რეჟიმებთან, როგორც კაპიტალის ბაზრებზე ვაჭრობის დამატებით პირობას.

ისინი ზღუდავენ საწარმოს თავისუფლებას, რათა გავიდეს ასეთი ბაზრიდან, რითაც აძლიერებენ ჩართულობას ღიაობის მაღალ სტანდარტებსა და

[11] James Dow and Gary Gorton, Stock Market Efficiency and Economic Efficiency: Is There a Connection? 52 Journal of Finance 1087 (1997); Jeffrey N. Gordon, The Rise of Independent Directors in the United States, 1950–2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices, 59 Stanford Law Review 1465 (2007).

[12] Cf. Luca Enriques, Ronald J. Gilson, and Alessio M. Pacces, The Case for an Unbiased Takeover Law (with an Application to the European Union), 4 Harvard Business Law Review 85, 93–5 (2014).

[13] იხ. John Armour and Luca Enriques, Financing Disruption, Working Paper (2016).

ლიკვიდური ბაზრისთვის მათ ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებით.[14] მაგრამ რატომ უნდა დაუდგინონ პოლიტიკის განმსაზღვრელებმა ასეთი მოთხოვნები? რატომ არ შეიძლება მოველოდეთ ემიტენტებისგან, რომ მიაწოდონ ბაზრის მონაწილეებს ის ინფორმაცია, რომელიც მათ სჭირდებათ, რათა ზუსტად შეაფასონ ფასიანი ქაღალდების ღირებულება?

9.1.2.1 მცირე ოდენობით ინფორმაციის გამჟღავნება

სავალდებულო ღიაობა გულისხმობს, რომ ფირმები არ გაამჟღავნებენ შედარებისთვის საკმარის ინფორმაციას, გარდა იმ შემთხვევისა, როდესაც მათ მოსთხოვენ ამ ინფორმაციის გამჟღავნებას. რამდენიმე თეორიული არგუმენტი მხარს უჭერს ამ მოსაზრებას.[15]

პირველი, სახეზეა მსგავსი წარმომადგენლობითი პრობლემები კორპორაციების შიგნით. კორპორაციულ ინსაიდერებს ხშირად ურჩევნიათ ცუდი ინფორმაციის დაფარვა: მენეჯერები შეიძლება აკეთებდნენ ამას იმისათვის, რომ უფრო მეტი ანაზღაურება ჰქონდეთ ან შეინარჩუნონ საკუთარი სამუშაო ადგილები; აქციონერებმა შეიძლება მოიგონ აქციების უფრო მაღალ ფასად გასხვისება დუმილის სანაცვლოდ, ან მოიგონ მათი კომპანიების დამატებითი კაპიტალის უფრო დაბალ ფასად მოზიდვით. მიკერძოებული ღიაობა ზრდის კაპიტალის ხარჯს ბორდში და ხელს უშლის მის მოგროვებას, როდესაც რეალური მსოფლიო ბაზრის პირობები ხელს უშლიან კომპანიებს, მიუთითონ მათი რეალური ღირებულება. სავალდებულო ღიაობის თაობაზე სამართლებრივი პასუხისმგებლობის დადგენა ხელს უწყობს ბაზრის დარწმუნებას კომპანიის ღიაობაში მიკერძოების არარსებობასა და მისი წვლილის მნიშვნელობაში, რათა გაგრძელდეს კეთილსინდისიერი გამჭვირვალობა მომავალშიც.[16]

მეორე გამართლება სავალდებულო ღიაობისა არის ის, რომ შიდა წარმომადგენლობითი პრობლემების მიღმა ღიაობის კერძო სარგებელი ემიტენტების მიმართ შეიძლება იყოს უფრო ნაკლები, ვიდრე მისი სოციალური ბენეფიტები ბაზრის მონაწილეებისათვის. მგრძნობიარე ინფორმაციის ღიაობებმა შეიძლება დააზარალოს ნებისმიერი კომპანია ბაზარზე, მიუხედავად იმისა, რომ ღიაობის იდენტური სტანდარტის განხორციელებამ ყველა კომპანიის მიერ შეიძლება მოიტანოს ბენეფიტები იმ აქციონერებისათვის, რომლებიც ფლობენ დივერსიფიცირებულ პორტფელს. სხვაგვარად რომ წარმო-

[14] იხ. Edward B. Rock, Securities Regulation as Lobster Trap: A Credible Commitment Theory of Mandatory Disclosure, 23 Cardozo Law Review 675 (2002).

[15] For a more comprehensive review იხ. Luca Enriques and Sergio Gilotta, Disclosure and Financial Market Regulation, in The Oxford Handbook of Financial Regulation 511 (Niamh Moloney, Eilis Ferran, and Jennifer Payne eds., 2015).

[16] John C. Coffee, The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications, 93 Northwestern University Law Review 641 (1999).

ვიდგინოთ, დივერსიფიცირებული ინვესტორები ნაკლებად ზრუნავენ ინდივიდუალურ ფირმებზე, ვიდრე ბაზარზე ინფორმაციულობის ხარისხზე. სადავო თვალსაზრისით შეიძლება ითქვას, რომ ღიაობა არის გამართლებული, თუ მას მივყავართ გაზრდილ მოგებამდე და ფასების დადაბლებამდე ბაზარზე.[17]

საბოლოოდ, მესამე საფუძველი სავალდებულო ღაობისა არის შინაარსის, ფორმატისა და ხარისხის სტანდარტიზაციის ღირებულება. საფუძველშივე ეს წყვეტს კოორდინაციის პრობლემას კომპანიებს შორის. სტანდარტიზაცია სავალდებულო ღიაობის მეშვეობით აუმჯობესებს შედარებითობას, და ზრდის ინფორმაციის ღირებულებას მისი მომხმარებლებისათვის. თუმცა კომპანიებმა გადალახეს აღნიშნული კოლექტიური სამოქმედო პრობლემა წარსულში, მაგალითად, საანგარიშსწორებო და აქციების გაცვლის წესებით, სავალდებულო ღიაობამ შეიძლება დააჩქაროს სტანდარტიზაციის პროცესი.

9.1.2.2 ემპირიული მტკიცებულება

მიუხედავად ზემოთ აღნიშნული არგუმენტებისა, სამართლის მკვლევრები დიდი ხანია, დავობენ, თუ რა მასშტაბით შეიძლება, ემიტენტებს ჰქონდეთ კაპიტალის ბაზრების ღიაობის დისკრეცია.[18] უკანასკნელი ემპირიული ლიტერატურა მხარს უჭერს კონვენციურ ხედვას, რომ ღია ტიპის კორპორაციები ნაკლებ ინფორმაციას აქვეყნებენ, განსაკუთრებით, უარყოფით ინფორმაციას, თუ ღიაობა არ არის სავალდებულო.

მიუხედავად იმისა, რომ, როგორც ადრეული კვლევები ადასტურებს, აშშ-ის სავალდებულო ღიაობის რეჟიმით, როგორც მინიმუმ, სავაჭროდ დაშვებული კომპანიები განიცდიდნენ მნიშვნელოვან მეთოდოლოგიურ სისუსტეს.[19] არც ისე დიდი ხნის წინ ჩატარებული კვლევებით დასტურდება ბენეფიტები. ერთი კვლევა ადასტურებს, რომ დიდ ამერიკულ ფირმებს, რომლებიც ვაჭრობენ საფონდო ბირჟის გარეშე პირდაპირ ბროკერებისა და დილერების მეშვეობით (over-the-counter markets), ჰქონდათ ძალიან მნიშვნელოვანი და პოზიტიური ბრუნვა მას შემდეგ, რაც ისინი პირველად იძულებით დაექვემდებარნენ სავალდებულო ღიაობას 1964 წელს.[20] სხვა კვლევის თანახმად,

[17] იხ. e.g. Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, Mandatory Disclosure and the Protection of Investors, 70 Virginia Law Review 669 (1984).

[18] იხ. e.g. Roberta Romano, The Advantage of Competitive Federalism for Securities Regulation (2002); Merritt B. Fox, Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why Issuer Choice Is Not Investor Empowerment, 85 Virginia Law Review 1335 (1999).

[19] იხ. Christian Leuz and Peter D. Wysocki, The Economics of Disclosure and Financial Reporting Regulation: Evidence and Suggestions for Future Research, 54 Journal of Accounting Research 525 (2016) (providing a rich survey of the theoretical and empirical literature).

[20] იხ. Michael Greenstone, Paul Oyer, and Annette Vissing-Jorgensen, Mandated Disclosure, Stock Returns and the 1964 Securities Acts Amendments, 121 Quarterly Journal of Economics 399 (2006).

სავალდებულო ღიაობა უკავშირდება ფასიანი ქაღალდების ბრუნვის სწრაფი გაუარესების ტენდენციის შემცირებას.[21] უფრო მეტიც, არაამერიკული კვლევებით დასტურდება იგივე მაჩვენებელი, რამდენიმე სახელმწიფოთაშორისი შედარებით, რომლებიც განსაზღვრავს სავალდებულო ღაობის ბენეფიტებს.[22] მაგალითად, ერთი კვლევის თანახმად, ღიაობის უფრო ფართო მოთხოვნები, დაჯგუფებული უფრო მკაცრი აღსრულების მექანიზმებით, მნიშვნელოვნად ამცირებს წილობრივი კაპიტალის ხარჯს.[23] კიდევ ერთი კვლევით მტკიცდება, რომ უფრო მკაცრი ფასიანი ქაღალდების სამართალი ევროკავშირში, დაჯგუფებული ეფექტურ აღსრულების მექანიზმებთან, დაკავშირებული იყო გაუმჯობესებულ ლიკვიდურობასთან.[24]

მიუხედავად ამისა, უნდა აღინიშნოს, რომ ემპირიული კვლევები იძლევა ბენეფიტების არსებობის მტკიცებულებას (მაღალი ლიკვიდურობისა და კაპიტალის დაბალი ხარჯის გამო) და არ ზომავს სავალდებულო ღიაობის პირდაპირ და არაპირდაპირ ხარჯებს, რომელთაგან ზოგიერთის გამოთვლა შეუძლებელია.[25] გარდა ზემოთ დასახელებულისა, არის აქტიური მხარდაჭერა იმ წინადადებისთვის, რომ სავალდებულო ღიაობა აუმჯობესებს სოციალურ კეთილდღეობას. დღეისათვის დებატები მიმდინარეობს არა იმ საკითხზე, გამართლებულია თუ არა სავალდებულო ღიაობა, არამედ, რამდენად ფართო უნდა იყოს მისი მოცულობა (როგორც ადრესატების, ასევე შინაარსის მიხედვით) და რამდენად უზრუნველყოფილი შეიძლება იყოს ეფექტური აღსრულება განსხვავებულ ინსტიტუციურ კონტექსტში.[26]

9.1.2.3 ინფორმაციის ბენეფიტები

სავალდებულო ღიაობა ემსახურება ფასის ინფორმაციულობის გაძლიერების ძირითად, თუმცა არა ერთადერთ, მიზანს. ნაცნობი, თუმცა მნიშვნელოვანი, ფაქტია ის, რომ თანამედროვე ბაზრებზე სხვადასხვა საქმიანობის ბროკერები – savvy stock pickers (ინვესტორი, რომელიც იძლევა კორპორაციის აქციის შეძენის რეკომენდაციას), arbitrageurs (ინვესტორი, რომელიც ცდი-

[21] იხ. Allen Ferrell, Mandated Disclosure and Stock Returns: Evidence from the Over-the-Counter Market, 36 Journal of Legal Studies 213 (2007).

[22] იხ. Allen Ferrell, The Case for Mandatory Disclosure in Securities Regulation Around the World, 2 Brooklyn Journal of Business Law 81, 88–99 (2007) for a review.

[23] Luzi Hail and Christian Leuz, International Differences in the Cost of Equity Capital: Do Legal Institutions and Securities Regulation Matter? 44 Journal of Accounting Research 485 (2006).

[24] Hans B. Christensen, Luzi Hail, and Christian Leuz, Capital-Market Effects of Securities Regulation: Prior Conditions, Implementation, and Enforcement, 29 Review of Financial Studies 2885 (2016).

[25] იხ. e.g. ibid., at 2916.

[26] იხ. Benjamin E. Hermalin and Michael S. Weisbach, Information Disclosure and Corporate Governance, 67 Journal of Finance 195 (2012); Leuz and Wysocki, note 19.

ლობს, მოგება ნახოს ბაზრის არაეფექტიანობით/ხარვეზებით), algo-traders (ალგორითმებით მომუშავე სავაჭრო სისტემით მოსარგებლე ინვესტორები), short sellers (ინვესტორები, რომლებიც მოგებას იღებენ აქციებზე ფასის დავარდნის შედეგად), და სხვები – ძალიან სწრაფად იყენებენ ახალ ინფორმაციას ფასისთვის. როგორც აღინიშნა, ეს არა მხოლოდ ზრდის ლიკვიდურობას გაუთვითცნობიერებელი მოვაჭრეების მოზიდვის თვალსაზრისით, მაგრამ ასევე უფლებას აძლევს კომპანიებს, გამოიყენონ საბაზრო ფასი როგორც მოქმედების განხორციელების ნიშნული, რათა მიიღონ გადაწყვეტილება ინვესტიციების განხორციელებასთან დაკავშირებით, შეიძინონ სხვა კომპანიები და უკეთესი ანაზღაურება გადაუხადონ მენეჯერებს.[27]

ანალოგიურად მსესხებლები და სხვა ფინანსური შუამავლები იყენებენ კორპორაციულ ღიაობას მონიტორინგის ხარჯის შესამცირებლად და ერთვებიან მოგებიან საქმიანობაში.[28] მოკლედ რომ ვთქვათ, ემიტენტები, გამოცდილი მოვაჭრეები და საჯარო ინვესტორები ერთიანად ენდობიან კარგად გაცნობიერებულ საჯარო საბაზრო ფასებს.

თუმცა სავალდებულო ღიაობა მხარს უჭერს ფასიანი ქაღალდებით საჯარო ვაჭრობას იმ ფორმით, რაც ზრდის მის პოზიტიურ ზეგავლენას ფასზე. ღიაობა, ასევე, ხელს უწყობს საკორპორაციო სამართლის სხვა სამართლებრივი სტრატეგიების გამოყენებას.[29] მმართველობის მხარეს ინფორმირებულ აქციონერებს შეუძლიათ, უკეთესად განახორციელონ მათი ხმისა და დანიშვნის უფლებამოსილება. აქედან გამომდინარე, უმრავლეს იურისდიქციაში არსებული მოთხოვნა, რომ ემიტენტებმა გამოაქვეყნონ უფრო ინდივიდუალური, ვიდრე გაერთიანებული კომპენსაცია უმაღლესი მენეჯმენტისა, მიზნად ისახავს უფრო მოსალოდნელ წარმომადგენლობით პრობლემასთან დაპირისპირებას, ვიდრე ინფორმაციული ეფექტიანობის გაძლიერებას.[30] მარეგულირებლის მხარეს ინფორმაცია მნიშვნელოვან ზეგავლენას ახდენს წესებისა და სტანდარტების აღსრულებაზე. უფრო ნათელი მაგალითი რომ ავიღოთ, აქციონერებმა შეიძლება არასდროს შენიშნონ საეჭვო დაკავშირებულ მხარეებთან დადებული ტრანსაქციები, თუ კომპანიებს არ ექნებათ ვალდებულება, გაამჟღავნონ ისინი. სავალდებულო ღიაობის აღსრულების როლი განსაკუთრებით

[27] იხ. Anat R. Admati and Paul Pfleiderer, Forcing Firms to Talk: Financial Disclosure Regulation and Externalities, 13 Review of Financial Studies 479 (2000); Ronald A. Dye, Mandatory versus Voluntary Disclosure: The Cases of Real and Financial Externalities, 65 Accounting Review 1 (1990).

[28] იხ. Anjan V. Thakor, An Exploration of Competitive Signaling Equilibria with "Third Party" Information Production, 37 Journal of Finance 717 (1982); Tim S. Campbell and William A. Kracaw, Information Production, Market Signaling, and the Theory of Financial Intermediation, 35 Journal of Finance 863 (1980).

[29] იხ. თავი 2.4.

[30] იხ. generally Paul G. Mahoney, Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems, 62 University of Chicago Law Review 1047, 1080 (1995).

ნათელია აშშ-ში. როგორც ეს ზემოთ აღინიშნა,[31] ემიტენტებმა უნდა წარადგინონ ინფორმაცია ისეთ

ტრანსაქციებზე, რომლებიც იდება ინსაიდერებთან თანხაზე, რომელიც იწყება 120000 აშშ-ის დოლარიდან – თანხა, რომელიც იშვიათად არის მნიშვნელოვანი ემიტენტების უმრავლესობის აქციათა ფასებისთვის, მაგრამ შეიძლება დაეხმაროს მათ ინსაიდერების ნებისმიერი ტენდენციის დადგენაში, რაც მოიცავს ერთგულების მოვალეობის დარღვევას.

9.1.2.4 ღიაობის მოთხოვნის ფარგლები

ყველა იურისდიქცია აკისრებს ღიაობის ვალდებულებას კომპანიებს, რომლებიც საჯაროდ ვაჭრობენ აქციებით შიდა ბაზრებზე და, მიუხედავად პოლიტიკური წინადადებებისა,[32] არც ერთი მათგანი არ ზღუდავს ემიტენტების დისკრეციას, აირჩიონ საკუთარი ღიაობის რეჟიმი.[33] მიუხედავად ამისა, იურისდიქციები განსხვავდებიან კომპანიების მიმართ მოთხოვნილი ინფორმაციის ღიაობის რაოდენობისა და ხარისხის მიხედვით. უფრო ზუსტად, ღიაობის რეჟიმი შეიძლება გამოირჩეოდეს ორი განზომილებით: (1) ტრანსაქციებისა და ემიტენტების სიმრავლე, რომლებიც ააქტიურებენ ღიაობის ვალდებულებას, და (2) სიღრმე ინფორმაციის მოთხოვნისა.

განვიხილოთ ჯერ სავალდებულო ღიაობის ზღვარი ფასიანი ქაღალდების შეთავაზებისათვის. ჩვენი ყველა ძირითადი იურისდიქცია ახდენს სავალდებულო ღიაობის მისადაგებას – მინიმალურიდან განსაკუთრებით ფართომდე – ინვესტორების რაოდენობისა და სავარაუდო გამოცდილების შესაბამისად, ვის მიმართაც უნდა განხორციელდეს ფასიანი ქაღალდების შეძენა იმ მიზნით, რომ მოხდეს ღიაობის ხარჯისა და სარგებლის დაბალანსება.

მიუხედავად იმისა, რომ დეტალები განსხვავდება იურისდიქციების მიხედვით, ყველა განასხვავებს, ერთი მხრივ, ფასიანი ქაღალდების კერძო და საჯარო შეთავაზებებსა და, მეორე მხრივ, გამოცდილ და გამოუცდელ ინვესტორებს. ცოტა, თუ საერთოდ რომელიმე, წესი მიესადაგება კერძო შეთავაზებებს და გამოცდილ ინვესტორებს, რომელთა (ორივე მათგანის) განმარტება, ზოგადად, ჰგავს ერთმანეთს იურისდიქციების მიხედვით, განსაკუთრებით მას შემდეგ, რაც აშშ-მა შეარბილა თავისი წესები ძირითადი შეძენისთვის 2012 წლის სამუშაო ადგილების კანონის თანახმად *(JOBS Act of 2012)*. მიუხედავად ამისა, ევროპული იურისდიქციები ტრადიციულად ნაკლებად ზრუნავდნენ,

[31] იხ. თავი 6.2.1.1.

[32] იხ., e.g. Stephen J. Choi and Andrew T. Guzman, Portable Reciprocity: Rethinking the International Reach of Securities Regulation, 71 Southern California Law Review 903 (1998); Romano, The Advantage, note 18.

[33] Cf. Luca Enriques and Tobias H. Tröger, Issuer Choice in Europe, 67 Cambridge Law Journal 521, 529-333 (2008) (highlighting the limited scope of regulatory arbitrage for issuers of shares as opposed to debt issuers within the European Union).

ვიდრე აშშ ან იაპონია საზოგადოებისათვის ერთხელ ნაყიდი ფასიანი ქაღალდების გასხვისებით, რომლებიც არ გამოუშვიათ ემისიის პროსპექტზე დაყრდნობით. [34]

ახალი ფასიანი ქაღალდების გამოშვების რეგულაციის საწინააღმდეგოდ განგრძობადი ღიაობის მასშტაბის მოთხოვნები ემიტენტებისთვის უფრო მეტად განსხვავდება იურისდიქციების მიხედვით. ევროკავშირის მოთხოვნები არის ვიწრო თავისი შინაარსით: ისინი, ძირითადად, ვრცელდებოდა კომპანიებზე, რომლებიც ვაჭრობენ რეგულირებად ბაზრებზე.[35] მიუხედავად ამისა, ზოგიერთი მათგანი არის ამჟამად უფრო ფართო და ასახავს ახალ სავაჭრო გარემოს, სადაც გაცვლა უპირისპირდება ლიკვიდური სერვისების უფრო ნაკლებად რეგულირებად მიმწოდებლებს: მნიშვნელოვანი ინფორმაციის მიმდინარე სავალდებულო ღიაობა[36] ვრცელდება ემიტენტებზე, რომლებსაც ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის უფლება აქვთ მრავალმხრივ სავაჭრო დაწესებულებაში (multilateral trading facility).[37] შედარებისთვის, ევროკავშირის სამართალში აქციების შეთავაზება დიდი კომპანიის მიერ, რომლის სამიზნეა ინვესტორთა სიმრავლე, არ იწვევს განგრძობად ღიაობის ვალდებულებებს. [38] ბრაზილიაც ასევე ზღუდავს განგრძობად ღიაობის ვალდებულებებს კომპანიებისთვის, რომლებიც ვაჭრობენ რეგულირებად ბაზრებზე, მაგრამ განსაზღვრავს რეგულირებად ბაზრებს ზოგადად, რათა მოიცვას როგორც ფორმალური საფონდო ბირჟები, ასევე ბირჟის გარეთ არსებული ბაზრები.[39]

[34] იხ. Moloney, note 1, at 95–6. იაპონიის სამართალი ცდილობს, შეზღუდოს ფასიანი ქაღალდების, რომლებიც გამოშვებულია კერძო შეთავაზების გზით, გადაყიდვა საჯაროდ ფასიანი ქაღალდებისთვის დადგენილი გზით: Art. 2(3)(ii)(a), (b)(2), and (c) Financial Instruments and Exchange Act; Arts. 1-4, 1-5-2, and 1-7 Cabinet Order for Implementation of Financial Instruments and Exchange Act.

[35] ეს, ჯერ კიდევ დამახასიათებელი პერიოდული და საკუთრების ღიაობა: იხ. Art. 1 Transparency Directive. Art. 4(1)(21) Markets in Financial Instruments Directive, 2014 O.J. (L 173) 349, განსაზღვრავს „რეგულირებულ ბაზარს“, როგორც მრავალმხრივ სისტემას, რომელიც აერთიანებს ან ხელს უწყობს მესამე მხარეთა მიერ ფინანსურ ინსტრუმენტებში ინტერესების ყიდვას და გაყიდვას შესაბამისი წესებისა და სისტემების თანახმად, და რომელიც ასეთად არის უფლებამოსილი და ფუნქციონირებს რეგულარულად დირექტივაში მოცემული წესების თანახმად.

[36] იხ. თავი 9.1.2.5.

[37] Art. 17 Market Abuse Regulation, 2014 O.J. (L 173) 1. მრავალმხრივი სავაჭრო დაწესებულება არის მრავალმხრივი სისტემა, რომელიც აერთიანებს მესამე მხარეთა მრავალმხრივ მესამე პირთა ყიდვისა და გასხვისების ინტერესებს ფინანსურ ინსტრუმენტებში, იმპერატიული წესებისა და Markets in Financial Instruments Directive (Art. 4(1)(22)) წესების შესაბამისად.

[38] იტალია არის ევროკავშირის ერთადერთი იურისდიქცია, სადაც ზოგიერთი განსაზღვრული მიზნის მისაღწევად შექმნილი დროებითი და პერიოდული ღიაობის მოთხოვნები გამოიყენება ასეთ გამომშვებთან მიმართებით. იხ. Art. 116 Consolidated Act on Financial Intermediation, in connection with Art. 2-2 Consob Regulation on Issuers.

[39] Art. 22 Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (Brazil); Arts. 1º and 13 CVM Instruction No. 480 (2009); Art. 1º CVM Instruction No. 461 (2007).

ღიაობის მოთხოვნები სხვა ევროკავშირის არაწევრ იურისდიქციებში არის უფრო ფართო. იაპონიაში ღია ტიპის კორპორაციები ექვემდებარება განგრძობად ღიაობის ვალდებულებებს და ვრცელდება არა მხოლოდ ბირჟაზე დაშვებულ ფასიან ქაღალდებზე, არამედ, ასევე, ფასიანი ქაღალდების ემიტენტებზე, რომლებიც დარეგისტრირებულნი არიან ბირჟის მიღმა არსებულ ბაზრებზე და რომლებსაც მანამდე აქვთ წარდგენილი ღიაობის დოკუმენტები მარეგულირებელთან ფასიანი ქაღალდების გამოშვებისთვის შესაბამისი აქტის მიხედვით, ასევე კომპანიები, რომელთაც ჰყავდათ 1000 ან მეტი აქციონერი ბოლო 5 ბიზნესწლის ბოლო დღეს.[40] აშშ-ის მოთხოვნები არის იაპონიის მოთხოვნების იდენტური.[41]

9.1.2.5 ღიაობის შინაარსი

ღიაობის შინაარსი, ისევე, როგორც მისი ფარგლები, ზოგადი თვალსაზრისით, არის მსგავსი იურისდიქციებში. სარეგისტრაციო განცხადება ან ემისიის პროსპექტი, რომელიც თან ერთვის ახალ საჯარო ფასიან ქაღალდებს, უნდა აღწერდეს ფასიან ქაღალდებსა და ემიტენტს დეტალურად, ისევე, როგორც ფასიანი ქაღალდების გასხვისების შედეგად მიღებული მოგების სავარაუდო გამოყენებას. ის, ასევე, უნდა მოიცავდეს სრულყოფილ ფინანსური განცხადებების პაკეტს, რომელიც შემუშავებულია შესაბამისი საანგარიშსწორებო სტანდარტების დაცვით და ფართოდ აღწერს ემიტენტის ბუნებასა და შესრულებას, და მისი მენეჯმენტისა და დიდი აქციონერების ვინაობას.

მიუხედავად ამ სტანდარტული მიდგომებისა, ჩვენი ძირითადი იურისდიქციები განსხვავდება მათი დამოკიდებულებით ღიაობასთან დაკავშირებით, როგორც ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მხარდაჭერის საშუალებისა. ეს რომ დავინახოთ, ამისათვის გაითვალისწინეთ, ღიაობასთან დაკავშირებული ინფორმაცია არის ოთხიდან ერთ-ერთი კატეგორიის ნაწილი. პირველი არის კომპანიის ზოგადი აღწერილობა, რომელიც იწყება კომპანიის ქონების ჩამონათვალის სიის გაკეთებით, მთავრდება არსებული ფინანსური მდგომარეობის ზუსტი განცხადებით და მოიცავს დიდი ოდენობით თანხების ბრუნვასა და ინვესტიციას. ეს არის მყარი, სანიშანსვეტო მონაცემთა ბაზა, რომელიც უფლებას მისცემს ინვესტორს, შეაფასოს კომპანია როგორც მიმდინარე ბიზნესი, თუ მომავალი ისეთივე იქნებოდა როგორიც წარსული.

ყველა იურისდიქცია მოითხოვს მონაცემთა ბაზის მნიშვნელოვან ღიაობას. მიუხედავად ამისა, ასეთი იურისდიქციები მაინც განსხვავდებიან გამჭვირვალობის მოთხოვნის ხარისხით, რადგან საანგარიშსწორებო მეთოდები ჯერ კიდევ არ არის მთლიანად ჰარმონიზებული ან დანერგილი საერთო მეთოდე-

[40] Art. 24(1) Financial Instruments and Exchange Act; Arts. 3 and 3-6(4) Cabinet Order for the Enforcement of the Financial Instruments and Exchange Act.

[41] §§12(g) and 15(d) 1934 Securities Exchange Act and Rule 12g-1.

ბი.[42] დამატებით უნდა ითქვას, რომ ამ დროისთვის აშშ და გაერთიანებული სამეფო ასევე განსხვავდებიან კვარტალური ანგარიშსწორების დოკუმენტის წარდგენის თვალსაზრისითაც. მაშინ, როდესაც აშშ-ის ფასიანი ქაღალდების მარეგულირებელი კომისია ადგენს ყოველკვარტალურ ანგარიშებს, რომლებიც ძირითადი მახასიათებელია აშშ-ის ღიაობის სისტემისა, ეს სავალდებულოდ არ ითვლება ევროკავშირში,[43] რადგან ფიქრობენ, რომ ასეთი დოკუმენტების გამოშვება ხარჯიანია მცირე და საშუალო ბიზნესისათვის და მხარს უჭერენ ახლო პერსპექტივას და არა შორეულ პერსპექტივაზე ორიენტირებულ ინვესტიციას.[44]

ღიაობის მეორე კატეგორია, რომელიც დადგენილია ზოგიერთ იურისდიქციაში, მოიცავს რბილ, განჭვრეტად ან მომავალზე ორიენტირებულ ინფორმაციას. ეს მოიცავს მენეჯმენტის ვარაუდს ფასების სავარაუდო ცვლილებაზე თითოეული ბაზრის მიხედვით, სადაც ეს კომპანია ოპერირებს (როგორიც არის პროდუქტი, მიწოდება, კაპიტალი და შრომის ბაზრები) და ასევე მენეჯმენტის საუკეთესო გათვლა კომპანიის პროდუქტების მოთხოვნასთან დაკავშირებით სავარაუდო ცვლილებებზე, მათ შორის ნებისმიერ ახალ პროდუქტზე ან ხარჯის შემნახველ ტექნოლოგიებზე, რომელთა გაცნობაც უნდა კომპანიას. ინვესტორებმა შეიძლება გამოიყენონ დასახელებული ინფორმაციის სცენარი იმისათვის, რათა განსაზღვრონ კომპანიის სავარაუდო შემოსავალი მომავალში. ასეთი ინფორმაცია არის კრიტიკული კომპანიების ღირებულების ტრადიციული ფინანსური მეთოდოლოგიით შესასწავლად, როგორიცაა, მაგალითად, ფულადი ნაკადების დისკონტირების ანალიზი (discounted cash-flow analysis). მიუხედავად სამომავლო მონაცემების მნიშვნელობისა, მომავალზე გათვლილი ინფორმაცია მოიცავს სავალდებულო ღიაობის მხოლოდ მცირე ნაწილს ჩვენს ძირითად იურისდიქციებში.[45]

აშშ იყო პირველი, ვინც მოითხოვა, მომავალზე მიმართული ინფორმაცია მითითებული ყოფილიყო ანგარიშში, რაც მოიცავდა „მენეჯმენტის განხილვას და ფინანსური მდგომარეობისა და საქმიანობის შედეგების ანალიზს“ (“Management Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations” (“MD&A”)),[46] ხელს უწყობდა (მაგრამ არ ითხოვდა) კომპანიებისაგან, გაემჟღავნებინათ მომავალზე გათვლილი ფინანსური ინფორმაცია

[42] იხ. თავი 9.1.2.6.

[43] იხ. Art. 1(5) Directive 2013/50/EU, 2013 O.J. (L 294) 13). Member states may still impose quarterly reports so long as, in short, they deem it necessary: ibid., Art. 1(2)(b).

[44] Ibid., preamble (4).

[45] იხ. e.g. Vivien Beattie, Bill McInnes, and Stella Fearnley, A Methodology for Analysing and Evaluating Narratives in Annual Reports: A Comprehensive Descriptive Profile and Metrics for Disclosure Quality Attributes, 28 Accounting Forum 205, 213 (2004).

[46] Regulation S-K, Item 303. Since 1980, the MD&A report has to include an extensive discus- sion of “known trends or uncertainties” that might have a favorable or unfavorable impact on future financial performance.

და იცავდა ასეთ ინფორმაციას ფასიანი ქაღალდების სარჩელებისგან.[47] იაპონია მიჰყვა ამ მაგალითს და დანერგა MD&A, როგორც ანგარიშგების ნაწილი 2003 წლიდან.[48]

ევროკავშირიც ანალოგიურად ითხოვს მგრძნობიარე და მომავალზე მიმართული ინფორმაციის ღიაობას, თუმცა ძალიან ზოგადი (და არა განსაკუთრებით აღწერილობითი) ფორმით.[49] პრაქტიკაში დიდ ემიტენტებს ნებაყოფლობით აქვთ შეთავაზებული უფრო მეტი მომავალზე გათვლილი ინფორმაცია, ვიდრე ეს იყო მკაცრად მოთხოვნილი.[50]

აშშ იყო ლიდერი მგრძნობიარე და მომავალზე ორიენტირებული ინფორმაციის ღიაობის მოთხოვნაში, რომლის მოცულობა უკანასკნელ წლებში გაიზარდა. [51] მიუხედავად ძლიერი არგუმენტების ნაკლებობისა, ზრდა მოცულობაში შეიძლება შევნიშნოთ სხვა ძირითად იურისდიქციებშიც.[52]

მესამე კატეგორია სავალდებულო ღიაობისა დაკავშირებულია პირდაპირ მმართველობის საკითხებსა და წარმომადგენლობით პრობლემებთან. როგორც ვნახეთ, წინა თავებში დასახელებული კატეგორია მოიცავს ინფორმაციას ტოპმენეჯმენტის ანაზღაურებაზე, ასევე, ინფორმაციას კორპორაციული ღირებულების შესახებ, რომელიც თავის გზას პოულობს ინსაიდერებსა და კონტროლის განმახორციელებელ აქციონერებთან.[53] ეს, ასევე, მოიცავს ინფორმაციას, რომელიც არის დამატებითი გარემოება აქციონერების ინფორმირებულობის გასაზრდელად, სფერო, რომელიც არის აქტიურად გასაჩივრებადი და კარგად განვითარებული გერმანიაში, სადაც სასამართლოები

[47] 1933 Securities Act, Rule 175 (adopted in 1979).

[48] Cabinet Office Ordinance on Disclosure of Corporate Affairs, Form 2 (Precautions for Recording (36)) and Form 3-2 (Precautions for Recording (16)) (as amended in 2014). Brazil intro- duced MD&A-style reporting in 2009, but the scope of required forward-looking information is comparatively circumscribed. The disclosure of estimates and projections remains optional. Art. 22 and items 10 and 11 of Annex 24 CVM Instruction No. 480 (2009).

[49] Arts. 4(2)(c) and 5(4) Transparency Directive merely require that firms traded on a regulated market report “principal risks and uncertainties that they face” on a yearly and half-yearly basis.

[50] იხ. Gary K. Meek, Clare B. Roberts, and Sidney J. Gray, Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures by U.S., U.K. and Continental European Multinational Corporations, 26 Journal of International Business Studies 555, 558 (1995).

[51] იხ. Marilyn F. Johnson, Ron Kasznik, and Karen K. Nelson, The Impact of Securities Litigation Reform on the Disclosure of Forward-Looking Information by High Technology Firms, 39 Journal of Accounting Research 297 (2001) (finding a significant increase in both the frequency of firms issu- ing forecasts and the mean number of forecasts issued following the adoption of the safe harbor rule).

[52] იხ. e.g. for the UK, Paul L. Davies and Sarah Worthington, Gower & Davies Principles of Modern Company Law 774–5 (9th edn., 2012). იაპონიაში მიღებული იყო ფასიანი ქაღალდების ბირჟაზე ნებადართული კორპორაციებისათვის, გამოექვეყნებინათ მათი საპროგნოზო შემოსავლები მომავალი წლისთვის. იხ. http://www.jpx.co.jp/equities/listed-co/format/forecast/index.html (in Japanese).

[53] იხ. თავი 6.2.1.1.

იღებენ ხმის უფლებასთან დაკავშირებულ ღიაობას ძალიან სერიოზულად,[54] რაც წარმომადგენლობითი ხმის უფლების ფედერალური რეგულირებისა და აშშ-ისა და გაერთიანებული სამეფოს საუკეთესო პრაქტიკის დამსახურებაა.[55]

საბოლოოდ, მეოთხე კატეგორია სავალდებულო ღიაობისა არის მოვლენებთან დაკავშირებული ღიაობა – რაც, საბოლოოდ, არის ახალი მნიშვნელოვანი ან ფასთან დაკავშირებული მგრძნობიარე ინფორმაცია ემიტენტის შესახებ, რასაც შეიძლება ჰქონდეს გავლენა ფასიანი ქაღალდების საბაზრო ფასზე. აქ, ერთი მხრივ, აშშ, ხოლო, მეორე მხრივ, ევროპული და ბრაზილიური რეგულაციები მისდევენ ორ სრულიად განსხვავებულ მიდგომას. აშშ-ში არ არსებობს ვალდებულება ახალი ინფორმაციის გამჟღავნებისა,[56] თუ ის არ დაემთხვევა რომელიმე წინასწარ იდენტიფიცირებად ღიაობის საკითხებს,[57] ან, თუ კომპანიას წარსულში აქვს გაკეთებული საჯარო განცხადება, რომ ახალი საკითხი/ღონისძიება/ქმედება ამჟამად არის შეცდომაში შემყვანი, რა შემთხვევაშიც, როგორც ზოგიერთი სასამართლო ითვალისწინებს, არსებობს განახლების ვალდებულება.[58] ინსაიდერული ვაჭრობის შემცირების თვალსაზრისით და ბაზრის ყველა მონაწილისთვის ინფორმაციაზე თანაბარი წვდომის ხელშეწყობისთვის, ევროპული და ბრაზილიური სამართალი დაუყოვნებლივ მოითხოვს ფასთან დაკავშირებული ახალი და მგრძნობიარე ინფორმაციის ღიაობას.[59]

მიუხედავად ამისა, სხვაობა ორი რეჟიმის პრაქტიკულ შედეგებს შორის შეიძლება, არ იყოს ისეთი დიდი, როგორიც ეს, ერთი შეხედვით, ჩანს. ერთი მხრივ, აშშ-ში წვრილ-წვრილი და ზრდადი ღიაობის მოთხოვნების ჩამონათვალი გაერთიანებულია ღიაობის მხარდამჭერ პრაქტიკებში (რათა ავარიდოთ პასუხისმგებლობის რისკები ინფორმაციის განახლების ვალდებულების დოქტრინის შესაბამისად და რათა ავირიდოთ ანალიტიკოსების მრისხანება), რათა უზრუნველყოს აშშ-ის ემიტენტების მიერ დიდი ოდენობით ინფორმაციის წი-

[54] იხ. e.g. Ulrick Noack and Dirk Zetzsche, Corporate Governance Reform in Germany: The Second Decade, 15 European Business Law Review 1033, 1044 (2005).

[55] იხ. Loss et al., note 1, 700–811; Davies and Worthington, note 52, 406–409.

[56] იხ. e.g. Marc I.Steinberg, InsiderTrading,SelectiveDisclosure,andPromptDisclosure :AComparative Analysis, 22 University of Pennsylvania Journal of International Economic Law 635, 657–658 (2001).

[57] იხ. Form 8-K (17 CFR 249.308).

[58] იხ. Donald C. Langevoort and G. Mitu Gulati, The Muddled Duty to Disclose under Rule 10b-5, 57 Vanderbilt Law Review 1639, 1664–71 (2004).

[59] იხ. Art. 17 Market Abuse Regulation; Art. 157, §4º Lei das Sociedades por Ações; Art. 22, §1º, VI Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976; Art. 2o CVM Instruction 358 (2002) (Brazil). To be sure, U.S. stock exchanges impose a similar obligation, but they seldom enforce it. იხ. Steinberg, note 56, at 657. Japanese law lies somewhere in-between, as it itemizes information to be disclosed, like U.S. law, but also requires disclosure of any event with an impact higher than pre-set quantitative thresholds (Art. 24-5 Financial Instruments and Exchange Act and Art. 19 Cabinet Office Ordinance on Disclosure of Corporate Affairs).

ნასწარ ღიაობა მომდევნო სავალდებულო პერიოდულ ღიაობამდე.[60] მეორე მხრივ, სტანდარტი – როგორც ეს არის ევროკავშირსა და ბრაზილიაში – რომელიც დაფუძნებულია ფასთან დაკავშირებულ ინფორმაციაზე, ტოვებს დისკრეციის შესაძლებლობას მაშინ, როდესაც წყვეტს, თუ როდის არის ინფორმაცია მომზადებული/შესაბამისი ღიაობისთვის (ის უნდა იყოს ზუსტი ევროკავშირში)[61] და მნიშვნელოვანი (რას ნიშნავს რომ მას შეიძლება ჰქონდეს მნიშვნელოვანი ზეგავლენა აქციების ფასებზე ბრაზილიური სამართლის თანახმად?). დამატებით, როგორც ევროკავშირში, ასევე, ბრაზილიაში, ღიაობა შეიძლება გადაიდოს, თუ ის დააზარალებს კომპანიის ლეგიტიმურ ინტერესს.[62] მიუხედავად ამისა, ევროპის უმაღლესმა სასამართლომ (European Court of Justice) ფართოდ განმარტა ინსაიდერული ინფორმაციის კონცეფცია და კანონმდებლები მიჰყვნენ სასამართლოს გზას საბაზრო მდგომარეობის ბოროტად გამოყენებასთან დაკავშირებული ღიაობის წესების რეფორმირებით 2014 წელს.[63]

შუალედური გზაც კი გახანგრძლივებულ პროცესში, როგორიცაა შერწყმის მოლაპარაკებების დაწყება, უნდა გასაჯაროვდეს, თუ არის ზუსტი ბუნებისა და სენსიტიური ფასის მატარებელი.[64]

9.1.2.6 ბუღალტრული აღრიცხვის მეთოდები

ფინანსური აღრიცხვის რეჟიმები – ინფორმაციის პირობები კომპანიის წარსული და ამჟამინდელი ფინანსური პოზიციის შესახებ – განვითარდა ორი განსხვავებული მოდელიდან:[65] ერთი მოდელი არის კონტინენტური ევროპისა, რომელიც ჩამოყალიბდა მე-17 საუკუნის საფრანგეთში და მიზნად ისახავდა კრედიტორების დაცვას და კომპანიების საგადასახადო დაბეგვრის ხელშეწყობას; მეორე, ანგლოამერიკული მოდელი, განვითარდა გაერთიანებულ სამეფოში მე-19 საუკუნეში და მიზნად ისახავდა წილის მფლობელების ხელშეწყობას ინვესტიციების ზედამხედველობასთან დაკავშირებით. განსხვავებულად რომ წარმოვიდგინოთ, კრედიტორების, ინსაიდერებისა და სახელმ-

[60] იხ. James D. Cox, Robert W. Hillman, and Donald C. Langevoort, Securities Regulation: Cases and Materials 728 (7th edn., 2013); Steinberg, note 56, at 659.

[61] თუმცა ევროპულმა სასამართლომ (CJEU) ტერმინი "precise" განმარტა ფართოდ და განსაზღვრა, რომ ინფორმაცია შეიძლება იყოს ზუსტი იმ შემთხვევაშიც კი, თუ შეუძლებელია იმისი თქმა, მოახდენს თუ არა ეს ფასების ზრდაზე ან შემცირებაზე გავლენას. იხ. Case C-628/13, Lafonta v. AMF ECLI:EU:C:2015:162.

[62] Art. 157, §5º Lei das Sociedades por Ações and Art. 6o CVM Instruction 358 (2002); Art. 17(4)(a) Market Abuse Regulation (to be sure, Art. 17(4)(b) makes this exemption's scope narrower by adding that delay is not permitted if it is likely to mislead the public).

[63] იხ. Case C-19/11 Geltl v Daimler ECLI:EU:C:2012:397; recitals (16) and (17) and Art. 7 Market Abuse Regulation.

[64] Art. 7(3) Market Abuse Regulation.

[65] იხ. Bruce Mackenzie et al., Interpretation and Application of International Financial Reporting Standards 3–4 (2014).

წიფოს ინტერესებმა ძლიერი ზეგავლენა მოახდინეს კონტინენტური ევროპის ბუღალტრული აღრიცხვის მოდელზე, მაშინ როდესაც მოწილეების ინტერესებით მოხდა ანგლოამერიკული მოდელის გამსჭვალვა.[66]

ეს განსხვავებული ინტერესები მიუთითებს შეფასების განსხვავებულ მეთოდებზე. ტრადიციულად შეფასება ასახავდა ან ისტორიულ ხარჯს, რომელიც მოიცავდა კონტინენტური საბუღალტრო აღრიცხვის კონსერვატიულ გზას, ან სამართლიან საბაზრო ღირებულებას, რომელიც ითვალისწინებდა მოწილეების ინტერესებს. შესაბამისი გამონაკლისებითა და კვალიფიკაციით ორივე საბუღალტრო აღრიცხვის მეთოდი წარადგენს აქტივს საბალანსო დოკუმენტზე, ისტორიულ ხარჯზე (historical cost) ან საბაზრო ღირებულებაზე უფრო ნაკლებ ფასად.[67] მიუხედავად ამისა, ტრადიციული კონტინენტური საბუღალტრო აღრიცხვის მეთოდი უფრო ფართო გამოყენებას აძლევს ისტორიულ ხარჯს, რომელიც ადვილად იძლევა გადამოწმებად მონაცემებს და, იმავდროულად, უფლებას აძლევს კომპანიებს, გადადონ მოგების აღიარება პერიოდულად (რაც სანაცვლოდ დაეხმარება მათ, დამალონ გაუარესებული შესრულება) და ინფლაციურ პერიოდში, გადაწონის არაფინანსურ აქტივს.[68]

შედარებისთვის, სამართლიანი ღირებულების მიდგომა დამოკიდებულია ამჟამინდელ საბაზრო ფასზე, როგორც მის საზომზე (განსაკუთრებით ფინანსური აქტივებისთვის), და, შესაბამისად, უფრო მოსალოდნელია, რომ შეესაბამებოდეს კომპანიების შეფასებას საფონდო ბირჟაზე.[69] მიუხედავად ამისა, თუ ფინანსურ აქტივს აკლია აქტიური ბაზარი, სამართლიანი ღირებულების საბუღალტრო აღრიცხვის მეთოდი მოითხოვს, მოინიშნოს იმ მოდელზე, თუ რის მიხედვით უნდა იყოს განსაზღვრული მათი საბაზრო ღირებულება (they be marked to a model of what their market value)[70] – ძალიან დისკრეციული

[66] მართლაც, დღეისთვისაც აშშ და გაერთიანებული სამეფო განასხვავებს ფინანსურ და საგადასახადო ანგარიშგებას, მაშინ როდესაც ევროპული იურისდიქციები იყენებენ იდენტურ საანგარიშსწორებო მეთოდებს როგორც საგადასახადო, ასევე ფინანსური რაპორტინგის მიზნებისთვის. იხ. Martin Gelter and Zehra G. Kavame Eroglu, Whose Trojan Horse? The Dynamics of Resistance against IFRS, 36 University of Pennsylvania Journal of International Law 89, 144–5 (2014).

[67] იხ. Joanne M. Flood, Interpretation and Application of Generally Accepted Accounting Principles 978–81 (2014).

[68] იხ. Alexander Bleck and Xuewen Liu, Market Transparency and the Accounting Regime, 45 Journal of Accounting Research 229 (2007) (historical costs give management a veil under which they can potentially mask a firm's true economic performance).

[69] „სამართლიანი ღირებულება" ("Fair Value") განმარტებულია როგორც ფასი, რომლის სანაცვლოდ აქტივი ან პასივი შეიძლება გაცვლილ იქნეს მსურველ და გაცნობიერებულ მხარეებს შორის საკუთარი ინტერესების შესაბამისად წარმართული ტრანსაქციის საფუძველზე. აღსანიშნავია, რომ ემპირიული მტკიცებულებები აქციის ფასის რელევანტურობაზე არის შერეული ხასიათისა. იხ. e.g. Jochen Zimmermann and Jörg-Richard Werner, Fair Value Accounting under IAS/IFRS: Concepts, Reasons, Criticisms, in International Accounting 127 (Greg N. Gregoriou and Mahamed Gaber eds., 2006).

[70] იხ. FAS 157: ბორდის ფინანსური ანგარიშსწორების სტანდარტებისათვის სამართლიანი ღირებულების დაანგარიშება დაფუძნებულია ბაზრის მონაცემების ანგარიშგებაზე

გამოყენება, რამაც შეიძლება მიგვიყვანოს არამყარ ან შეცდომაში შემყვან შედეგებამდე. უფრო მეტიც, საბუღალტრო აღრიცხვის სამართლიანი მეთოდი ზრდის ფინანსური ანგარიშგების მოწყვლადობას და შეიძლება, არ ასახოს კომპანიისთვის დამახასიათებელი აქტივის მოქმედი ღირებულება.[71] მართლაც, ფინანსურმა კრიზისმა დრამატულად გაუსვა ხაზი ბაზრის მიერ აქტივის შეფასებას, მაშინ როდესაც ბაზრის ფასები განზრახ მცირდება, და, შესაბამისად, ნორმალური დანახარჯის მიღმაა ვადამოსული კომპლექსური ფინანსური აქტივების ღირებულება.[72]

მიუხედავად ამისა, სხვაობა კონტინენტურ და ანგლოამერიკულ მიდგომებს შორის საბუღალტრო ანგარიშსწორებასთან დაკავშირებით, არ უნდა შევაფასოთ გადაჭარბებულად. როგორც ეს ზემოთ არის აღნიშნული, ორივე მოდელი ყოველთვის იყენებდა ისტორიული დანახარჯის მეთოდს, რათა შეეფასებინა არაფინანსური აქტივი.[73] დამატებით, ბუღალტრები არიან წარმომადგენლები კონსერვატიული პროფესიისა, რომელიც არ ახდენს გავლენას მათ მოტივაციაზე, გადაჭარბებით შეაფასონ ფინანსური აქტივი სამართლიანი ღირებულების საბუღალტრო აღრიცხვის მეთოდით.[74] საბოლოოდ, ევროკავშირის ჰარმონიზაცია დაჯგუფებული კაპიტალის ბაზრების ზრდად მნიშვნელობასთან ფართო მნიშვნელობას ანიჭებს კონტინენტური ევროპის იურისდიქციებში სამართლიან ღირებულებას, განსაკუთრებით ევროკავშირის მიერ საერთაშორისო ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების მხარდაჭერით, რომელიც მჭიდროდ გამომდინარეობს ამერიკული და გაერთიანებული სამეფოს მიდგომიდან.[75] გერმანიაც, რომელიც ტრადიციულად მხარს უჭერდა პრევენციულ მიდგომას (*Vorsichtsprinzip*) საბალანსო ფურცლების შეფასებასთან დაკავშირებით, გადაიხარა სამართლიანი ღირებულების მოდელის ღირებულების მიღებისკენ იქამდე, სანამ ფინანსური კრიზისი აღმოცენდებოდა.[76] შე-

(observable inputs) და იმ შემთხვევაში, თუ ბაზრის მონაცემები არ არის ხელმისაწვდომი საუკეთესო შესაძლო ინფორმაცია (unobservable inputs).

[71] იხ. Guillaume Plantin, Haresh Sapra, and Hyun Song Shin, Marking-to-Market: Panacea or Pandora's Box, 46 Journal of Accounting Research 435 (2008) (marking to market is especially problematic when assets are long-lived, illiquid, and senior).

[72] იხ. Franklin Allen and Elena Carletti, Mark-to-Market Accounting and Liquidity Pricing, 45 Journal of Accounting and Economics 358 (2008); Plantin et al., note 71. იხ. also International Monetary Fund, Global Financial Stability Report 58–66 (2008).

[73] იხ. e.g. Janice Loftus, A Fair Go to Fair Value, in Gregoriou and Gaber, note 69, at 41.

[74] იხ. e.g. Sugata Roychowdhuroy and Ross L. Watts, Asymmetric Timeliness of Earnings, Market- to-Book and Conservatism in Financial Earnings, 44 Journal of Accounting and Economics 2 (2007).

[75] იხ. Gelter and Kavame Eroglu, note 66, 148.

[76] იხ. Werner F. Ebke, Rechnungslegung und Publizität in europarechtlicher und rechtsverglei-chender Sicht, in Internationale Rechnungslegungsstandards für börsenunabhängige Unternehmen? 67 (Werner F. Ebke, Claus Luttermann, and Stanley Siegel eds., 2007).

დეგად, ფინანსური ანგარიშგების მეთოდოლოგია გარდაიქმნა 1990-იან და 2000-იან წლებში.

მიუხედავად ამისა, კრიზისიდან მოყოლებული, სამართლიანი ღირებულების საბუღალტრო აღრიცხვის კრიტიკა გაიზარდა[77] და გერმანიამ უარი თქვა მისი განხორციელების იდეაზე, დატოვა კომპანიები დასახელებულ საკითხთან დაკავშირებით თავისუფალი არჩევანის წინაშე.[78] იმავდროულად, აშშ-ის ფასიანი ქაღალდების მარეგულირებლებმა, ასევე, უკან დაიხიეს იმ იდეისგან, რომ უფლება მისცენ ამერიკულ კომპანიებს, გამოიყენონ საერთაშორისო ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტები (IFRS), რაც გააძლიერებდა საერთაშორისო დაახლოებას.[79]

ყველაფრის გათვალისწინებით, IFRS-ის შესაბამისად ანგარიშების შექმნის შედარების მასშტაბი აშშ-ის ზოგადად მიღებული საბუღალტრო ანგარიშსწორების პრინციპების (GAAP) მიხედვით შექმნილ ანგარიშებთან არის შეზღუდული და გამოირჩევა სხვადასხვა ფაქტორით, მათ შორის: ინდუსტრიით, სამართლებრივი წარმოშობით და აღსრულების ინტენსივობით.[80] ანალოგიური საანგარიშსწორებო მეთოდების დროსაც არ არის აუცილებელი ერთგვაროვანი საბუღალტრო პრაქტიკის გამოყენება. ინსტიტუციური სხვაობა საკუთრების რეჟიმებს შორის და რეგულაციური სტრუქტურა დარჩება როგორც განსხვავების წყარო.[81] მაგალითად, აშშ-ში GAAP-ი, ითვლება, რომ დამოკიდებულია აქციონერების მხრიდან სარჩელის შეტანის რისკის შემცირების დეტალურ წესებზე ბრალეული საბუღალტრო აღრიცხვის დროს – პრობლემა, რომელიც სხვა ქვეყნებში უფრო ნაკლებად მნიშვნელოვანია.[82] შესაბამისად, იურისდიქციები, სადაც დაბალია გასაჩივრების რისკი, მაგალითად, ევროპული ქვეყნები, გამოყენებული აქვთ პრინციპზე ორიენტირებული IFRS (the principle-oriented IFRS), რომელიც უფრო მეტ სივრცეს ტოვებს მენეჯმენტის დისკრეციისთვის. ირონიულად შეიძლება ითქვას, რომ მოქნილობით შეიძლება აიხსნას IFRS-ის გლობალური პოპულარობა, მიუხედავად იმისა, რომ მოქნილობა ამცირებს ფინანსური განცხადებების შედარების შესაძლებლობას IFRS-ს იურისდიქციებს შორის.[83] თუმცა შედარებითობა იურისდიქციების შიგნით შეიძლება, ასევე, იყოს რთული, წესებზე დაფუძნებული საანგარიშს-

[77] იხ. Gelter and Kavame Eroglu, note 66, 159–163.

[78] იხ. Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz (BilMoG) (2009).

[79] იხ. Gelter and Kavame Eroglu, note 66, 103–104.

[80] იხ. Mary E. Barth et al., Are IFRS-Based and US GAAP-Based Accounting Amounts Comparable? 54 Journal of Accounting and Economics 68 (2012).

[81] Yuan Ding, Ole-Christian Hope, Thomas Jeanjean, and Hervé Stolowy, Differences Between Domestic Accounting Standards and IAS: Measurement, Determinants and Implications, 26 Journal of Accounting and Public Policy 26 (2007).

[82] იხ. e.g. Gelter and Kavame Eroglu, note 66, 124.

[83] იხ. Christopher Nobes and Robert Parker, Comparative International Accounting ch. 7 (12th edn., 2012).

წორებო სისტემების გამო, იმ მასშტაბით, რომ წესებს არ შეუძლია, განსაზღვროს ყველა საქმე და სჭირდება სტანდარტების მხარდაჭერა ყველა შემთხვევაში. [84]

9.1.2.7 გასვლის უფლების დაცვა: სარწმუნო ჩართულობა

ფასიანი ქაღალდების რეგულაციის გავლენა საბაზრო ქცევის მოდელზე იქნება უგულებელყოფილი, თუ ემიტენტები ჩაერთვებიან ტრანსაქციებში, რაც მათ საშუალებას მისცემს, თავი აარიდოს სამართლებრივ რეჟიმს იმ ფონზე, რომ შეინარჩუნოს აქციონერთა ფართო ფენა. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, გასვლის მარტივი გზა ხელს შეუწყობს კომპანიებს, რეკლამირება გაუწიონ აქციების დაბალ ფასს, რათა მიიზიდონ ინვესტორები ირიბი დაპირებით სრულ ღიაობასა და მაღალ ლიკვიდურობასთან დაკავშირებით, და შემდეგ გარდაიქმნან დახურულ კორპორაციებად (go dark) და უარი თქვან ღია კორპორაციის სტატუსზე. მაგრამ მყიდველები შეამცირებენ ამ შესაძლებლობას და უარს იტყვიან პრემიუმის (საბაზრო ღირებულებაზე ზემოთ თანხის) გადახდაზე, თუ ეს სხვა მხრივ უკავშირდება ფასიანი ქაღალდების რეგულაციას. ეს არის ის მიზეზი, თუ რატომ აქვს ყველა იურისდიქციას წესები, რომლებიც ურთულებს ემიტენტებს ასეთი სამართლებრივი რეჟიმისგან გათავისუფლებას: სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, შემზღუდავი გასვლის წესები ძირითადი კომპონენტია ფასიანი ქაღალდების რეგულაციისა.[85] მიუხედავად ამისა, ეს არის იურისდიქციებს შორის მნიშვნელოვანი სხვაობის არეალი.

ზოგიერთი მათგანი ამკვიდრებს ობიექტურ საფუძველს, უფლება მისცეს კომპანიებს, შეწყვიტონ საჯარო ანგარიშგების ვალდებულებებთან შესაბამისობა. ზოგჯერ ეს საფუძვლები არის თვლადი. მაგალითად, აშშ-ის, იტალიისა და იაპონიის ფასიანი ქაღალდების კანონმდებლობამ შეწყვიტა ღიაობის მოთხოვნა მაშინ, როდესაც რაოდენობა კომპანიის აქციონერებისა ჩამოვა ზღვრულზე უფრო დაბლა.[86] შედარებისთვის, სხვა ევროპულ იურისდიქციებსა და ბრაზილიაში ღიაობის მოთხოვნები წყვეტს შეფარდებას მაშინვე, როგორც

[84] იხ. William W. Bratton, Enron, Sarbanes-Oxley and Accounting: Rules Versus Principles Versus Rents, 48 Villanova Law Review 1023 (2003).

[85] იხ. Rock, note 14.

[86] მიუხედავად იმისა, რომ ზუსტი წესები არის უფრო კომპლექსური, ეს არის ის შემთხვევა, როდესაც აშშ-ის ემიტენტების აქციონერების რაოდენობა მცირდება 300-ზე ქვემოთ (ან ბანკების შემთხვევაში მცირდება 1200-ზე ქვემოთ) ან იაპონიაში ემიტენტების კაპიტალი მცირდება 500 მილიონ იენზე დაბლა. იხ. §§12(g)(4) and 15(d) 1934 Securities Exchange Act (U.S.) and Art. 24(1) Financial Instruments and Exchange Act and Art. 3–6(1) Cabinet Order for the Enforcement of the Financial Instruments and Exchange Act (Japan). იტალიაში განსაზღვრულ ზღვარზე უფრო ქვემოთ ჩამოსვლა უფლებას აძლევს კომპანიებს, შეწყვიტონ პერიოდული ანგარიშების ვალდებულებების მოთხოვნების დაკმაყოფილება; დანარჩენი ევროპის მსგავსად ღიაობის სხვა ვალდებულებები წყვეტენ მოქმედებას, როდესაც ფასიანი ქაღალდები აღარ ივაჭრება რეგულირებულ ბაზრებზე ან სავაჭრო დაწესებულებებში.

კი ემიტენტის ფასიანი ქაღალდები აღარ არის ნებადართული სავაჭროდ რეგულირებულ ბაზარზე (ან სავაჭრო დაწესებულებაში).[87]

სავაჭროდ დაშვებულმა ღია კორპორაციებმა, უნდა შეუსაბამონ თავისი საქმიანობა წესებს, რომლებიც ნებაყოფლობით დელისტინგს არეგულირებენ.[88] უამრავ იურისდიქციაში სამართალი სპეციფიკურად აძლიერებს ზედამხედველობის განმახორციელებელ უფლებამოსილ ორგანოებს, რათა შეაფერხონ დელისტინგის მიმართვები მაშინ, როდესაც ეს არ არის ინვესტორების ინტერესების შესაბამისი, ან კანონები ირღვევა.[89] საჯარო სამართლის ასეთი მიდგომა აძლიერებს დელისტინგთან დაკავშირებული სამეწარმეო სამართლის ეფექტიანობას, რომელსაც იყენებს ზოგიერთი იურისდიქცია. ასე რომ, მაგალითად, დელისტინგთან დაკავშირებით ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟა მოითხოვს ბორდის გადაწყვეტილებას და ინფორმაციის მიწოდებას,[90] მაშინ, როდესაც ლონდონის საფონდო ბირჟა მოითხოვს აქციონერთა განსაკუთრებით დიდი ოდენობით თანხმობას.[91] ხანგრძლივი დებატების შემდეგ გერმანია ათავსებს დელისტინგის გადაწყვეტილებას კორპორაციული მენეჯმენტის ხელში,[92] მაგრამ აკისრებს გასვლის უფლებას უმცირესობაში მყოფი აქციონერებისათვის სამართლიან ფასად.[93] ბრაზილია განასახიერებს ყველაზე მკაცრ

[87] იხ. e.g. Moloney, note 1, at 133–4.

[88] Delisting may also be involuntary, for failure to meet listing standards or rule violations. იხ. Shinhua Liu, The Impact of Involuntary Foreign Delistings: An Empirical Analysis, 10 Journal of Emerging Markets 22 (2005) (identifying 103 foreign firm delistings from U.S. markets between 1990 and 2003, 100 being threshold-related and three due to failure to meet other non-numerical standards).

[89] იხ. Art. 64 Consolidated Law on Financial Intermediation (Italy); Börsengesetz § 39(2) (Germany). იაპონური სამართალი არის გაურკვეველი: თუმცა Art. 127 of FIEA უფლებას აძლევს JFSA-ს, მოახდინოს კორპორაციის აქციების კვლავ დაშვება სავაჭროდ მაშინ, როდესაც საფონდო ბირჟა მოხსნის ვაჭრობიდან კორპორაციის აქციებს ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევის წესების დარღვევის გამო, ტოკიოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის (Tokyo Stock Exchange) ლისტინგის წესებში არ გვხვდება წესები ნებაყოფლობით დელისტინგთან დაკავშირებით. როგორც ამბობენ, ტოკიოს საფონდო ბირჟის პრაქტიკა არის შემზღუდავი: კორპორაციები, რომელთაც მიეცათ უფლება, მოეხდინათ დელისტინგი, იყვნენ ისინი, რომელთა აქციებიც, ასევე, დაშვებული იყო სხვა საფონდო ბირჟებზე.

[90] NYSE Listed Company Manual §806.00. დასაწყისისთვის უნდა აღინიშნოს, რომ უფრო რთული იყო დელისტინგის განხორციელება და მოქმედებდა დიდი ხნის განმავლობაში დამკვიდრებული წესი, რომელიც მოითხოვდა აქციონერთა 2/3-ის თანხმობას და 10%-ზე მეტი არ უნდა ყოფილიყო დელისტინგის წინააღმდეგი. Rock, note 14, at 683. ცვლილება წესში, რომელიც მანამდე შესაძლებლობას იძლეოდა, უფრო მარტივი ფორმით მოეხდინათ დელისტინგი, განხორციელდა მას შემდეგ, რაც კერძო უცხოელმა ემიტენტებმა დაიწყეს ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟის დატოვება სარბანეს-ოქსლეის (Sarbanes-Oxley) აქტის მიღების შემდეგ.

[91] FCA Listing Rule 5.2.5.

[92] The Frosta decision (BGH, Oct. 8, 2013–II ZB 26/12, NJW 2014, 146) thus reversed the earlier Macrotron decision (BGH, Nov. 25, 2002–II ZR 133/01, BGHZ 153, 47), which required shareholder approval.

[93] გასვლის უფლება აღდგა 2015 წლის ბოლოს, საზოგადოდ, უმცირესობაში მყოფი აქციონერების დაცვის კონტექსტში არსებული ხვრელების შესავსებად Frosta-ს შემდეგ (note 93). Revised §39 Börsengesetz ამჟამად მოითხოვს გასვლის უფლებას უკანასკნელი 6 თვის

რეჟიმს: ღია კორპორაციებმა, რომელთა სურვილია, გახდნენ დახურული კორპორაციები, უნდა განახორციელონ სამართლიან ფასად სავალდებულო შეთავაზება დარჩენილი აქციონერებისათვის, აგრეთვე აქციონერებმა ან უნდა მიიღონ სავალდებულო შეთავაზება, ან კომპანიის თავისუფალ მიმოქცევაში მყოფი აქციების 2/3-ის მფლობელმა აქციონერებმა უნდა გამოხატონ აშკარა თანხმობა აქციების ვაჭრობიდან მოხსნაზე.[94]

9.1.3 მმართველობა და რეგულაციური სტრატეგიები

დამატებით, ღიაობის ვალდებულებასთან ერთად, კანონმდებლები და საფონდო ბირჟები აწესებენ ხარისხობრივ შეზღუდვებს კომპანიების წვდომაზე ფასიანი ქაღალდების ბაზრებზე და შეზღუდვებს ბაზრის მონაწილეების ვაჭრობაზე. ორივე მათგანი განკუთვნილია ისეთი ქცევის თავიდან ასარიდებლად, როგორებიცაა შეცდომაში შემყვანი განცხადებები ან ფასის მანიპულაცია, რომლებმაც შეიძლება გამოიწვიონ ინვესტორების გაუცხოება ფასიანი ქაღალდების ბაზრიდან და დააზარალოს ბაზრის ლიკვიდურობა.

9.1.3.1 ხარისხობრივი კონტროლი

ზოგადი პირობების თანახმად, ხარისხობრივი კონტროლის ლოგიკა ეფუძნება ორ ძირითად საკითხს: პირველი, თაღლითობის განხორციელებას ღია ტიპის კორპორაციაში, განსხვავებით დახურული კორპორაციისგან, შეიძლება ჰქონდეს ფართო საბაზრო გავლენა – ეს ხდება მაშინ, როდესაც ის ზრდის კაპიტალის ღირებულებას ყველა კომპანიისთვის ბაზარზე; მეორე საკითხის თანახმად, უკეთესი მმართველობა ამცირებს თაღლითობის შემთხვევას. ხარისხობრივი კონტროლი შეიძლება გამოიხატოს მინიმალურ კორპორაციული მმართველობის მოთხოვნებში, წარმომადგენლობითი ჩარევისა და შესვლის აკრძალვების დანერგვით მოსალოდნელი ემიტენტის რწმუნებულებათა ხარისხზე. ასეთი კონტროლი შეიძლება იყოს საჯარო (როდესაც იგი კანონების, რეგულაციების ან საჯარო წარმომადგენლის (public agents') გადაწყვეტილების შედეგია) ან სანახევროდ კერძო[95] – ეს უკანასკნელი არის

განმავლობაში არსებულ საშუალოშეწონილ საბაზრო ფასად. დეტალებისთვის იხ. Walter Bayer, Delisting: Korrektur der Frosta-Rechtsprechung durch den Gesetzgeber, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 1169 (2015).

[94] Art. 4º, §4º Lei das Sociedades por Ações; Art. 16 CVM Instruction No. 361 (2002). თუ კომპანიის კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერი ან კომპანია მიაღწევს აქციათა ნებისმიერი კლასის 2/3-ზე მეტის შეძენას, CVM რეგულაციები მოითხოვენ, შეთავაზება დარჩეს ღია დარჩენილი აქციონერების რაოდენობისთვის სამი თვის განმავლობაში იდენტურ ფასად – მექანიზმი, რომელიც ეფექტურად ამცირებს ზეწოლას სატენდერო შეთავაზებაზე. Art. 10, §2o CVM Instruction No. 361 (2002).

[95] რა თქმა უნდა, არსებობს ხარისხის ისეთი კონტროლი, რომელიც არის მხოლოდ კერძო, როგორიცაა არარეგულირებადი ბაზრის შუალედური ორგანიზება (მაგალითად, მრავალმხრივი სავაჭრო დაწესებულება, რომელიც არ მოითხოვს მარეგულირებლების თანხმობას

საფონდო ბირჟასთან დაკავშირებული რეგულაციები ან შესაბამისობა ბირჟაზე ვაჭრობის მოთხოვნებთან.[96]

9.1.3.1.1 მმართველობის სტრატეგიები

წინა ნაწილებში ჩვენ განვიხილეთ კორპორაციული მართვის ხარისხის კონტროლის სტანდარტები, როგორებიცაა: ბორდის დამოუკიდებლობა, სამი კომიტეტის სტრუქტურა (the three-committee structure), დიდი უმრავლესობით გადაწყვეტილების მიღების მოთხოვნა, და ასე შემდეგ, რაც პოლიტიკის განმსაზღვრელმა პირებმა (და საფონდო ბირჟებმა) დააკისრეს ღია ტიპის კორპორაციებს.[97] აქ ჩვენ ვკონცენტრირდებით წარმომადგენლობითი სტრატეგიების სახესხვაობებზე, მარეგულირებლების მიერ გამჭვირვალობის განხორციელებაზე ან კომპანიების ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობაზე, რაც შეიძლება ნებადართული იყოს ღია ტიპის ვაჭრობისთვის.

როდესაც შემოწმება ხორციელდება საჯარო დაწესებულების მიერ, ის არის ცნობილი როგორც merit regulation. აშშ-ის ბევრი შტატი უფლებას აძლევს შტატის მარეგულირებლებს, უარი უთხრან ფასიანი ქაღალდების გამოშვებაზე მათ, ვინც ვერ ახერხებენ განსაზღვრულ გზამკვლევთან შესაბამისობის დაცვას ან ჩანს ოფიციალური პირებისთვის განსაკუთრებით რისკიანი, ეკონომიკური ღირებულების გადაწონვის გარეშე. პრაქტიკულად, ფასიანი ქაღალდების შეთავაზების უმრავლესობა არის სახელმწიფო მარეგულირებლების ზედამხედველობის გარეშე.[98]

ევროკავშირის სამართალი უფლებას აძლევს ლისტინგის განმახორციელებელ ორგანოებს (რომლებიც შეიძლება იყოს ფასიანი ქაღალდების მარეგულირებლები, ისევე როგორც საფონდო ბირჟები), შეამოწმონ საფონდო ბირჟის ლისტინგისთვის განკუთვნილი აპლიკაციები საჯარო საინვესტიციო ინტერესების დასაცავად.[99] აქედან გამომდინარე, გაერთიანებული სამეფოს

სავაჭრო წესებისადმი მისადაგებაზე) უზრუნველყოფს სპეციფიკურ ხარისხობრივ მოთხოვნებს: მაგალითად, იტალიის ალტერნატიული საინვესტიციო ბაზარი (Italy's Alternative Investment Market) ან „ეურონექსტის ალტერნექსტი" (Euronext's Alternext), სადაც ორივე სპეციალიზდება მცირე და საშუალო საწარმოებში, მაგრამ მაინც უზრუნველყოფენ მინიმალურ ზღვრებს ლიკვიდურობისთვის. იხ. Borsa Italiana, AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale: Rules for Companies 33 (2016) (available at <www. borsaitaliana.it>); for Alternext, იხ. <www.euronext.com/en/listings/select-your-market>.

[96] ისინი არიან მხოლოდ ნახევრადკერძო, რადგან ექვემდებარებიან ფასიანი ქაღალდების მარეგულირებლების თანხმობას – მარეგულირებლებმა შეიძლება არაფორმალურად მოახდინონ სალისტინგო წესების დამტკიცება, რაც დამოკიდებულია სხვა მოთხოვნების გათვალისწინებაზე და უარყოფენ მცდელობებს, თავიდან მოიშორონ არსებული ხარისხის კონტროლები. შესაბამისად, რთულია იმისი თქმა, რა თვალსაზრისითაა სალისტინგო წესები თვითრეგულირების ფორმა, ან არიან თუ არა ისინი დაფარული საჯარო რეგულაციები.

[97] იხ. თავები 3.1, 3.2., 3.3, 3.4, 6.2.3, and 7.3.1.

[98] Section 18, Securities Act 1933, as amended (15 U.S. Code §77r).

[99] იხ. Art. 11 Consolidated Admission and Reporting Directive, 2001 O.J. (L 184) 1, applicable to "official" listed segments.

ფინანსური სერვისებისა და ბაზრის აქტი 2000 (UK's Financial Services and Markets Act) უფლებას აძლევს გაერთიანებული სამეფოს ლისტინგის ორგანოს, უარი უთხრას ლისტინგის აპლიკაციას, რომელსაც ის თვლის მნიშვნელოვნად ინვესტორთა ინტერესებისთვის.[100] ანალოგიურად, იტალიურმა უფლებამოსილმა ორგანოებმა შეიძლება შეაფერხონ ფასიანი ქაღალდების ლისტინგი, იმ შემთხვევაში, თუ, მათი ინფორმაციით, ეს ეწინააღმდეგება ბაზრის გამჭვირვალობისა და ინვესტორების დაცვის მიზანს.[101] მიუხედავად ამისა, ხარისხის კონტროლის პირობებს ევროპელი გადაწყვეტილების მიმღები პირები აღარ ანიჭებენ უპირატესობას: უფლებები, რომლებიც ჩვენ აღვწერეთ, არის იშვიათი, იმ შემთხვევაში, თუ მათი გამოყენება ოდესმე მოხდება.[102]

9.1.3.1.2 ხარისხის კონტროლის შემოწმება საჯარო ვაჭრობაზე დაშვების დროს

ინვესტორთა დაცვის დამატებით სავალდებულო ღიაობაზე დაყრდნობით ფასიანი ქაღალდების შეთავაზებებისთვის ჩვენი ძირითადი იურისდიქციები უზრუნველყოფენ ხარისხის მინიმალურ წესებს, იქნება ეს თვითრეგულირებადი თუ საჯარო, რათა მოხდეს ემიტენტების, რომლებიც შედიან საჯარო ვაჭრობაზე, შემოწმება.

ოფიციალური ან პირველადი საფეხურის ბაზრები, როგორც წესი, აწესებს მინიმალურ ზომას ემიტენტებისთვის (აქტივისას და საბაზრო კაპიტალიზაციის პირობებთან მიმართებით). მინიმალური ფულის ოდენობა და ფასიანი ქაღალდების მფლობელთა მინიმალური რაოდენობა იმისათვის, რომ უზრუნველყოს ხარისხი, როგორც წესი, საკმარისია ლიკვიდურობის თვალსაზრისით. ზოგიერთი მათგანი, ასევე, აკეთებს პოტენციური სალისტინგე კომპანიების შემოწმებას წარსულ მოგებიანობაზე დაყრდნობით, რომელიც არის ხარისხის საკმაოდ უხეში მაჩვენებელი. მაგალითად, მისი ე.წ. პირველი სექციის გამო, ტოკიოს საფონდო ბირჟა მოითხოვს, მინიმუმ, 20000 აქციას, 4 მილიარდი იენის საბაზრო კაპიტალიზაციას, 2200 აქციონერს და მაღალი მინიმუმის მქონე წინასაგადასახადო მოგებას, რომელიც დათვლილია უკანასკნელი ორი წლის განმავლობაში.[103] სხვა ბირჟები აწესებენ ანალოგიურ, თუმცა უფრო მეტად ნაკლებად მკაცრ, მოთხოვნებს.[104]

[100] Financial Services and Markets Act 2000 (UK) section 75(5).

[101] Art. 64 Consolidated Law on Financial Intermediation (Italy).

[102] იხ. also Moloney, note 1, 171–2. ბრაზილიაში ხარისხის კონტროლი არის ანალოგიურად იშვიათი; ისინი გამოიყენება მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ კომპანიის აქციები არის საჯარო, პრაქტიკა, რომელიც არ გამოიყენება თანამედროვე ბიზნესპრაქტიკაში: Art. 82, §2º Lei das Sociedades por Ações.

[103] Tokyo Stock Exchange, Securities Listing Regulations, Rule 308.

[104] For NYSE's requirements, which are based on pre-tax corporate income ($10 million in the aggregate for the previous three years) or, failing that, on a "Valuation/Rev-

9.1.3.2 საბაზრო მანიპულაცია (ფასიანი ქაღალდებით თაღლითობა) და ინსაიდერული ვაჭრობის შეზღუდვა

ბოლოს, ჩვენი იურისდიქციები იყენებენ მარეგულირებელ სტრატეგიებს (წესებსა და სტანდარტებს) იმისათვის, რათა აკრძალონ უფლების შემზღუდავი პრაქტიკის გამოყენება ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე. განსაკუთრებით, ყველა მათგანი კრძალავს ყალბი ან შეცდომაში შემყვანი ინფორმაციის გავრცელებას ემიტენტის შესახებ, მიუხედავად იმისა, ეს ინფორმაცია არის თვითონ ემიტენტის მიერ გავრცელებული, თუ მესამე მხარეების მიერ[105] (რაც ცნობილია საბაზრო მანიპულაციის სახით ევროპაში, და ფასიანი ქაღალდების გაყალბებად აშშ-ში)[106] და უზრუნველყოფს შეზღუდვებს ვაჭრობის დროს მათ მიერ, ვინც ფლობს ინსაიდერულ ინფორმაციას ემიტენტის შესახებ (ინსაიდერული ვაჭრობა).

საბაზრო მანიპულაციის აკრძალვის საფუძველი არის ინსტინქტური: ფასიანი ქაღალდების ბაზრები შეიძლება უფრო ყოფილიყო კაზინოს მსგავსი, თუ ემიტენტები იქნებოდნენ თავისუფალი, ეთქვათ ტყუილი საკუთარი თავის შესახებ, ან მესამე პირებს ჰქონოდათ შესაძლებლობა, გაევრცელებინათ ტყუილები ემიტენტების შესახებ დასჯის გარეშე. ფაქტობრივად, ასეთი სახის აკრძალვები ახდენს თაღლითობასთან დაკავშირებული ღრმად დამკვიდრებული საერთო ან კერძო სამართლის შეხედულებების ადაპტირებას ფასიანი ქაღალდების ბაზრების სპეციალურ მხარეებთან, იმ ძირითადი მიზნით, რომ შეამსუბუქონ აღსრულება და ხელი შეუშალონ ასეთი ფორმის ცუდად მოქცევას. ასეთი ფორმით განხორციელების დროს აკრძალვა აძლიერებს ინდივიდუალური ემიტენტების ღიაობის სარწმუნოობას და ხელს უწყობს კაპიტალის ხარჯის შემცირებას.

ცალსახაა, თუ რატომ უნდა შეუშალონ ხელი იურისდიქციებმა აქციების მფლობელებს, ივაჭრონ ინსაიდერული ინფორმაციით. როგორც უკვე ვნახეთ,

enue Test" or an "Assets and Equity Test," იხ. New York Stock Exchange Listed Company Manual Section 102.01. For a company listing in connection with an IPO, the NYSE also requires a minimum of 400 shareholders with 100 shares each and a float of at least 1.1 million publicly held shares with a value of $40 million. European listing rules require a minimum float of usually 25 percent of the subscribed capital (e.g. for France, Rule 6702/1 Euronext Rulebook, Harmonised Rules), a minimum (and usually waivable) foreიხ. able market capitalization (e.g. €40 million in Italy, Art. 2.2.2 Listing Rules for the markets set up and managed by Borsa Italiana SpA) and a minimum of three years of prior business (e.g. for Germany and the UK, იხ. §3 Börsenzulassungsverordnung; §6.1.7 Listing Rules). The São Paulo Stock Exchange requires a minimum free float of 25 percent in its premium corporate governance listing segments, but otherwise imposes no limitations in terms of firm size, number of shareholders, or profitability.

[105] ანალოგიურად, სავაჭრო მეთოდები, რომელთა მიზანია საბაზრო ფასების ცვლილება, ისე, რომ მოგება მიიღონ ფასში ხელოვნური ცვლილებიდან, არის აკრძალული (ე.წ. ვაჭრობაზე დაფუძნებული მანიპულაცია „trade-based manipulation").

[106] იხ. Art. 1 Market Abuse Regulation, 2014 O.J. (L 173) 1 (EU); 17 C.F.R. §240.10b-5 (U.S.); CVM Instruction No. 8 (1979) (Brazil); Arts. 158–9 Financial Instruments and Exchange Act (Japan).

მე-6 თავში ის ერთი საფუძველი არის კორპორაციების ინსაიდერების მიერ უკანონო ექსპლუატაციისგან დაცვა: კერძოდ, საუბარია მენეჯერზე, რომელსაც აქვს კომპანიის აქციები, ვაჭრობს ინსაიდერულ ინფორმაციაზე დაყრდნობით, და მიითვისებს კომპანიისთვის მნიშვნელოვან აქტივს.[107]

მიუხედავად ამისა, იურისდიქციების უმრავლესობამ გადაუხვია იმ მოსაზრებას, რომ ინსაიდერული ვაჭრობა აუცილებლად გულისხმობს კორპორაციული აქტივის მითვისებას (ან ანალოგიურად ფიდუციური მოვალეობის დარღვევას). უფრო მეტიც, გამოკვეთილ საფუძველს უფრო მეტი აქვს საერთო საბაზრო ეგალიტარიზმთან, რაც გულისხმობს იდეას, რომ მათ, ვინც ვაჭრობენ ფასიანი ქაღალდების საჯარო ბაზარზე, უნდა შეეძლოთ იმ ფაქტზე დაყრდნობა, რომ ისინი, ინფორმაციული თვალსაზრისით, არიან იმავე საფეხურზე, რომელზეც სხვა მოვაჭრეები, რადგან მათ, ვისაც აქვთ ინსაიდერული ინფორმაცია, აკრძალული აქვთ ვაჭრობა. ამ საფუძველმა გავრცელება პოვა ევროპულ კანონმდებლობასა და სასამართლო პრაქტიკაში და ასახავს ფართო აკრძალვას ნებისმიერი პირის მიერ ვაჭრობაზე, რომელიც ფლობს ინსაიდერულ ინფორმაციას, მიუხედავად იმისა, თუ რა ურთიერთობა აქვს კომპანიასთან და რა ფორმით მოხდა ამ ინფორმაციის მოპოვება.[108] ტრადიციულად, ეს მიდგომა ასევე ადვოკატირებულ იქნა აშშ-ის ფასიანი ქაღალდების მარეგულირებელი კომისიის მიერ, წარმატების გარეშე.[109]

ეკონომიკურად უკეთესი საფუძველი დასაბუთების ფართო აკრძალვის ინსაიდერულ ვაჭრობაზე არის საბაზრო ლიკვიდურობისთვის ასეთი აკრძალვის მოგებიანობა: ბაზრებში, სადაც ლიკვიდურობა არის უზრუნველყოფილი ბროკერების მიერ, პრეზუმფცია, რომ ისინი სისტემატიურად ვაჭრობენ ინსაიდერებთან, მნიშვნელოვანი ინფორმაციით მიგვიყვანს შეთავაზებების რაოდენობის ზრდამდე.[110] ანალოგიურად, ბაზრებში, სადაც მონაწილეები ვაჭრობენ ერთმანეთთან ბროკერების მეშვეობით, აკრძალვა დაარწმუნებს ინფორმირებულ მოვაჭრეს, რომ მათი ახალი ინფორმაციის საფუძველზე მათ მიერ განხორციელებული ინვესტიციები შეიძლება წარმატებული აღმოჩნდეს, ხოლო როგორც ბროკერები (market makers), ისინი სისტემატიურად წააგებენ, თუ ინფორმირებული მოვაჭრე იძულებულია, კონკურენცია გაუწიოს ინსაიდერებს ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობისას.[111]

[107] იხ. თავი 6.2.4.

[108] იხ. Art. 8 and Preamble 24, Market Abuse Regulation. იხ. also ECJ, Case C-45/08 Spector Photo Group (2009) E.C.R. I-12073. For the scope of insider trading prohibitions in the U.S., Brazil, and Japan იხ. Chapter 6.2.4.

[109] იხ. Dirks v SEC, 103 Supreme Court Reporter 3255 (1983); U.S. v. Newman, 733 Federal Reporter 3d 438 (2d Cir. 2014).

[110] იხ. თავი 6.2.4.

[111] იხ. Zohar Goshen and Gideon Parchomovsky, On Insider Trading, Markets and "Negative" Property Rights in Information 87 Virginia Law Review 1230 (2001).

9.2 ფასიანი ქაღალდების აღსრულება

როგორც ეს არის აღნიშნული ამ თავის შესავალში, ეფექტური ფასიანი ქაღალდების რეჟიმის ძირითადი კომპონენტი არის აღსრულების სტრუქტურა, რომელიც კარგ საქმეს აკეთებს მნიშვნელოვანი კოლექტიური მოქმედებების პრობლემებისთვის, რაც გავლენას ახდენს ინვესტორებზე საჯარო ვაჭრობის დროს. ჩვენი ძირითადი იურისდიქციები დაფუძნებულია აღსრულების სპეციფიკურ სახეზე, რომელიც გამოყოფილია მეორე თავში, განსაკუთრებით, საჯარო და კერძო აღსრულება და კორპორაციის ინტერესების გამტარებლების (gatekeeper control) კონტროლი ამ მიზნებისთვის.[112] მიუხედავად ამისა, იურისდიქციები დრამატულად განსხვავდებიან განხორციელების სახეზე დაყრდნობით, რომელსაც იყენებენ ისევე, როგორც აღსრულების სიმკაცრისა და ინტენსიურობის თვალსაზრისით.

9.2.1 საჯარო აღსრულება

საჯარო აღსრულება ინიციირებულია სამთავრობო მონაწილეების (როგორც წესი, ამ კონტექსტში, ფასიანი ქაღალდების მარეგულირებლები და საჯარო პროკურორები) ან კერძო ინსტიტუციების მიერ კვაზისამთავრობო უფლებებით, როგორებიცაა თვითრეგულირებადი ორგანოები და საფონდო ბირჟები. [113] ჩვენი ყველა ძირითადი იურისდიქცია მნიშვნელოვან რესურსებს უთმობს ფასიანი ქაღალდების კანონმდებლობის საჯარო აღსრულებას.

რესურსზე დაფუძნებული ორი ღონისძიება უზრუნველყოფს უხეშ მიმართებას აღსრულების ინტენსიურობაზე ბაზრის მარეგულირებელი უფლებამოსილი ორგანოების მიერ ჩვენს ძირითად იურისდიქციებში. თუ შევხედავთ საჯარო აღსრულების თანამშრომელთა რაოდენობას მოსახლეობასთან მიმართებით გაერთიანებულ სამეფოსა და აშშ-ში: ეს ორი იურისდიქცია უთმობს სამჯერ უფრო მეტ თანამშრომელს საჯარო ფასიანი ქაღალდების აღსრულების პროცესს (მოსახლეობის რაოდენობასთან მიმართებით) ვიდრე დარჩენილი ხუთი იურისდიქცია. [114] აღსრულების ბიუჯეტები მთლიან შიდა პროდუქტთან მიმარ-

[112] იხ. თავი 2.3.2.

[113] საჯარო აღსრულების უფრო დეტალური განმარტებისთვის, იხ. თავი 2.3.2.1. რა თქმა უნდა, შესაძლებელია თვითრეგულირებადი ორგანოებისა და საფონდო ბირჟების ერთნაირად კვალიფიკაცია როგორც კერძო აღმასრულებლების მათი ჰიბრიდული ბუნებიდან გამომდინარე.

[114] Howell E. Jackson and Mark J. Roe, Public and Private Enforcement of Securities Regulation: Resource-Based Evidence, 93 Journal of Financial Economics 207, Table 2 (2009), ასევე, უნდა აღინიშნოს, შედარებისთვის, რომ საფრანგეთს, იტალიას, გერმანიასა და იაპონიას ჰყავთ იდენტური რაოდენობის თანამშრომლები, ჩართული აღსრულების სფეროში; მონაცემები არის 2000-იანი წლების შუა რიცხვებიდან. ნაშრომში განხილული ძირითადი იურისდიქციებიდან ბრაზილიას ჰყავს უფრო ნაკლები თანამშრომელი აღსრულების სფეროში. აღსანიშნავია, რომ მტკიცებულებები აერთიანებს ემიტენტის ქცევასა და ბაზრის სავაჭრო აღსრულებას.

თებით იღებს იმავე შედეგს გაერთიანებული სამეფოსა და აშშ-ის ბიუჯეტით, რაც სამჯერ ან ოთხჯერ აღემატება ბრაზილიის, საფრანგეთის, გერმანიისა და იაპონიის ბიუჯეტებს. [115]

მიუხედავად საქმეებში არსებული მსგავსებებისა, ბალანსი ფორმალურ და არაფორმალურ საჯარო აღსრულების შედეგებს შორის აშშ-სა და გაერთიანებულ სამეფოში მნიშვნელოვნად განსხვავდება. ისტორიულად, აშშ-ის ადმინისტრაციული და სისხლის სამართლის ორგანოები უფრო მეტ ფორმალური აღსრულების აქტივობას ახორციელებენ, ვიდრე გაერთიანებული სამეფოს იგივე ორგანოები. გაერთიანებული სამეფოს ორგანოები ტრადიციულად უფრო მეტის მიღწევას ახერხებენ არაფორმალურად უკმაყოფილების გამოხატვით (by raising their eyebrow) ან ემიტენტებთან მოლაპრაკებაში შესვლით, მათ წინააღმდეგ საქმეების აღძვრის გარეშე.[116] კრიზისის დასაწყისში, მიუხედავად ამისა, გაერთიანებულ სამეფოში უფრო მეტი ქმედებები ხორციელდებოდა ფორმალური საჯარო აღსრულების თვალსაზრისით.[117]

ეს შედეგები არ მოიცავს საჯარო აღსრულების მრავალ საკითხს, მაგალითად, სისხლის სამართალწარმოებას და საფონდო ბირჟების მიერ აღსრულების განხორციელებას. მაგრამ აქაც, აშშ-ის საჯარო აღსრულების მანქანას აქვს უფრო მეტი სასჯელის დაკისრების შესაძლებლობა, მათ შორის საპატიმრო სასჯელების უმაღლესი თანამდებობის პირებზე ან დომინანტ აქციონერებზე განსაკუთრებით მნიშვნელოვანი საქმეების შემთხვევაში, როგორებიცაა: *ენრონის, ვორლდკომისა* და *ტაიკო ინთერნაიშანალის* (Tyco International) საქმეები და ცოტა ხნის წინ საინვესტიციო მენეჯერებისა და კორპორაციული დირექტორების საქმეები ინსაიდერულ ვაჭრობასთან დაკავშირებით.[118] ევროპული იურისდიქციები და ბრაზილია არიან უფრო მეტად ტოლერანტული, როდესაც საქმე ეხება ფასიანი ქაღალდების სფეროში თაღლითობისთვის დასჯას,[119] მაშინ, როდესაც იაპონიაში საჯარო აღსრულება, ძირითადად,

[115] Ibid. (note that the data is not adjusted for per capita market capitalization). გამონაკლისია იტალია, სადაც აღსრულების ბიუჯეტი არის მიახლოებული აშშ-ისა და გაერთიანებული სამეფოს დონეს, მაგრამ თანამშრომელთა რაოდენობა ჩამორჩება მათ.

[116] იხ. Jackson and Roe, note 114, 235; John Armour, Enforcement Strategies in UK Corporate Governance: A Roadmap and Empirical Assessment, in Rationality in Company Law: Essays in Honour of Dan D. Prentice 71, 87–92 (John Armour and Jennifer Payne eds., 2009).

[117] იხ. Eilís Ferran and Look Chan Ho, Principles of Corporate Finance Law 413 (2nd edn., 2014). იხ. also Brooke Masters, Don't Hold Your Breath Waiting for a Tesco Fraud Case, The Financial Times, 1–2 November 2014 (London), at 16 (reporting a handful of cases of public enforcement against issuers' fraudulent disclosures, their mixed judicial outcome and one important reason why they are harder to win than in the U.S., i.e. the difficulty of "cut(ting) co-operation deals with lower level conspirators").

[118] იხ. e.g. Tebsy Paul, Friends with Benefits: Analyzing the Implications of United States v. Newman for the Future of Insider Trading, 5 American University Business Law Review 109, 124 (2015).

[119] იხ. e.g. for France, Nicolas Rontchevsky, L'harmonisation des sanctions pénales, Bulletin Joly Bourse 139, 1 March 2012, n° 3.

დამოკიდებულია (და ეს დამოკიდებულების ხარისხი იზრდება) ადმინისტრაციულ ჯარიმებზე. უფრო მეტიც, როგორც ეს არის განხილული მე-6 თავში, აშშ-ის კერძო აღსრულების დიდი მასშტაბი შესაბამისობაშია საჯარო აღსრულების დიდ მასშტაბთან. [120] დინამიკური კერძო გასაჩივრება განაპირობებს, რომ საჯარო აღმასრულებლები იყვნენ უფრო აქტიურები, მაშინ, როდესაც კერძო აღსრულება დაფუძნებულია საჯარო აღმასრულებლების მიერ შეგროვებულ მტკიცებულებებზე. [121]

9.2.2 კერძო აღსრულება

ინვესტორების დაცვის ძირითადი კერძო აღსრულების მექანიზმი შედგება ინვესტორების ზიანზე დაფუძნებული სარჩელებისგან, რომლებიც, ძირითადად, შეტანილია ემიტენტი კომპანიების წინააღმდეგ. უნდა ითქვას, რომ უფრო ნაკლები სიხშირით მოპასუხეები არიან აუდიტორული კომპანიები და სხვა საჯარო სპიკერები, როგორებიცაა ფინანსური ანალიტიკოსები და მათი თანამშრომლები, რომელთა სარწმუნოობამ შეიძლება მნიშვნელოვანი ზეგავლენა მოახდინოს საბაზრო ფასებზე. სამართალი ყველა ძირითად იურისდიქციაში აკისრებს ვალდებულებას გაუფრთხილებლობით ჩადენილი ქმედების გამო, როცა ავალდებულებს ემისიის პროსპექტში სპეციალური ინფორმაციის ღიაობას.[122] მიუხედავად ამისა, აშშ-ისა და გაერთიანებული სამეფოს სამართალი იყენებს უფრო ტოლერანტულ სტანდარტს განზრახ გადაცდომის გამო პასუხისმგებლობის დაკისრებასთან დაკავშირებით (განზრახ ან დაუდევარი გადაცდომის გამო გაერთიანებულ სამეფოში), თუ სახეზეა მიმდინარე ან პერიოდული ღიაობის მოთხოვნის დარღვევა.[123]

მიუხედავად პასუხისმგებლობის დაკისრების უფრო ტოლერანტული სტანდარტისა, კერძო აღსრულებაზე დამოკიდებულება (მაგალითად, ფასიანი ქაღალდების საფუძველზე სასამართლო საქმისწარმოება) არის უფრო დიდი აშშ-ში:[124] ფასიანი ქაღალდების კლასობრივი სარჩელი, (securities class

[120] იხ. თავი 6.2.5.4.

[121] იხ. James D. Cox, Randall S. Thomas, and Lynn Bai, There Are Plaintiffs and … There Are Plaintiffs: An Empirical Analysis of Securities Class Action Settlements, 61 Vanderbilt Law Review 355 (2008) (finding that private suits with parallel SEC actions settle for significantly more than private suits without such proceedings).

[122] For the U.S., იხ. e.g. §§11 and 12(a)(2) Securities Act 1933; for the UK, §90 Financial Services and Market Act 2000; for France, Germany, and Italy, იხ. Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung 9, 125–7 (Klaus J. Hopt and Hans-Christoph Voigt eds., 2005). On Japan იხ. text accompanying notes 128–9.

[123] იხ. Hopt and Voigt, note 122, 9, 125–6 (contrasting this approach with that adopted in European jurisdictions, with Germany lying in between, in that it requires knowledge or gross negligence). For the UK, იხ. FSMA section 90A and Schedule 10A; იხ. also Final Report, Davies Review of Issuer Liability (2007, at hm-treasury.gov.uk) (outlining the rationale for the looser standard).

[124] 1997 და 2014 წლებს შორის, ყოველი წლის განმავლობაში, ფასიანი ქაღალდებით თაღლითობის დაახლოებით 200-ამდე შემთხვევა გამოვლინდა, რომელთა საფუძველზეც

action based on the "fraud on the market" theory) დაფუძნებული საბაზრო თაღლითობის თეორიაზე, არის სავალდებულო ღიაობის მოთხოვნის აღსრულების ერთ-ერთი ყველაზე უფრო მნიშვნელოვანი მექანიზმი, მიუხედავად წარსულში აშშ-ის კონგრესის მცდელობისა, შეეზღუდა ის.[125] საბაზრო თაღლითობის თეორია აორგანიზებს საქმისწარმოებას ფასიანი ქაღალდების საფუძველზე მოსარჩელეების მტკიცების ტვირთისგან გათავისუფლებით, რომ ისინი დაეყრდნენ ყალბ ან შეცდომაში შემყვან ინფორმაციას, თუმცა მათ მიიღეს გადაწყვეტილება ინვესტიციების განხორციელების შესახებ – სახეზეა პრეზუმფცია, რომ აქციის საბაზრო ფასი (market share price), რა ფასადაც მათ ივაჭრეს, ასახავდა ყველა შესაძლო მნიშვნელოვანი ინფორმაციას, მათ შორის ყალბ განცხადებებს და, შესაბამისად, იყო არასრულყოფილი. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, მოსარჩელეები ეყრდნობოდნენ ფასის ფორმირების პროცესის სიმყარეს (სავარაუდოდ, კარგად ფუნქციონირებადი) ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე.[126]

ფასიანი ქაღალდების საფუძველზე წარმოშობილი ერთობლივი სარჩელი, როგორც წესი, შეტანილია სპეციალიზებული მოსარჩელე იურიდიული ფირმის მიერ ფასიანი ქაღალდების მარეგულირებელი კომისიის მიერ გამოძიების დაწყებისას, ფინანსური ანგარიშგების საფუძველზე ან მხოლოდ ბაზრის მიერ მოსალოდნელი უარყოფითი სიახლეების ღიაობის დროს. როგორც „თავებზე მონადირეები" ველურ დასავლეთში, იურიდიული ფირმა, რომელიც მორიგებით დაასრულებს ფასიანი ქაღალდების ერთობლივ სარჩელს (რაც საკმაოდ ხშირად ხდება), მოიპოვებს ადვოკატის მნიშვნელოვან ანაზღაურებას.[127]

რაც არის განსაკუთრებული, – ისაა, რომ მორიგების შეთანხმებები არასდროს მოითხოვენ მენეჯერებისა და დირექტორებისგან, გადაიხადოს ზიანის ასანაზღაურებელი თანხა: ფული ყოველთვის მოდის ემიტენტების (ან უფრო მეტად მათი *D&O* მზღვეველებისგან) ბიუჯეტიდან.[128] სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, აქციონერები, როგორც ერთი მთლიანობა, იხდიან იმ დანაკლისისთვის, რომელიც მათ მიადგათ (ისინი ვაჭრობენ აქციებით იმ პერიოდში, როდესაც არასრულმა ან ყალბმა ინფორმაციამ ზეგავლენა მოახდინა ბაზრის ფასზე)

მოხდა კლასობრივი სარჩელების შეტანა. მათი რაოდენობა არის უფრო ნაკლები, ვიდრე გასულ წლებში: იხ. the data provided by Stanford Law School, Securities Class Action Clearing House, at www.securities. stanford.edu. 2014 was the year with the lowest total dollar value of approved settlements during the period, due to below-average filing rates and increasing dismissal rates.

[125] იხ. e.g. John C. Coffee, Jr., Entrepreneurial Litigation: Its Rise, Fall, and Future 64–85 (2015).

[126] იხ. Basic Inc. v. Levinson, 485 United States Reports 224 (1988), and, more recently, Halliburton Co. v. Erica P. John Fund Inc., 134 Supreme Court Reporter 2398 (2014).

[127] იხ. e.g. Michael Klausner, Personal Liability of Officers in U.S. Securities Class Actions, 9 Journal of Corporate Law Studies 349 (2009). იხ. also Chapter 6.2.5.4 (discussing shareholder lawsuits).

[128] იხ. e.g. John C. Coffee Jr., Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation, 106 Columbia Law Review 1534 (2006).

მენეჯერების არასწორი განცხადებების ან ინფორმაციის გამოტოვების გამო. არ არის გასაკვირი, რომ, როგორც ხარჯის, ასევე თაღლითობის შეკავების ეფექტურობის პირობა აქტიური განხილვის საგანია აშშ-ში.[129]

ერთი არგუმენტი ამ სისტემის მხარდასაჭერად ისაა, რომ გარკვეული დაზღვევის უზრუნველყოფა ინფორმაციის არასწორად წარდგენის რისკის წინააღმდეგ მათთან მიმართებით, ვინც ვაჭრობს, აძლიერებს საფონდო ბირჟის ლიკვიდურობას. უფრო მეტიც, რადგან მენეჯერები არ იხდიან ფასიანი ქაღალდების საფუძველზე დაწყებული ერთობლივი სარჩელისგან ზიანის ანაზღაურებას საკუთარი ჯიბეებიდან, მათ მაინც შეიძლება დანაკლისი განიცადონ ფასიანი ქაღალდების საქმისწარმოებიდან გამომდინარე: არა მხოლოდ მათი ანაზღაურებაა დაკავშირებული აქციების ფასთან (რაზეც უარყოფით ზეგავლენას ახდენს ანაზღაურებული ზიანი და სამართლებრივი ტარიფები), არამედ მათ ხშირად მოუწევთ ჩვენების მიცემა და სხვა მხრივაც იქნებიან მოწყვეტილი საკუთარი კორპორაციების ძირითად საქმიანობას. დამატებით, სახეზეა რეგულაციური პრობლემები: კომპანიის დირექტორები, რომლებიც არიან აქციონერთა სარჩელების სამიზნე, როგორც ჩანს, განიცდიან რბილ, თუმცა ხელშესახებ, უარყოფით გავლენას მათ სამომავლო კარიერულ პერსპექტივებზე.[130] *ex ante,* დასახელებული პრობლემები ხელს უნდა უწყობდეს მათ კომპანიაში ფასიანი ქაღალდების კანონმდებლობასთან მიმართებით შესაბამისობის დაცვაში. საბოლოო არგუმენტი სისტემის მხარდასაჭერად, რაც აიძულებს ემიტენტებს, გადაიხადონ ფასიანი ქაღალდებით თაღლითობისთვის, არის ის, რომ ასეთი მექანიზმის არარსებობის შემთხვევაში, მენეჯერები ჩაიდენდნენ თაღლითობას პრინციპალის ინტერესებიდან გამომდინარე, რადგან არსებული აქციონერები, როგორც კლასი, იგებენ ინფლაციის ფასების საფუძველზე.[131] არის თუ არა ეს დამაჯერებელი, დამოკიდებულია შეხედულებებზე, თუ როგორ არის მენეჯერების ინტერესები კორპორაციაში დაკავშირებული აქციონერების ინტერესებთან. დამატებით, ირიბი ვარაუდი დასახელებული არგუმენტისა არის ის, რომ არსებული აქციონერები არ აქცევენ ყურადღებას კომპანიის ღირებულებას და, საბოლოოდ, აქციების ფასზე უარყოფით ზეგავლენას, მიუხედავად იმისა, თუ რამდენად რეალურია კომპანიის თაღლითობის გამომჟღავნება. [132]

[129] იხ. e.g. William W. Bratton, and Michael L. Wachter, The Political Economy of Fraud on the Market, 160 University of Pennsylvania Law Review 69 (2011).

[130] იხ. e.g. Eliezer M. Fich and Anil Shivdasani, Financial Fraud, Director Reputation, and Shareholder Wealth, 86 Journal of Financial Economics 306 (2007); Maria Correia and Michael Klausner, Are Securities Class Actions "Supplemental" to SEC Enforcement? An Empirical Analysis, Working Paper, Stanford Law School (2014).

[131] For this line of argument, იხ. James C. Spindler, Vicarious Liability for Bad Corporate Governance: Are We Wrong About Rule 10b-5? 13 American Law and Economics Review 359 (2011).

[132] იხ. William T. Allen and Reinier Kraakman, Commentaries and Cases on the Law of Business Organization ch. 14 (5th edn., forthcoming). იხ. also text preceding note 147.

აშშ-ის გარეთ პროცედურული წესები და ნაკლებად ხელსაყრელი სამართალი, რომელიც არეგულირებს ადვოკატების ანაზღაურებას, ზიანის ასანაზღაურებელ კერძო სარჩელებს ხდის სავალდებულო ღიაობის განსამტკიცებელ იშვიათ მექანიზმად.[133] სიხშირე კერძო სარჩელებისა, რომლებიც უკავშირდება ღიაობის დარღვევას, არის ნაკლები, მაგრამ იზრდება ბრაზილიაში, საფრანგეთსა და გერმანიაში,[134] მყარად ნაკლებია იტალიაში,[135] და ძალიან იშვიათია გაერთიანებულ სამეფოში.[136] 2000-იანი წლებიდან მოყოლებული, იაპონია იქცა გამონაკლისად: მკაცრი პასუხისმგებლობის დანერგვამ ემიტენტებზე შექმნა სარჩელების შეტანის მცირე ბუმი,[137] რასაც 10 წლის წინ მოჰყვა ცვლილება კანონმდებლობაში იმ მიზნით, რომ შეეზღუდათ ფასიანი ქაღალდების საფუძველზე სასამართლო საქმისწარმოება. იაპონიამ უკან დაიხია იმ პრინციპამდე, როდესაც ემიტენტს ეკისრებოდა პასუხისმგებლობა გაუფრთხილებლობით ჩადენილი ქმედების გამო მეორეულ ბაზარზე.[138] ჯერ კიდევ ადრეა იმაზე საუბარი, შემცირდება თუ არა სარჩელების რაოდენობა ემიტენტების წინააღმდეგ.

აშშ არის უფრო ნაკლებად იზოლირებული, როდესაც საქმე ეხება კერძო აღსრულების კავშირს კორპორაციის ინტერესების გამტარებლებთან (საინვესტიციო ბანკირები, იურისტები, ბუღალტრები), რომლებმაც გაუფრთხილებლობით ჩაიდინეს სამართალდარღვევა. როგორც ეს არის აღნიშნული მეხუთე თავში,[139] აუდიტორის პასუხისმგებლობის ზრდა, განსაკუთრებით აშშ-ში, გამოწვეულია როგორც სასამართლოების, ასევე კანონმდებლების მიერ იმისათვის, რომ მიმართულება მიეცეს დასახელებულ საქმისწარმოებას.[140] ზოგადად რომ ითქვას, აღსრულება „ჭიშკრის მცველების“ წინააღმდეგ შეზღუდუ-

[133] For a recent overview of collective action mechanisms in Europe, იხ. Martin Gelter, Risk- shifting Through Issuer Liability and Corporate Monitoring, 13 European Business Organization Law Review 497, 529–32 (2013). იხ. also Érica Gorga, The Impact of the Financial Crisis on Nonfinancial Firms: The Case of Brazilian Corporations and the "Double Circularity" Problem in Transnational Securities Litigation, 16 Theoretical Inquiries in Law 131 (2015).

[134] იხ. Thierry Bonneau and France Drummond, Droit des Marchés Financiers No. 528 (3rd. ed. 2010); Hopt and Voigt, note 122, 99–103 and 140.

[135] იხ. Andrea Perrone and Stefano Valente, Against All Odds: Investor Protection in Italy and the Role of Courts, 13 European Business Organization Law Review 31 (2012).

[136] იხ. Armour, note 116.

[137] Gen Goto, Growing Securities Litigation against Issuers in Japan–Its Background and Reality, Working Paper (2016), available at ssrn.com.

[138] გულგრილობის არარსებობის მტკიცების ტვირთი აკისრია მოპასუხეს (Art.21-2(2) FIEA). მიუხედავად ამისა, იაპონიას შენარჩუნებული აქვს მკაცრი პასუხისმგებლობა ძირითადი ბაზრის ღიაობებზე (Art. 18 FIEA).

[139] იხ. თავი 5.2.1.4.

[140] იხ. Central Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, N.A., 511 United States Reports 164 (1994) (no aiding and abetting liability under Rule 10b-5); European Commission, Recommendation of 5 June 2008 concerning the limitation of the civil liability of statutory auditors and audit firms, 2008 O.J. (L 162) 39.

ლია ისეთ სიტუაციებამდე, სანამ საჯარო ინვესტორები ლოგიკურად მოელიან, დაეყრდნონ კორპორაციის ინტერესების გამტარებლების მიერ მიწოდებულ ინფორმაციას. [141]

კანონი, ასევე, იქცევა როგორც საბაზრო დისციპლინის მხარდამჭერი (თავის მხრივ, ზოგადად უნდა ითქვას, რომ არის კერძო აღსრულების ფორმა): [142] სავალდებულო ღიაობა ხელს უწყობს საჯარო კორპორაციების რეპუტაციულ სანქცირებას, რაც მომდინარეობს საუკეთესო პრაქტიკიდან და სხვა არასავალდებულო ხარისხის მაკონტროლებელი რეკომენდაციებიდან. ეს არის ევროპული იურისდიქციების საუკეთესო პრაქტიკის კოდექსების მაგალითი, რომელიც მხარდაჭერილია სავალდებულო წესით – „შესაბამისობაში მოიყვანე ან ახსენი“ (comply or explain).[143] როგორც განხილულია მესამე თავში, დასახელებული კოდექსები არეგულირებენ ევროპული საჯარო კორპორაციების მმართველობის პრაქტიკის ძირითად ნაწილს, მათ შორის ბორდის შემადგენლობას და კომიტეტების სტრუქტურას.[144] როგორც მინიმუმ, თეორიაში – „შესაბამისობაში მოიყვანე ან ახსენი“ – მოთხოვნა ხელს უწყობს კომპანიებს, დანერგონ სარეკომენდაციო პრაქტიკები, თუ მათ არ აქვთ ასეთი პრაქტიკის გაუთვალისწინებლობის კარგი მიზეზები. იმ შემთხვევაში, თუ სახეზეა დაუსაბუთებელი შეუსაბამობა, ისინი დგანან ჯარიმის დაკისრების რისკის წინაშე აქციის დაბალი ღირებულების სახით.[145] მიუხედავად იმისა, რომ აშშ-ის ზოგიერთი ღიაობის მოთხოვნა დასახელებულს წააგავს,[146] აშშ, ბრაზილია და იაპონია, როგორც წესი, ნაკლებად ეყრდნობიან ამ მექანიზმს.

ბოლოს, ბაზრის რეაქციამ შეიძლება გაზარდოს ფასიანი ქაღალდების სამართლის აღსრულების ეფექტი (გარკვეული თვალსაზრისით, რაც ასევე არის არაპირდაპირი კერძო აღსრულება): ფაქტობრივად, როგორც აშშ-ისთვის, ასევე გაერთიანებული სამეფოსთვის, არის მტკიცებულება მნიშვნელოვანი რეპუტაციული სახდელისა, რასაც ბაზარი უწესებს კომპანიებს, რომლებიც საჯარო აღსრულების მოქმედებების მიზნად იქცნენ.[147]

[141] იხ., for the U.S., Stoneridge Investment Partners LLC v. Scientific Atlanta Inc. and Motorola Inc., 128 Supreme Court Reporter 761 (2008); for the UK, Caparo v Dickman, (1990) 2 AC 605.

[142] იხ. Armour, note 116.

[143] იხ., for the UK, Listing Rules 9.8.6; for Germany, §161 AktG; for France, Arts. 225–37, al. 7 and L. 225-68, al. 8 Code de commerce; for Italy, Art. 123-II Consolidated Act on Financial Intermediation.

[144] იხ. თავი 3.3.2.

[145] იხ. also Armour, note 116, 102–9.

[146] იხ. თავი 3.3.1. For the U.S., იხ. e.g. §972 Dodd Frank Act (requiring companies to explain whether and why the same person serves as the CEO and the Chair of the board positions or different individuals do).

[147] Jonathan M. Karpoff, D. Scott Lee, and Gerald S. Martin, The Cost to Firms of Cooking the Books, 43 Journal of Financial and Quantitative Analysis 581 (2008); John Armour, Colin Mayer, and Andrea Polo, Regulatory Sanctions and Reputational Damage in Financial Markets, Journal of Financial and Quantitative Analysis (2017).

9.2.3 კორპორაციის ინტერესების გამტარებლების კონტროლი

კორპორაციის ინტერესების გამტარებლების კონტროლი ტრადიციულად იყო მნიშვნელოვანი მექანიზმი ფასიანი ქაღალდების სამართალსა და საანგარიშსწორებო სტანდარტებთან შესაბამისობის უზრუნველსაყოფად. მიუხედავად იმისა, არის თუ არა ეს მოხალისეობრივი ან სავალდებულო სამართლებრივ მოთხოვნებთან შესაბამისობაში, ემიტენტები იძენენ რეპუტაციას, როგორც საშუამავლო სერვისების განმახორციელებლები, რათა ღიაობა უფრო სარწმუნოდ იქცეს.

ეს არის აუდიტორულ სერვისებთან დაკავშირებული შემთხვევა, სადაც სპეციალიზებული პროფესიონალების გარე ჯგუფი, როგორც წესი, კარგად დამკვიდრებული კომპანიიდან აწვდის საკუთარ გადაწყვეტილებას, შეესაბამება თუ არა ღიაობები გამოსაყენებელ აპლიკაციებსა და სტანდარტებს. ეს არის, ასევე, საინვესტიციო ბანკების შემთხვევა, როდესაც ისინი მოქმედებენ როგორც ანდერრაიტერები (საბროკერო კომპანია, რომელთანაც ემიტენტს დადებული აქვს ფასიანი ქაღალდების შეთავაზების ხელშეკრულება) ფასიანი ქაღალდების პირველადი განთავსების ტრანსაქციის დროს: ისინი ანალოგიურად იღებენ სათანადო წინდახედულების ვალდებულებას, რათა დარწმუნდნენ კომპანიის ემისიის პროსპექტის სამართლებრივ მოთხოვნებთან შესაბამისობაში. იმავდროულად, ეს არის საქმე ემიტენტების იურიდიული კომპანიებისთვის: მათი რჩევა და დახმარება ფასიანი ქაღალდების სამართალში აძლიერებს ინვესტიციის განმახორციელებელი საზოგადოების შეხედულებებს ემიტენტის შესაბამისობაზე გამოსაყენებელ კანონებთან. ბოლოს, ზოგიერთ ბაზარზე საინვესტიციო ბანკი მოქმედებს როგორც სპონსორი მოცემული კომპანიისთვის და, შესაბამისად, არის საფონდო ბირჟასთან მიმართებით ვალდებულების ქვეშ, რათა უზრუნველყოს კომპანიის შესაბამისობა სალისტინგო ვალდებულებებთან. [148]

ფინანსური ინფორმაციის სკრინინგის პროცესში და, ზოგადად, ემიტენტების მოქმედებებიდან გამომდინარე, აუდიტორები, საინვესტიციო ბანკირები, ფასიანი ქაღალდების სამართლის კომპანიები და სპონსორები აძლიერებენ ემიტენტების ნდობაუნარიანობას რეპუტაციული კაპიტალისათვის არაპირდაპირი რისკის შექმნის გზით, რაც მათ დაგროვებული აქვთ მრავალი წლის განმავლობაში მრავალი კლიენტის წინაშე.[149] მიუხედავად ამისა, რეპუტაციული კაპიტალი არ არის შეუცვლადი ან სტატიკური, განსაკუთრებით მაშინ, როდესაც კომპანია, ინდივიდისგან განსხვავებით, არის დასახელებული კაპიტალით

[148] იხ. e.g. UK Listing Rules, §8.

[149] იხ. Reinier Kraakman, Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy, 2 Journal of Law, Economics, and Organization 53 (1986); John C. Coffee, Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance (2006).

მდიდარი.[150] მიუხედავად იმისა, რომ თეორიულად არც ერთი „ჭიშკრის მცველი“ არ უნდა იყოს დაინტერესებული რეპუტაციული კაპიტალის გაფლანგვით, რათა მის რომელიმე ინდივიდუალურ კლიენტს მიანიჭოს უპირატესობა, წარმომადგენლობითი ხარჯები შეიძლება იყოს მაღალი ასეთი ორგანიზაციის შიგნით (მაგალითად, აუდიტორული კომპანიის პარტნიორი, რომელიც იღებს კრედიტს ან კომპენსაციას ემიტენტის კლიენტისა და მთელი ფირმისთვის განხორციელებული სამუშაოს გამო), რასაც მოსდევს უფრო მეტი შეცდომა, „ჭიშკრის მცველის“, როგორც ცენტრალური ეკონომიკური აგენტის, მხრიდან ორგანიზაციის დაცვის დროს, ვიდრე ამის წინასწარმეტყველება შეუძლია თეორიას.[151] ჩავარდნები დაფიქსირებასა და რეაგირებაში, ღიად უკანონო და მთლიანად თაღლითური ქცევები პერიოდულად იპყრობენ საზოგადოების ყურადღებას, როგორც ეს იყო *არტურ ანდრსენის* შემთხვევა *ენრონის* დროს ან *გრანტ ტორნტონის* აფილირებული კომპანიის მაგალითი *პარმალატთან* დაკავშირებით იტალიაში.

შეუძლებელია იმისი თქმა, რომ, მიუხედავად ასეთი ჩავარდნებისა, „ჭიშკრის მცველები“ ითამაშებენ, ზოგადად, პოზიტიურ როლს თაღლითობის რისკისა და ფასიანი ქაღალდების სამართლის დარღვევების შემცირებაში. ფაქტობრივად, არ არის საშუალება, ვიცოდეთ, თუ რამდენად ხშირად ან რა მასშტაბით ახდენენ „ჭიშკრის მცველები“ უკანონო ქცევის წარმატებულ პრევენციას. მიუხედავად ამისა, ის ფაქტი, რომ ბაზარი დაეყრდნო კანონის წინაშე „ჭიშკრის მცველების“ კონტროლს, აიძულა ემიტენტები, დაექირავებინათ ისინი,[152] მიუთითებს იმაზე, რომ მათი მომსახურება არის დაფასებული ბაზრის მონაწილეების მიერ.

როგორც ეს აღნიშნულია, ფასიანი ქაღალდების კანონმდებლობამ „ჭიშკრის მცველების“ დაქირავების მოთხოვნის დაწესებით ასიმილირება გაუკეთა საბაზრო ფასს ემიტენტებისთვის. ამასობაში, განსაკუთრებით „ჭიშკრის მცველების“ ცნობილი ჩავარდნების დასაწყისში, კანონი ყველა ჩვენს იურისდიქციაში არეგულირებდა „ჭიშკრის მცველებს“, რათა უზრუნველეყო მათი მომსახურების ხარისხი, და არაპირდაპირ საბაზრო ინფორმაციის ხარისხი. საღად მოაზროვნე პირებს შეუძლიათ, განასხვაონ, გააუმჯობესა თუ არა „ჭიშკრის მცველების“ კონტროლის ეფექტიანობა, ან ამის საპირისპიროდ, გააუარესა თუ არა მათი მომსახურების სავალდებულო გამოყენების, ბაზარზე შესასვლელად ბარიერების დაწესებისა და ხარისხის სტანდარტების უნიფიცირების გზით და უნდა განხორციელდეს თუ არა შესაბამისი რეფორ-

[150] იხ. Reinier H. Kraakman, Corporate Legal Strategies and the Costs of Legal Controls, 93 Yale Law Journal 892–3 (1984).

[151] For an illustration, იხ. Jonathan R. Macey, Efficient Capital Markets, Corporate Disclosure, and Enron, 89 Cornell Law Review 394, 408–10 (2003).

[152] იხ. e.g. Paul G. Mahoney, Wasting a Crisis: Why Securities Regulation Fails 80 (2015).

მები კომპანიის ინტერესების გამტარებლების კონტროლის ხარისხის გასაუმჯობესებლად. [153]

9.3 დაახლოება და სიმტკიცე ფასიანი ქაღალდების სამართალში

ემიტენტები ყველა ძირითად იურისდიქციაში ექვემდებარებიან სავალდებულო ღიაობას და ფასიანი ქაღალდების სამართლის სხვა მოთხოვნებს, რომლებიც მოკლედ მიმოვიხილეთ ამ თავში. ასეთი წესების შეფარდება უფრო მალე ხდება და იმ ხანგრძლივობით, როგორც ღია ტიპის კორპორაცია შესთავაზებს ფასიან ქაღალდებს საზოგადოებას, ვაჭრობს განსაზღვრულ საჯარო ბაზარზე ან გადალახავს განსაზღვრულ კრიტერიუმებს (მაგალითად, ინვესტორების მინიმალურ რაოდენობას). რა თქმა უნდა, მნიშვნელოვანი სხვაობები რჩება სავალდებულო ღიაობის მასშტაბით. მიუხედავად ამისა, როგორც ეს არის ზემოთ აღნიშნული, განსხვავება, ერთი მხრივ, აშშ-სა, სადაც თანამედროვე ფასიანი ქაღალდების რეგულაციები აღმოცენდა, და გაერთიანებულ სამეფოს, რომელსაც ხანგრძლივი ტრადიცია აქვს ინვესტორებისთვის მიმზიდველი გარემოსი, და, მეორე მხრივ, სამოქალაქო სამართლის იურისდიქციებს შორის, შემცირდა. ძირითადი სხვაობა არის აღსრულება.

განსაკუთრებული თვისება ამერიკული აღსრულებისა არის ის, რომ კერძო სარჩელები ზიანის ანაზღაურებასთან დაკავშირებით ანალოგიური მნიშვნელობისაა, როგორც საჯარო ორგანოების მიერ შეტანილი სამოქალაქო და სისხლის სამართლის სარჩელები. სხვა იურისდიქციებს აკლიათ ეფექტური ერთობლივი სარჩელის მექანიზმი, რათა შეაშინონ ემიტენტები მნიშვნელოვანი ფინანსური ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნით ფაქტების არასწორი წარდგენის ან გამოტოვების გამო საჯარო დოკუმენტებში. იქამდე, სანამ კერძო აღსრულება ითვლება პრობლემად, სხვა იურისდიქციები, ძირითადად, დამოკიდებული არიან სალისტინგო მოთხოვნებსა და საუკეთესო პრაქტიკაზე, რაც მხარდაჭერილია რეპუტაციული სანქციებით, და რაც ირიბად გამოხატულია აქციებზე უარყოფითი რეაქციით.

ფასიანი ქაღალდების სამართლის საჯარო აღსრულება წარმოდგენილია განსხვავებული ფორმით. აშშ და გაერთიანებული სამეფო დებენ უფრო მეტ ინვესტიციას ინვესტიციების დაცვის საჯარო აღსრულებაში, ვიდრე სხვა ძირითადი იურისდიქციები. მაგრამ აშშ-ის უფლებამოსილი ორგანოები აქცენტს აკეთებენ ფორმალურ აღსრულებაზე, მაშინ როდესაც გაერთიანებული სამეფოს შესაბამისი ორგანოები, ტრადიციულად, უფრო მეტად არაფორმალურად მუშაობდნენ, რაც შესაძლებელია ასახავდეს იმ ფაქტს, რომ დიდი დროის გან-

[153] Compare Macey, The Death of Corporate Reputation 253–75 (2013), with Coffee, Gatekeepers, note 149, at 333–356.

მავლობაში პირდაპირი ინვესტიციები აქციებში აშშ-ში გადამყიდველი ინვესტორების (retail investors) მხრიდან იყო უფრო მეტი, ვიდრე გაერთიანებულ სამეფოში.[154] ბრაზილიას, საფრანგეთს, გერმანიას, იტალიასა და იაპონიას აქვთ, ზოგადი თვალსაზრისით, ანალოგიური საჯარო აღსრულების შესაძლებლობა და არ აქვთ ფასიანი ქაღალდების თაღლითობით სისხლის სამართლის სადამსჯელო ისტორია.

არ არის გასაკვირი, ითქვას, რომ ფასიანი ქაღალდების აღსრულების ინტენსივობა შეესაბამება ნაციონალური კაპიტალის ბაზრების ზომას და გათვითცნობიერების ხარისხს.[155] სადაც კაპიტალის ბაზრები არის დიდი და კარგად განვითარებული, როგორიც აშშ-სა და გაერთიანებულ სამეფოში, ფასიანი ქაღალდების სამართალი მოქმედებისას ჩანს როგორც უფრო ეფექტური, ვიდრე სხვა იურისდიქციებში, მაგალითად, ბრაზილიაში, საფრანგეთში, გერმანიასა და იტალიაში, სადაც წილობრივი ფასიანი ქაღალდების ბაზრები არის უფრო პატარა. ეს დაკავშირება, მიუხედავად იმისა, რომ არ არის საუკეთესო, არის ძლიერი.

ყველაზე უფრო პირდაპირი ახსნით, მეტად განვითარებული კაპიტალის ბაზრების მქონე იურისდიქციები კარგი ფუნქციონირებით უზრუნველყოფენ უფრო დიდ ეკონომიკურ და პოლიტიკურ ბენეფიტს. შესაბამისად, ასეთ იურისდიქციებში იქნება უფრო მაღალი მოთხოვნა ფასიანი ქაღალდების სამართლის მიმართ ისეთი ორგანიზებული ჯგუფების მიერ, როგორებიც არიან: ინსტიტუციური ინვესტორები, საინვესტიციო ბანკები, საფონდო ბირჟები, „ჭიშკრის მცველები“ და ფასიანი ქაღალდების სამართლის იურისტები.[156] დასახელებული მოსაზრების შესაბამისად, წილობრივი საკუთრების ზრდამ (ადგილობრივი და უცხოელი) ინსტიტუციური ინვესტორების მიერ და კაპიტალის ბაზრების გათვითცნობიერების ზრდამ ხელი შეუწყო შინაარსობრივი ღიაობის მოთხოვნებს ბრაზილიაში, ევროპასა და იაპონიაში, აშშ-ისა და გაერთიანებული სამეფოს მსგავსად.

ასევე, გასათვალისწინებელია, რომ პოლიტიკოსები იქნებიან განსაკუთრებით მიმღებნი უფრო აგრესიული ფასიანი ქაღალდების კანონმდებლობის მიმართ ფინანსური კრიზისის ან მნიშვნელოვანი კორპორაციული სკანდალების გათვალისწინებით, რაც ზუსტად არის ის შემთხვევა, როდესაც ახალი და უფრო მკაცრი ფასიანი ქაღალდების კანონმდებლობას უფრო ხშირად იყენებენ.[157] სადაც კაპიტალის ბაზარია კარგად განვითარებული და, შესაბამისად,

[154] იხ. e.g. John C. Coffee, Jr. and Hillary A. Sale, Redesigning the SEC: Does the Treasury Have a Better Idea? 95 Virginia Law Review 707, 727–9 (2009).

[155] იხ. also Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Schleifer, The Economic Consequences of Legal Origins, 46 Journal of Economic Literature 285 (2008).

[156] იხ. generally Franklin Allen and Douglas Gale, Comparing Financial Systems (2000).

[157] იხ. e.g. Roberta Romano, The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance, 114 Yale Law Journal 1521 (2005).

უფრო მყარი პოლიტიკური განხილვის მიმართ, საჯარო რეაქცია კრიზისზე და კანონმდებლობის გამკაცრების თანმდევი მოთხოვნა უფრო ძლიერი იქნება. ეფექტური მედიაციის ჯგუფების – როგორებიცაა მოსარჩელეების ასოციაცია აშშ-ში – მიერ წარმოდგენილი იქნება მეწარმეებისა და პოლიტიკოსების რეაქცია, რომელიც, შესაბამისად, ასევე მძაფრი იქნება. აქედან გამომდინარე, მსგავსად სხვა საკითხებისა, შეიძლება არსებობდეს მოლოდინი კრიზისის შემდგომ პერიოდში ფასიანი ქაღალდების კანონმდებლობის გაზრდისა იმ ქვეყნებში, სადაც კარგად არის განვითარებული კაპიტალის ბაზარი, ვიდრე იმ ქვეყნებში, სადაც ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ნაკლებად მნიშვნელოვანია ეკონომიკისთვის.

საბოლოოდ სხვაობა ფასიანი ქაღალდების სამართლის რეჟიმებს შორის ასევე განპირობებულია სხვაობით საკუთრების უფლების სტრუქტურებსა და დაინტერესებულ ჯგუფებს შორის არსებული დინამიკით. კონცენტრირებული საკუთრების უფლებების მქონე სისტემებს ეყოლებათ ძლიერი კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერები ნაკლები ინტერესით უკეთეს ფასიანი ქაღალდების კანონმდებლობაში: ღია ტიპის კორპორაციები, რომლებსაც ისინი აკონტროლებენ, როგორც წესი, აღარ განახორციელებენ დამატებითი წილობრივი აქციების გამოშვებას და კონტროლის განმახორციელებელ აქციონერებს არ ემუქრებათ მტრული დაუფლების შედეგად გათავისუფლება. აქედან გამომდინარე, ისინი არიან საკმაოდ ინდიფერენტული ფასთან დაკავშირებულ ინფორმაციულობასთან დაკავშირებით, საფონდო ბირჟაზე აქციის ფასის ცვალებადობასა და, ზოგადად, მოწყვლადობასთან დაკავშირებით, რამაც იმ წესებთან ერთად, რომლებიც ხელს უწყობენ კომპანიის ღირებულების გამომჟღავნებას მათი ზედამხედველობის შედეგად (და კერძო ბენეფიტების, რომლებიც შეიძლება მათ მიიღონ ამ ღირებულების საფუძველზე), შეიძლება უარყოფითად იმოქმედოს მათ რეპუტაციაზე. აქედან გამომდინარე, იმიტომ, რომ ისინი, ზოგადად, დგანან უფრო მეტის დაკარგვის, ვიდრე მიღების, წინაშე, იმ წესებისგან, რომლებიც უკეთესად ასახავს კომპანიის ღირებულებას, ისინი ლობირებას გაწევენ ფასიანი ქაღალდების კანონმდებლობის საწინააღმდეგოდ. ძლიერ დასაქმებას, რომელიც ხშირად შესაბამისობაშია ძლიერ საკუთრების უფლებასთან, ასევე, აქვს მიზეზი, წინააღმდეგობა გაუწიოს ძლიერ ფასიანი ქაღალდების კანონმდებლობას:[158] თუ ასეთი კანონები წარმატებულია კაპიტალის ბაზრის ეკონომიკისთვის ზომისა და მნიშვნელობის გაზრდაში,[159] ასევე, გადამყიდველი ინვესტორების წილობრივ ბაზარზე პირდაპირ ან არაპირდაპირ მონაწილეობის გაზრდაში, წილობრივი მონაწილეობის კულტურა უფრო მოსალოდნელია, გავრცელდეს პოლიტიკური სისტემის

[158] იხ. generally Mark J. Roe, Political Determinants of Corporate Governance (2003).

[159] იხ. Andrei Shleifer and Daniel Wolfenzon, Investor Protection and Equity Markets, 66 Journal of Financial Economics 3 (2002).

შიგნით და შეამციროს შრომითი უფლებების მომხრეთა ჰეგემონია, რომელიც შეიძლება სხვა მხრივ შემცირდეს.[160]

უმცირესობაში მყოფ აქციონერთა საკუთრების რეჟიმის დროს, ერთი მხრივ, მენეჯერები შეიძლება ნაკლებად მოვიდნენ წინააღმდეგობაში ღიაობის ფართო მანდატთან, როგორც მინიმუმ, იმ თვალსაზრისით, რომ აღსრულების სისტემა ისეა აგებული, რომ დაიცვას ისინი ყველა სერიოზული რისკისგან. უპირველეს ყოვლისა, უნდა განვიხილოთ, რომ ღიაობის ფართო მასშტაბის მქონე კარგად ფუნქციონირებადი სისტემა ამცირებს რისკს, რომ ბაზარი განსაზღვრავს უარყოფით ვარაუდებს სიჩუმის საფუძველზე: რადგან ანალიტიკოსებმა შეიძლება ნახონ, რომ კონკურენტის სიჩუმე იქნება ინფორმაციული სხვა კომპანიის მოლოდინებთან დაკავშირებით (არ აქვს მნიშვნელობა, ეს უკანასკნელი ნებაყოფლობით ამჟღავნებს თუ არა პოზიტიურ ინფორმაციას), ყველა საკითხთან დაკავშირებით დეტალური ღიაობის დაკისრება შეამცირებს რისკს, რასაც განიცდიან ინდივიდუალური აქციები სხვა კომპანიების ნებაყოფლობითი ღიაობის არჩევანიდან გამომდინარე. უფრო ზოგადად, უნდა ითქვას, რომ მენეჯერები უნდა იყვნენ უფრო ოპტიმისტური საკუთარი კომპანიების პერსპექტივის შესახებ. აქედან გამომდინარე, მათ არ უნდა გაუწიონ წინააღმდეგობა სისტემას, რომელიც უფლებას იძლევა, ფასებმა უფრო ზუსტად შეძლონ ხელმისაწვდომი (და, სავარაუდოდ, პოზიტიური) ინფორმაციის ასახვა, თუმცა ასეთი სისტემა ასევე შესაძლებელს ხდის მის ცვლილებას, თუ ინფორმაციის ნაკადი აღმოჩნდება უარყოფითი. ანალოგიურად, უფრო ინფორმაციულმა და ეფექტიანმა ბაზრებმა უმჯობესია, ხარისხთან დაკავშირებული გაფრთხილება მისცენ მენეჯერებს (კიდევ ერთხელ, ოპტიმისტური) და, შესაბამისად, (სავარაუდოდ) გააძლიეროს ბაზარზე არსებული მენეჯერების მენეჯერული ტალანტის (managerial talent) შესახებ პოზიცია.

კიდევ ერთხელ, საკუთრების სტრუქტურა და პოლიტიკური ეკონომიკის დინამიკა უზრუნველყოფს მყარი სხვაობის ახსნას ფასიანი ქაღალდების სამართალში და ტრენდების დიდ მსგავსებასთან დაკავშირებით. სამართალს შიგნით მსგავსებას ბოლო ორი ათწლეულის განმავლობაში არ მოჰყვა მნიშვნელოვანი მსგავსება აღსრულების ინტენსიურობაში. ჩამორჩენა სამართლის შექმნასა და ეფექტურ აღსრულებას შორის მოსალოდნელია იმ ტერიტორიაზე, რომელიც მოითხოვს სერიოზული ადამიანური კაპიტალის ინვესტირებას როგორც კერძო, ასევე საჯარო მონაწილეების მიერ. დამატებით, თვისებები, რომლებიც თითქმის მთლიანად არის დაუკავშირებელი კორპორაციული და ფასიანი ქაღალდების სამართალთან, როგორიცაა დაინტერესებულ პირებს შორის დინამიკა ბაზრის შიგნით სამართლებრივი სერვისებისთვის, და, უფრო ზოგადად, სამართლებრივი და ეკონომიკური ელიტების შეხედულებებთან,

[160] იხ. e.g. Marco Pagano and Paolo Volpin, The Political Economy of Finance, 17 Oxford Review of Economic Policy 502, 504–10 (2001).

თუ რა არის უფრო მიზანშეწონილი აღსრულების მიზნებისათვის, შეიძლება მოჰყვეს ისეთი განვითარება,[161] რომელმაც დაახლოება აღსრულებაში აქციოს უფრო ნაკლებად მოსალოდნელად, ვიდრე დაახლოება სამართლის წიგნებში.

[161] იხ. generally Curtis J. Milhaupt and Katharina Pistor, Law and Capitalism ch. 10 (2008).

10

საკორპორაციო სამართლის ანატომიის მიღმა

ჯონ არმორი, ლუკა ენრიკესი, მარიანა პარგენდლერი,
ვოლფ-გეორგ რინგე

მოკლე წიგნი მოკლე დასკვნას იმსახურებს. წინა თავებში მიმოხილულია ჩვენი ძირითადი იურისდიქციების კორპორაციული სამართლის კანონმდებლობა ზოგადი მმართველობიდან ფასიანი ქაღალდების ბაზრამდე. კანონები წარმოდგენილია რამდენიმე სამართლებრივი სტრატეგიის მეშვეობით, რომელთაც ყველა იურისდიქცია იყენებს. ეს სტრატეგიები გამოიყენება წარმომადგენლობითი პრობლემების გადასაწყვეტად, რომლებიც თავმოყრილია კორპორაციაში: კონფლიქტი მენეჯერებსა და აქციონერებს შორის, უმცირესობასა და კონტროლის განმახორციელებელ აქციონერებს შორის, სტეიკჰოლდერებსა (რომლებიც არ არიან აქციონერები) და აქციონერებს, როგორც კლასს, შორის.

აქ არ შევაჯამებთ თავების შინაარსს. უფრო მეტიც, ყურადღებას გავამახვილებთ იმ ზღვრებზე, რომელთა ახსნაც უნდა წიგნს. პირველად ავსახავთ მეთოდოლოგიურ კომპრომისს: რისი ახსნა შეუძლია ჩვენს ანალიტიკურ მიდგომას და რისი – არა. შემდეგ განვიხილავთ წიგნის დაფარვის ფარგლებს იურისდიქციების თვალსაზრისით, ორგანიზაციული ფორმებისა და განხილული დროის მიხედვით. ასეთი თვალსაზრისით ჩვენ ასევე ვიხედებით საკორპორაციო სამართლის ანატომიის მიღმა.

10.1 ანალიზის მიღმა

ჩვენი ანალიტიკური საწყისი წერტილი ის იყო, რომ საკორპორაციო სამართალი შეიძლება უფრო მეტად გაგებულ იქნეს თავისი ფუნქციების მიხედვით. სამოტივაციო იმიჯი კი ისაა, რომ ეს ფუნქციები იდენტურია მთელ მსოფლიოში. ბიზნესორგანიზაცია ყველგან იდენტურ ეკონომიკურ მოთხოვნებს ეფუძნება, რის საპასუხოდაც კორპორაციული კანონები ყველგან იზიარებენ იდენტურ ძირითად ელემენტებს. დიდმა ბიზნესორგანიზაციებმა ყველგან უნდა გადალახონ წარმომადგენლობითი და საკოორდინაციო ხარჯები და, როგორც ჩვენ ვაჩვენებთ, საკორპორაციო სამართლის მნიშვნელოვანი ნაწილი შეიძლება გაგებულ იქნეს როგორც პასუხი საერთო ეკონომიკურ პრობლემებზე. ასეთი მიდგომის მნიშვნელოვანი ძალა ისაა, რომ იგი ხაზს უსვამს

მსგავსებას კორპორაციულ კანონებს შორის, რაც წინააღმდეგობაში მოდის შედარებით სამართალში ყველა ძირითად შრომასთან, რომლებიც აქცენტს აკეთებენ სხვაობებზე.

მიუხედავად ამისა, რადგან ჩვენ ვცდებით ძირითად ელემენტებს, რომლებზეც ხაზი გვაქვს გასმული პირველ თავში, რა თქმა უნდა, სახეზეა სხვაობები საკორპორაციო სამართლის სხვადასხვა სისტემას შორის. ჩვენ, ძირითადად, ვხსნით ამ სხვაობებს, როგორც ფუნქციურ პასუხს, ბიზნესორგანიზაციის შიგნით არსებული წარმომადგენლობისა და კოორდინაციის პრობლემების კონფიგურაციის მრავალფეროვანი პრობლემებიდან გამომდინარე, რომლებიც, თავის მხრივ, განპირობებულია სხვაობით კორპორაციული გარემოს, მათ შორის საკუთრების სტრუქტურის, ასპექტებში.[1]

წიგნის ანგარიში ხაზს უსვამს რამდენიმე შედარებით მარტივი თეორიული კომპონენტის მნიშვნელობას საკორპორაციო სამართლის შინაარსის ასახსნელად. რა თქმა უნდა, მის ანალიტიკურ შესაძლებლობებს აქვს სხვაობები. არა ყველა სხვაობა ნაციონალურ საკორპორაციო სამართალში არის ახსნადი ფუნქციებს შორის სხვაობაზე მითითებით. ჰარმონიული ტრადიცია შედარებით აკადემიურ სწავლებებში ასახავს პოლიტიკურ სხვაობას, როგორც წყაროს, კანონების სხვაობებს შორის. ამან შეიძლება გამოიწვიოს განსხვავებული შედეგები საკორპორაციო სამართალში იმ მოლოდინებისგან განსხვავებით, რომლებიც განსაზღვრულია ფუნქციური მიდგომით, სადაც დაინტერესებული ჯგუფები ან პოპულიზმი გადაუხვევს სოციალური კეთილდღეობის მიღწევის პოლიტიკური პროცესიდან. ზოგადი თვალსაზრისით რომ ითქვას, საკორპორაციო სამართალი ასახავს სოციალური ღირებულებების სინთეზს. კერძოდ, საკორპორაციო სამართალი პასუხობს არა მხოლოდ ეკონომიკურ მოთხოვნებს, არამედ, ასევე, კულტურის, ისტორიული მოლოდინებისა და სხვა შეზღუდვებს კანონმდებლების შესაძლებლობებზე, რათა შექმნან და განახორციელონ ოპტიმალური ინსტიტუციები.

არ არის ყოველთვის ადვილი, რომ ამოვიღოთ პოლიტიკის გავლენა ფუნქციური განხილვებიდან. მაგალითად, ავიღოთ დამოუკიდებელი დირექტორების გლობალური ტრენდი. ეს შეიძლება აიხსნას ფუნქციური პირობების საფუძველზე, როგორც წარმომადგენლობითი სტრატეგიის შეფარდება წარმომადგენლობით ხარჯებთან; ალტერნატიული ახსნები მოიცავს: ნაციონალურ პოლიტიკურ დინამიკას, კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერების

[1] წიგნის სიზუსტე და მისი საგნის ფარგლები მოითხოვს, განსაკუთრებით ზოგადად მოხდეს თეორიული ჩარჩოს გამოყენება. მაგალითად, საკუთრების სტრუქტურის განხილვაზე ჩვენი დისკუსიის მიზანია, გამოავლინოს „იდეალური სახე“, რომელიც ასახავს ზოგად სურათს ჩვენს ქვეყნებში. „იდეალური სახის“ როგორც შექმნა, ისევე გამოყენება სხვადასხვა ქვეყანაში უზრუნველყოფს დეტალური სხვაობისგან საკუთრების სტრუქტურების დაცვას. The Anatomy of Corporate Law. Third Edition. Reinier Kraakman, John Armour, Paul Davies, Luca Enriques, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Klaus Hopt, Hideki Kanda, Mariana Pargendler, Wolf-Georg Ringe, and Edward Rock. Chapter 10 © John Armour, Luca Enriques, Mariana Pargendler, and Wolf-Georg Ringe, 2017. Published 2017 by Oxford University Press.

ლობიზმს, რეგულაციის განმტკიცებულ მიკერძოებას ინსტიტუციური ინვესტორების დონეზე, რომლებიც აღნიშნულ პრაქტიკას განამტკიცებენ ბორდში. სადაც მრავალი თეორიული ანგარიში მიუთითებს ერთი და იმავე მიმართულებით, რთულია მათი შედარებითი მნიშვნელობის გაზომვა.

მიუხედავად იმისა, რომ არსებობს გადაფარვადი ახსნები, ჩვენი ანგარიში ასახავს მეთოდოლოგიურ იერარქიას. ჩვენ თავდაპირველად ვეყრდნობით ფუნქციურ ანგარიშს იქამდე, სანამ მას შეეძლება საკითხების ახსნა, და ვუბრუნდებით პოლიტიკურ და სხვა ანგარიშებს მხოლოდ მაშინ, როდესაც ანალიტიკური ზომა ფუნქციური ანგარიშისა იქნება ამოწურული. ჩვენ პრიორიტეტს ვანიჭებთ ფუნქციურ მიდგომას იმიტომ, რომ მას აქვს ბევრი უპირატესობა სიმარტივისა და მასშტაბის მიხედვით. უფრო ფუნდამენტურად რომ ითქვას, ის იძლევა საერთო ანალიტიკურ ჩარჩოს, რომელიც არის დამოუკიდებელი ნებისმიერი სამართლის სისტემის შიდა კატეგორიზაციისაგან, რაც მნიშვნელოვანი უპირატესობაა შედარებითი სამუშაოსთვის.

10.2 ფარგლებს მიღმა

წიგნის ფარგლები საგანთან მიმართებით, მიუხედავად იმისა, რომ ფართოა, მაინც არის შეზღუდული – ერთი ასეთი შეზღუდვა იურისდიქციულია: სიზუსტისა და წაკითხვის სიმარტივისთვის ანალიზი შემოფარგლულია რამდენიმე ძირითადი სამართლებრივი სისტემით; კიდევ ერთი ლიმიტი არის ტიპოლოგიური, – რადგან ჩვენ ვზღუდავთ ჩვენს კვლევას ბიზნესის კორპორაციის სამართლებრივ ფორმამდე, ბიზნესორგანიზაციების სხვა ფორმების აშკარა გამოკლებით.

მესამე გამოცემამ გაზარდა ჩვენი იურისდიქციული ფარგლები არჩეული ძირითადი ქვეყნებისთვის ბრაზილიის დამატებით. ასე მოქცევით ჩვენ მივდივართ გაცნობიერებული საბაზრო ეკონომიკების მიღმა, რათა მოვიცვათ დიდი განვითარებადი ბაზრების საკორპორაციო სამართლის სისტემა. კიდევ ერთი სხვა გამორჩეული განვითარებადი საბაზრო იურისდიქცია, როგორიც არის ჩინეთი და ინდოეთი, რჩება ღიად, ჩვენი ანალიზის მიღმა. გარდა იმ საკითხისა, რომ შეიზღუდოს იურისდიქციების რაოდენობა, რათა წაკითხვა იყოს შესაძლებელი, მათი გამოტოვების ერთადერთი რეალური დასაბუთება არის პრაგმატული ასახვა ამ ქვეყნების ჩვენეული ექსპერტიზის საზღვრებისა. მიუხედავად ამისა, იმედი გვაქვს, წიგნის შინაარსობრივი ჩარჩო ხელსაყრელი იქნება იურისდიქციების კანონების ანალიზისთვის, რომელსაც ჩვენ პირდაპირ არ განვიხილავთ.

მართლაც, ბრაზილიის ჩართვა შესაძლებლობას იძლევა, წარმოადგინოს საინტერესო სატესტო მაგალითი წიგნის ზოგადი ახსნადი ჩარჩოდან. ერთი მხრივ, ნაკლებად საეჭვოა, რომ ჩვენი ანალიტიკური საშუალებები დარჩება გამოსაყენებელი მაშინ, როდესაც მისი ცვლილება მოხდება განსხვავებულ

კონტექსტში. ბრაზილიური საკორპორაციო სამართლის დიდი უმრავლესობა პირდაპირ ერგება სამართლებრივ სტრატეგიებს, რომლებიც იდენტიფიცირებულია მეორე თავში, და ჩვენი ჩარჩო მნიშვნელოვნად ხდის ფარდას განსაზღვრულ არჩევანს, რომელიც არის შენიშნული. მაგალითად, ჩვენ ვნახეთ მეშვიდე თავში, რომ, როდესაც სხვა ძირითადი იურისდიქციები ეყრდნობა წარმომადგენლობით და ხმის უფლების სტრატეგიებს ფუნდამენტური კორპორაციული ცვლილებების მართვისთვის, ბრაზილია ზედამხედველობას უწევს მათ, ძირითადად, რეგულაციური სტრატეგიების მეშვეობით, რაც იღებს ღია სტანდარტების ფორმას – მექანიზმის, რომელიც მნიშვნელოვნად ეყრდნობა სასამართლოებს, როგორც აღსრულების ინსტიტუციებს. ეს მიდგომა, როგორც ჩანს, არის პრობლემური, თუ მხედველობაში მივიღებთ სასამართლოების სისუსტეს განვითარებად ბაზრებში.[2] თუმცა, მეორე მხრივ, ბრაზილიის დამატება სვამს კითხვას იმ მასშტაბით, რაც პირველ თავში ნახსენები კორპორაციული ფორმის ძირითადი მახასიათებლებია – უნივერსალური ან, უბრალოდ, ასახავენ განვითარებულ საბაზრო ეკონომიკებს. მაგალითად, კორპორაციული ფორმის როლი აქტივის დაყოფაში კომპანიის დაცვისა და შეზღუდული პასუხისმგებლობის მეშვეობით განსაკუთრებით სუსტია ბრაზილიაში, ზუსტად იმიტომ, რომ სასამართლოები – დაყოფის მსაჯულები – მზად არიან, გადაუხვიონ როგორც ლიკვიდაციის, ასევე კორპორაციული საფარველის გაჭოლვის მეშვეობით. უფრო ფუნდამენტური თვალსაზრისით, სახელმწიფოს წილობრივი საკუთრების მიღებული ფორმა ნიშნავს, რომ, საკორპორაციო სამართლის შინაარსის არაპირდაპირი დაყოფისგან განსხვავებით, შეიძლება იყოს ფუნდამენტური სხვაობები, საკორპორაციო სამართლის სტრუქტურიდან დაწყებული.[3]

ჩვენ ვტოვებთ სამომავლო გამოკითხვებს ასახვამდე იმ მასშტაბით, რა მასშტაბითაც ეს სხვაობები დამახასიათებელია ბრაზილიისთვის, ან განზოგადებას ვახდენთ განვითარებადი ბაზრების მასშტაბით. როგორც ვნახეთ, განვითარებადი ბაზრების ეკონომიკები იყენებენ განსხვავებული ფორმის სამართლებრივ სტრატეგიებს, რათა კორპორაციული ფორმის მიერ დასმული ცენტრალური პრობლემები გადაჭრან. სამართლებრივი რეჟიმები უფრო მეტად შეიძლება იყოს მრავალფეროვანი განვითარებად ბაზრებში, სადაც ინსტიტუციური გარემო არის განსაკუთრებით დინამიკური და სამართლის მიღმა არსებული შეზღუდვები ასრულებენ დიდ როლს.

ფარგლების მეორე შეზღუდვა უკავშირდება კორპორაციული ფორმის დეფინიციას, რომელიც ჩვენი სწავლების საგანია. სახეზეა შესამჩნევი ტრენდი უფრო ფართო ორგანიზაციულ არჩევანში, რომელიც უკავშირდება არა მხოლოდ წინასწარ განსაზღვრულ ორგანიზაციულ ფორმებს, არამედ ასევე ძირი-

[2] იხ. Chapter 2.3.1.

[3] იხ. Mariana Pargendler, How Universal Is the Corporate Form? Reflections on the Dwindling of Corporate Attributes in Brazil, Working Paper (2016).

თად ელემენტებს და მმართველობის სტრუქტურას ნებისმიერი სახის საწარმოსი. აშშ-ის გამოცდილება შეზღუდული პასუხისმგებლობის კომპანიებსა და ბიზნესტრასტებთან (business trusts) დაკავშირებით, რომლებიც განსაკუთრებით მიღებულია ბიზნესპრაქტიკაში, ასახავს მხარეების მიერ კორპორაციული ფორმის (ან რამდენიმე მათგანის) ძირითადი მახასიათებლების განსაზღვრას ხელშეკრულების საშუალებით. იმ თვალსაზრისით, რომ ეს ორგანიზაციები შეიცავენ კორპორაციული ფორმის 5 ძირითად ელემენტს, ისინი აკმაყოფილებენ დე-ფაქტო კორპორაციის სტატუსს ჩვენი მიზნებისთვის. იმ შემთხვევაშიც კი, თუ ამ ორგანიზაციულ ფორმებს აკლიათ კორპორაციული ფორმის ერთი ან რამდენიმე ძირითადი ელემენტი, ჩვენი სამართლებრივი ჩარჩო მაინც ფარდას ხდის წარმომადგენლობით პრობლემებს, რომლებიც გამოწვეულია სხვა მახასიათებლებით და იმით, როგორ არეგულირებს მათ სამართალი. მიუხედავად ამისა, მცირე შემოწმება სპეციფიკური პრობლემებისა, რომლებიც გამოწვეულია სხვადასხვა ნაწილობრივი კორპორაციული ფორმით, რჩება არსებული ანალიზის ფარგლებს მიღმა.

10.3 აწმყოს მიღმა

ჩვენი მიდგომა წიგნში არის ისტორიულ პერსპექტივას მოკლებული: ანალიზი არის დღემდე მოქმედ სამართლებრივ რეჟიმებამდე შეზღუდული. დღევანდელ შედეგებზე ფოკუსირების შედეგად ჩვენ თავი შევიკავეთ, გაგვეკეთებინა ფართო ტრენდების ანალიზი კორპორაციული სამართლის განვითარების კვალდაკვალ. ეს გაკეთებულია, ძირითადად, პრაგმატული მიზეზებიდან გამომდინარე, რაც ნიშნავს, რომ, ანალიზი ამცირებს ისტორიის მნიშვნელობას სამართლებრივი ინსტიტუტების ჩამოყალიბებაში, რომელსაც დღეს ვაკვირდებით.

მიუხედავად ამისა, ეს ახალი გამოცემა ემთხვევა იმ დროს, როდესაც საკორპორაციო სამართლის მიმართ მიდგომაში ფუნდამენტური ცვლილება მიმდინარეობს ბევრ ქვეყანაში, ნაწილობრივ როგორც რეაქცია კორპორაციულ სკანდალებსა და ფინანსურ ინსტიტუტებში კორპორაციული მართვის სავარაუდო ჩავარდნაზე გლობალური ფინანსური კრიზისის შედეგების აღმოფხვრის პერიოდში. ამ ცვლილებების ბევრი ასპექტია სადავო, და არასწორად გაგებული. შესაბამისად, ფარგლები, რა მასშტაბითაც ისინი ასახავენ ევოლუციას წარმომადგენლობითი პრობლემების ფორმირების დროს, განსხვავებით პოპულისტური ან სხვა პოლიტიკური შეხედულებებისაგან, რჩება გაურკვეველი.[4]

მრავალ საკორპორაციო სამართლის რეფორმაში ხშირად მეორდება სურვილი, გაიზარდოს ინვესტორების, განსაკუთრებით აქციონერების, დაცუ-

[4] This echoes the observation in Section 10.1 about overlapping explanatory accounts.

ლობის ხარისხი. ეს იძლევა დაშვების ფორმას სამ სამართლებრივ სტრატეგიასთან დაკავშირებით, ესენია: პირველი, აფილირების სტრატეგია, უფრო ღია მოთხოვნებისადმი განგრძობადი სურვილით; მეორე, ზრდადი მხარდაჭერა აქციონერების გადაწყვეტილების მიღების უფლებებისა, როგორც ეს არის გამოხატული მენეჯმენტის ანაზღაურებაზე გადაწყვეტილების მიღების (say on pay) უფლებით მთელ მსოფლიოში; მესამე, წარმომადგენლობითი სტრატეგიის განგრძობადი გამოყენება და გამდიდრება დამოუკიდებელი დირექტორის სახით და დაუინტერესებელი ბორდის მხარდაჭერა.

ზოგადი თვალსაზრისით, დასახელებული განვითარებები შეიძლება ჩანდეს როგორც ნაციონალური საკუთრების სტრუქტურის მნიშვნელოვანი დაახლოება, რის შესახებაც აღნიშნულია წიგნში. საკუთრების რეჟიმების ასიმილაცია ნაწილობრივ მოხდა კონტროლს დაქვემდებარებული კომპანიების ზრდით ისეთ იურისდიქციებში, სადაც ტრადიციულად ბევრია მცირე აქციების სახით წარმოდგენილი კორპორაციები, და ნელ-ნელა ბევრი აქციონერის მფლობელობაში არსებული კორპორაციების განვითარება ისეთ იურისდიქციებში, სადაც, როგორც წესი, წარმოდგენილია კონცენტრირებული საკუთრება. თუმცა განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია, როდესაც ჩვენი ძირითადი იურისდიქციები მოწმე გახდნენ მნიშვნელოვანი ზრდისა კომპანიებში აქციების, რომლებიც იყო სხვადასხვა მაკონტროლებელი აქციონერების ხელში, – როგორც წესი, დიდი და ხშირად საერთაშორისო ინსტიტუციური ინვესტორის ხელში – თუმცა კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერის გარეშე. მიუხედავად ამისა, წილზე საკუთრების უფლების ევოლუციის უფრო ახლო დაკვირვება საფუძველს გვაძლევს, ვთქვათ, რომ არ იქნება გონივრული, თუ საკორპორაციო სამართლის იურისდიქციებს შორის ინვესტორზე ორიენტირებული დაახლოების პოლიტიკა გაგრძელდება.

ინსტიტუციები, როგორიცაა *ბლექროქი* – მსოფლიოს ყველაზე დიდი ფინანსური ინსტიტუტი, ბაზრის გლობალური მოთამაშეები არიან აქტივების მენეჯმენტის სერვისებში და ფლობენ მნიშვნელოვან წილებს სხვადასხვა კომპანიაში, ჩვენს ძირითად იურისდიქციებში. ეს განვითარება, სავარაუდოდ, თვითონ ხდება მნიშვნელოვანი წყარო საერთაშორისო დაახლოების საკორპორაციო სამართალში. გლობალურმა ინსტიტუციურმა ინვესტორებმა წარმოქმნეს მმართველობის პრაქტიკის მიღებაზე საერთაშორისო ზეწოლა, რამაც, ძირითადად, გავლენა მოახდინა განვითარებულ (როგორც წესი, გაერთიანებულ სამეფოსა და აშშ-ში) ბაზრებზე. ამან შეიძლება, სხვა მხრივ, გამოიწვიოს დაახლოება, რომელიც უფრო მეტად ფორმალურია, ვიდრე ფუნქციური, თუ ინვესტორებზე ორიენტირებული სტრატეგია გამოყენებადია იმ ფარგლებს მიღმა, რაც გამართლებულია იმ წარმომადგენლობითი პრობლემებით, რომელთაც ისინი ეხებიან. მიუხედავად ამისა, ზრდადი მსგავსება უცხოურ გარემოსთან იწვევს უფრო მეტ სიღრმისეულ შეხედულებას მმართველობის სხვადასხვა ადგილობრივ სტრატეგიაზე. დამატებით, იმ ფაქტმა, რომ იურისდიქციებში,

აშშ-ის გარდა, ინვესტორები არიან, ძირითადად, უცხოელები, შეიძლება გაართულოს მათი ეფექტიანობა, როგორც დაინტერესებული ჯგუფისა, და, აქედან გამომდინარე, შეამციროს ინვესტორზე ორიენტირებული კანონების დანერგვის შესაძლებლობები.

სხვა მნიშვნელოვანი შედეგი, გლობალური ინსტიტუციური ინვესტორების თვალსაზრისით, არის ორგანიზაციების არსებობა ღია ტიპის კორპორაციებში უმრავლესობაში მყოფი აქციონერების სახით. ეს აყალიბებს წარმომადგენლობითი ხარჯების მეორე საფეხურს ღია ტიპის კორპორაციის დაბლა, როგორც აქტივის მენეჯერები ახორციელებენ აქციონერებისა და მათი ბენეფიციარების (მემკვიდრეების) უფლებებს.[5] ბევრი ინსტიტუციური ინვესტორი არ არის ორგანიზებული როგორც კორპორაცია, რამაც შეიძლება გამოიწვიოს კითხვის დასმა ჩვენი ჩარჩოს აქტივის მმართველის მენეჯერების პირდაპირ შესაბამისობაზე. [6] იმავდროულად, თუ უფრო კონკრეტულად დავაკვირდებით, ფინანსური რეგულაცია იწვევს შემცირებას (ან შეიძლება, სხვაგვარად შეამციროს) წარმომადგენლობითი პრობლემების მეორე საფეხური ბევრი იდენტური სტრატეგიით, რაც გამოიყენება სხვა ღია ტიპის კორპორაციებშიც.

სხვა შეკითხვაა, თუ როგორ ხდება საკორპორაციო სამართლის მიერ პასუხის გაცემა შედეგებზე „წარმომადგენლობითი კაპიტალიზმის წარმომადგენლობითი ხარჯის“ კორპორაციებთან დაკავშირებით, სადაც ინსტიტუტები ახდენენ ინვესტირებას. პასუხი დამოკიდებულია იმაზე, თუ როგორ ახდენენ დასახელებული წარმომადგენლობითი უფლებები საკუთარი თავის გამომჟღავნებას – რაც ძალიან საკამათო საკითხია და რასთან მიმართებითაც ამჟამინდელი მტკიცებულება არის გაურკვეველი. წარმომადგენლობით ხარჯებს, რაც დამოკიდებულია მათ აგებულებაზე, შეიძლება მიჰყავდეს აქტივის მმართველები იმისაკენ, რომ ვერ უზრუნველყონ აქციონერების უფლებების განსაკუთრებული მონდომებით დაცვა; აღნიშნულისგან განსხვავებით, მათ შეიძლება, ზეგავლენა მოახდინონ აქტივის მმართველებზე, რათა ძლიერად განახორციელონ ეს უფლებები ახლო პერსპექტივაში არსებული მიზნების შესასრულებლად. რომელი დასახელებული პრობლემა შეიძლება ჩაითვალოს ძირითადად, დამოკიდებული იქნება იმაზე, თუ რამდენი ხნის განმავლობაში იქნება მისაღები ინვესტორებზე ორიენტირებული საკორპორაციო სამართლის მოდელი.[7]

[5] Bernard S. Black, Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice, 39 UCLA Law Review 811 (1991); Ronald J. Gilson and Jeffrey N. Gordon, The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights, 113 Columbia Law Review 863 (2013).

[6] This echoes the point made in Section 10.2 concerning the scope of our enquiry.

[7] მაგალითად, ზოგიერთი მოსაზრების თანახმად, საინვესტიციო ფონდის საქმიანობამ შეიძლება ხელი შეუწყოს წარმომადგენლობითი პრობლემების შემცირებას ურთიერთდახმარების ფონდებში (mutual funds). მიუხედავად ამისა, აღნიშნულმა მექანიზმმა რომ იმუშაოს, საკორპორაციო სამართლის სისტემა უნდა იყოს ღია საინვესტიციო ფონდების საქმიანობის მიმართ, მაგალითად, უფლებას უნდა აძლევდეს საინვესტიციო ფონდებს, მიიღონ მოგება ბაზარზე აქციების გაუმჟღავნებელი შეძენებისაგან იქამდე, სანამ დაიწყებენ კამპანიას.

უფრო მეტიც, გლობალური ინსტიტუციური ინვესტორები არ არიან აქციების საკონტროლო პაკეტის ერთადერთი მფლობელები ჩვენს ძირითად იურისდიქციებში. სახელმწიფო საკუთრება, რომელიც ერთ დროს ითვლებოდა, რომ გაქრებოდა, როგორც ჩანს, ზოგიერთ ქვეყანაში უფრო ძლიერი აღმოჩნდა. არა მხოლოდ აგრძელებენ სახელმწიფოები უმრავლესობის ან უმცირესობის მქონე წილების ფლობას დიდ ადგილობრივ კორპორაციებში, არამედ ადგილობრივი სახელმწიფო ფონდები გახდნენ უფრო ძლიერი მოთამაშეები წილობრივ ბაზრებზე. ეს გავლენს ახდენს საკორპორაციო სამართალზე ორი მიმართულებით: პირველი, სახელმწიფოს, როგორც აქციონერის, ინტერესი შეიძლება გაგრძელდეს საკორპორაციო სამართლის რეფორმების პოლიტიკური ეკონომიის თვალსაზრისით; მეორე, ოპტიმალური საკორპორაციო სამართლის შინაარსი შეიძლება იყოს განსხვავებული, მაშინ, როდესაც აქციონერების ინტერესები ძალიან მრავალფეროვანია, რაც შეინიშნება სწორედ არსებულ სახელმწიფო საკუთრებაში.

ყველა ამ დაკვირვების შესაბამისად, როგორც ჩანს, სახეზეა უარყოფითი რეაქციის ზოგიერთი ნიშანი აქციონერების ხმის უფლებებზე, დამოუკიდებელ დირექტორებსა და გაძლიერებული ღიაობის მოთხოვნების საპირისპიროდ. წლების განმავლობაში ზრდადი დაახლოების შემდეგ პროპორციული ხმის მიცემის უფლებისკენ (ერთი ხმა ერთი აქციის სანაცვლოდ) კონტინენტურ ევროპაში როგორც საფრანგეთმა, ასევე იტალიამ განახორციელა რეფორმები, რომლებიც უფრო მეტი სხვაობის შესაძლებლობას იძლეოდა ხმის უფლებებსა და დივიდენდის მიღების უფლებებს შორის საკუთრების უფლების ვადაზე დამოკიდებული ხმის უფლების სქემების მეშვეობით, მაშინ, როდესაც *სილიკონ ველის* კლასიკური ფირმები, როგორებიცაა: *ფეისბუკი, გუგლის ფეხდაფეხ*, გახდნენ ღია ტიპის კორპორაციები ხმის უფლების სტრუქტურის მეშვეობით, რაც აძლევდა მათ დამფუძნებელს საკონტროლო ხმის უფლების შენარჩუნების საშუალებას დივიდენდის დაბალი ოდენობით მიღების უფლებით.

რამდენიმე ათწლეულიანი მასშტაბის ზრდის შედეგად დამოუკიდებელ დირექტორებზე ზეგავლენა ასევე ძალიან გაიზარდა. მეცნიერები სულ უფრო და უფრო მეტჯერ სვამენ კითხვას ამ მექანიზმის ეფექტიანობის შესახებ, განსაკუთრებით იმ ქვეყნებში, სადაც კომპანიების მნიშვნელოვან ნაწილს ჰყავს კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერები. საბოლოოდ, ღიაობის ვალდებულებაც მოექცა დარტყმის ქვეშ, რადგან სახეზეა ზრდადი კრიტიკა, რომ სისტემა ფინანსური შედეგების კვარტალური ანგარიშგებით აძლიერებს ახლო პერსპექტივაზე ორიენტირებულ კორპორაციულ მენეჯმენტს.

კიდევ ერთი არსებული საკითხი უკავშირდება საკორპორაციო სამართლის მიზნებს. ფართოდ აღიარებული შეთანხმება, რაც ჩვენ გამოვთქვით პირველ თავში, არის საკორპორაციო სამართლის მიერ აქციონერების ღირებულების მაქსიმიზაცია, რადგან ეს, როგორც წესი, ემსახურება სოციალური კეთილდღეობის მიღწევის უფრო ფართო მიზანს. თუმცა ეს რომ სიმართ-

ლე იყოს, რეგულაციური ზომები უნდა იყოს გამოყენებული იმისათვის, რათა კომპანიის ყველაზე მნიშვნელოვან ფაქტორად ჩაითვალოს კორპორაციული აქტივობების სოციალური ხარჯები, სადაც ზეგავლენის ქვეშ მოქცეულ პირებს არ შეუძლიათ კომპანიასთან მოლაპარაკება. 2007-2009 წლების ფინანსურმა კრიზისმა გადაწონა სისტემური რისკის გვერდითი მხარეები, რაც შექმნეს დიდმა ფინანსურმა კომპანიებმა და მარეგულირებლების შეუძლებლობამ, რომ დასახელებული პრობლემა გადაეჭრათ. განხილული შეზღუდვა არსებული მარეგულირებელი რეჟიმების, რომლებიც წყვეტენ ისეთ საკითხებს, როგორებიცაა: ადამიანის უფლებები, უთანასწორობა და გარემოს დაცვა, ხელი შეუწყეს აქტივისტებს, ფოკუსირება მოეხდინათ საკორპორაციო სამართლის სტრუქტურაზე. შესაბამისად, როგორც განვიხილეთ მეოთხე თავში, საკორპორაციო სამართლის ზოგიერთი რეფორმა განვითარდა გარე სტეიკჰოლდერების ინტერესების გათვალისწინებით.

გვაქვს მიზეზი, ვიყოთ სკეპტიკოსები, მიუხედავად საკორპორაციო სამართლის შესაძლებლობისა, გადავჭრათ გამოწვევები, რომლებიც ვრცელდება უფრო შორს, ვიდრე მისი ძირითადი მანდატი ბიზნესსაწარმოს საქმიანობის ორგანიზებისას. სამეცნიერო განვითარებადი კონსენსუსი ფინანსური კრიზისის შემდეგ არის ის საკითხი, რომლის თანმდევმა ფაქტორებმა ზეგავლენა უნდა მოახდინოს საკორპორაციო სამართლის რეჟიმზე, რაც ესადაგება დიდ ფინანსურ ინსტიტუტებს ან, უფრო ზოგადად, სისტემურად მნიშვნელოვან საწარმოებს. თუმცა ეს შეხედულება კონკრეტული ინდუსტრიის მმართველობის ორგანიზებასთან ან რისკის პროფილთან მიმართებით ცვლილებების შეზღუდვასთან დაკავშირებით არ არის მკაცრი. ეს შეხედულება უფრო ფუნდამენტურად უჭერს მხარს საერთოსამართლებრივი რეჟიმიდან (uniform legal regime) გამოსვლას, ინდივიდუალურად მორგებული საკორპორაციო სამართლის რეჟიმის სასარგებლოდ, რომელიც დამყარებულია კომპანიის ბიზნესის სპეციფიკურ მახასიათებლებზე. იქნება თუ არა მარეგულირებელ მიმართულებებს შორის სხვაობის ანოლოგიური ტენდენცია და შეზღუდავს თუ არა ის სხვა ინდუსტრიებს, გამოჩნდება მომავალში.

უფრო შორეულ მომავალში რომ გავიხედოთ, შეიძლება, ტექნოლოგიურმა ცვლილებამ გამოიწვიოს კორპორაციული საწარმოს სტრუქტურის ცვლილება. მას შეიძლება ჰქონდეს წარმომადგენლობითი ხარჯების კონფიგურაციაზე ფართო მასშტაბის პოტენციური ზეგავლენა. მაგალითად, შესაძლებელია, თანამშრომლების ადამიანური კაპიტალის ღირებულების შედარებითმა ზრდამ გამოიწვიოს მათი ინტერესების უფრო მჭიდროდ დაკავშირება ინვესტორების ინტერესთან, ან უძრავი კორპორაციული აქტივის ღირებულების ზრდამ – ინფორმაციის ასიმეტრიულობის ზრდა, და, შესაბამისად, წარმომადგენლობითი ხარჯისა მენეჯერებსა და სხვებს შორის. თუმცა ამ ცვლილებებმა, რომლებიც გამოწვეულია გარკვეული ბიზნესმოდელებით, ნაკლებად მოსალოდნელია, გამოიწვიოს მთელი საკორპორაციო სამართლის რეფორმის საჭიროება.

უფრო მოსალოდნელია, ისინი მოარგებენ კომპანიის კორპორაციულ ფორმას კომპანიის განსაზღვრულ გამოწვევებს, როგორც ეს ხდება ტექნოლოგიურ და ფინანსურ სექტორში დღეს. უფრო მეტიც, პარალელურმა ტექნოლოგიურმა განვითარებებმა ისეთ სფეროებში, როგორებიც არის პროცესის ავთენტიფიკაცია და ავტომატიზებული გადაწყვეტილების მიღება, შეიძლება, გამოიწვიოს შიდა წარმომადგენლობითი ხარჯების მნიშვნელოვანი შემცირება.

არც ერთ ჩვენგანს არ აქვს სამკითხაო ბროლის ბურთი (crystal ball) მომავლის წინასწარმეტყველებისათვის. მაგრამ საკორპორაციო სამართლის მნიშვნელოვანი მახასიათებელია, რომ, მიუხედავად მუდმივი ინოვაციებისა ბიზნესის პრაქტიკებში და ხშირი სამართლებრივი ცვლილებისა, ბევრი მისი საყურადღებო გამოწვევა გახდა მნიშვნელოვნად ძლიერი, რომელიც პერიოდულად იჩენდა თავს. მართალია, ჩვენ არ შეგვიძლია, დავინახოთ პოლიტიკის შედეგები, მაგრამ შეიძლება ვთქვათ, რომ ამ წიგნის თეორიული ჩარჩო, რომელიც ეყრდნობა კორპორაციული ფორმის ძირითად ელემენტებსა და სტრატეგიებს, რაც გამოყენებულია წარმომადგენლობითი პრობლემების გადასაწყვეტად კორპორაციაში, გააგრძელებს, იყოს ანგარიშგასაწევი, რადგან ახალი კითხვები წარმოიქმნება და ძველი კითხვები ამოდის ზედაპირზე.

ტერმინთა განმარტება

accountants, *see* auditors
accounting, *see also* auditors; GAAP; gatekeepers; IFRS
  conflicted transactions
    conservative
  continental
  methods
  standards
  true and fair view
accounts
acquisitions; *see also* control transactions
  compulsory
actio pauliana; *see also* insolvency

activist hedge funds
affiliation strategies; *see also* entry strategy; exit
agency
  conflicts
  costs
    managerial
    reduction
  problems
    and legal strategies 30 majority–minority shareholder
    manager–shareholder
    minority–majority
    non-shareholder
    shareholder
    shareholder-creditor
    shareholder-non shareholder

agent incentives; *see also* rewards; trusteeship
agents
aggregate welfare
analysts, *see* financial analysts

antifraud provisions; *see also* disclosure
anti-takeover defenses, *see* control transactions

ბუღალტრები, *იხ ასევე* აუდიტორები
ბუღალტრული აღრიცხვა, *იხ. ასევე* აუდიტორები; GAAP; შუამავლები; IFRS
  ინტერესთა კონფლიქტის მქონე გარიგებები
    კონსერვატიული
  კონტინენტური
  მეთოდები
  სტანდარტები
  სწორი და სამართლიანი აღრიცხვა
ანგარიშები
შეძენა *იხ ასევე* საკონტროლო პაკეტის შეძენის გარიგებები
  სავალდებულო
actio pauliana; *იხ ასევე* გადახდისუუნარობა
აქტივისტი ჰეჯირების ფონდები
აფილირების სტრატეგიები; *იხ ასევე* დაწყების სტრატეგია; დასრულება
წარმომადგენლობა
  კონფლიქტი
  დანახარჯები
    ხელმძღვანელობითი
    შემცირება
  პრობლემები
    და სამართლებრივი სტრატეგიები
    უმრავლესობის-მინორიტარი აქციონერი
    მმართველი აქციონერი
    უმცირესობა-უმრავლესობა
    არააქციონერი
    აქციონერი
    აქციონერ-კრედიტორი
    აქციონერი-არააქციონერი
წარმომადგენლის სტიმულები; *იხ ასევე* ჯილდო; მინდობა
წარმომადგენლები
საერთო კეთილდღეობა
ანალიტიკოსები, *იხ.* ფინანსური ანალიტიკოსები
თაღლითობისგან დამცავი პირობები; *იხ ასევე* ინფორმაციის ღიაობა
დაუფლების საწინააღმდეგო თავდაცვა, *იხ.* კონტროლის უფლებების შეძენის გარიგება

appointment rights **დანიშვნის უფლებები**
appraisal rights შეფასების უფლებები
asset managers **ქონების მმართველები**
assets; *see also* divisions; mergers; related party transactions **ქონება**; *იხ ასევე* გაყოფა; გაერთიანება; დაკავშირებულ მხარესთან დადებული გარიგებები
corporate, *see* corporate assets dilution კორპორაციული, *იხ.* კორპორაციის ქონება
სააქციო კაპიტალის შესუსტება
partitioning დაყოფა
personal პირადი
sales გაყიდვები
substitution ჩანაცვლება
audit committees **აუდიტის კომიტეტი**
independence დამოუკიდებლობა
auditors; *see also* gatekeepers **აუდიტორები**; *იხ. ასევე* შუამავლები
liability პასუხისმგებლობა
special სპეციალური
authority **უფლებამოსილება**

bad faith **არაკეთილსინდისიერება**
balance sheet(s) **საბალანსო უწყის(ებ)ი**
test ტესტი
bankruptcy, *see* insolvency **გაკოტრება,** *იხ.* გადახდისუუნარობა
banks **ბანკები**
best practices **საუკეთესო პრაქტიკა**
bidders **დაუფლების მსურველები**
potential პოტენციური
bids **დაუფლების შეთავაზებები**
competing კონკურენტული
hostile მტრული
mandatory სავალდებულო
bilateral veto **ორმხრივი ხმის მიცემა**
blockholders **სააქციო ბლოკის მფლობელები**
blocks **სააქციო ბლოკები**
controlling საკონტროლო
boards of directors; *see also* agency, problems; appoint- ment rights; control transactions; delegated management; judicial review **დირექტორთა საბჭო (ბორდი)**; *იხ. ასევე* წარმომადგენლობა, პრობლემები; დანიშვნის უფლებები; საკონტროლო პაკეტთან დაკავშირებული გარიგებები; დელეგირებული მმართველობა; სასამართლო შესწავლა
approval თანხმობა
committees კომიტეტები
de facto or shadow directors *de facto* ან ჩრდილოვანი დირექტორები
director disqualification დირექტორის კვალიფიკაცია

director independence — დირექტორის დამოუკიდებლობა
director liability — დირექტორის პასუხისმგებლობა
fiduciary duties — ფიდუციური მოვალეობები
independent directors — დამოუკიდებელი დირექტორები
and insolvency — და გადახდისუუნარობა
limits on board authority — ბორდის უფლებამოსილების შეზღუდვა
management boards — მმართველი ბორდები
one-tier — ერთსაფეხურიანი
powers — უფლებები
removal of directors — დირექტორების გათავისუფლება
self-selecting — თვითარჩევა
and shareholder interests 84 staggered boards — და აქციონერთა ინტერესი კვალიფიცირებული ბორდები
structure — სტრუქტურა
supervisory boards — სამეთვალყურეო საბჭო
two-tier boards — ორსაფეხურიანი საბჭო

bondholders — **თამასუქის მფლობელები**
bons Breton — ***bons Breton***
Brazil — **ბრაზილია**
Break-Through Rule — **გამრღვევი წესი**
business judgment rule; *see also* duty of care; fiduciary duties — **სამეწარმეო განსჯის წესი**; *იხ. ასევე* ზრუნვის მოვალეობა; ფიდუციური მოვალეობები

capital, *see* legal capital — **კაპიტალი,** *იხ.* საწესდებო კაპიტალი
capital markets, and issuer regulation — **კაპიტალის ბაზრები და ემიტენტის რეგულირება**
cash flow(s) — **ფულადი სახსრების მოძრაობა**
rights — უფლებები
test — ტესტი
centralized management, *see* delegated management — **ცენტრალიზებული მართვა,** *იხ.* დელეგირებული მართვა
CEOs (Chief Executive Officers) — **CEO (მთავარი აღმასრულებელი ოფიცერი)**

charter amendments — **წესდების ცვლილება**
class approval requirements — კლასის თანხმობის აუცილებლობა
court review — სასამართლო შესწავლა
decision-making rights in relation to — გადაწყვეტილების მიღების უფლებები ... დაკავშირებით
majority–minority shareholder conflict in — უმრავლესობის და მინორიტარი აქციონერების კონფლიქტი
management–shareholder conflict in — მენეჯმენტისა და აქციონერის კონფლიქტი
charters — **წესდებები**
Chief Executive Officers, *see* CEOs — **მთავარი აღმასრულებელი ოფიცერი,** *იხ.* CEO

China — **ჩინეთი**
choice of law; *see also* regulatory competition — **სამართლის არჩევა**; *იხ. ასევე* რეგულაციური კონკურენცია

civil law jurisdictions **სამოქალაქო სამართლის იურისდიქციები**
civil liability **სამოქალაქო პასუხისმგებლობა**

class actions; *see also* enforcement **კლასური სარჩელები**; *იხ. ასევე* აღსრულება
closed corporations, *see* corporate form, closed/ private corporation **დახურული კორპორაციები;** *იხ.* კორპორაციული ფორმა, დახურული/ კერძო კორპორაცია

closely held firms, and widely held firms **მცირე საწარმოები ან მსხვილი საწარმოები**
codetermination **დასაქმებულთა მართვაში მონაწილეობა**
and takeovers და დაუფლება
tie-breaking vote გადამწყვეტი ხმა
collective action issues; *see also* enforcement **კოლექტიური მოქმედების საკითხები**; *იხ. ასევე* აღსრულება
common law/civil law **საერთო სამართალი / სამოქალაქო სამართალი**

community interest corporations **საზოგადოებრივი ინტერესის კორპორაციები**

comparative law **შედარებითი სამართალი**
compensation; *see also* managers; rewards, strategy; say on pay **კომპენსაცია**; *იხ. ასევე* მენეჯერები; ჯილდო; სტრატეგია; ანაზღაურების განსაზღვრის უფლება
aggregate ჯამური
approval თანხმობა
committees კომიტეტები
disclosure ინფორმაციის ღიაობა
equity-based კაპიტალზე დაფუძნებული
loans as სესხი როგორც
competing bids **დაუფლების კონკურენტული შეთავაზებები**

compliance; *see also* enforcement; social norms **შესაბამისობა**; *იხ. ასევე* აღსრულება, სოციალური ნორმები
compulsory acquisitions **სავალდებულო შესყიდვა**
compulsory share sales **აქციების სავალდებულო გაყიდვა**
concentrated ownership **კონცენტრირებული მესაკუთრეობა**
conflicted transactions; *see also* control transactions; related party transactions **გარიგებები ინტერესთა კონფლიქტით**; *იხ. ასევე* კონტროლის შეძენის გარიგებები; გარიგებები დაკავშირებულ მხარეებთან
fiduciary duties ფიდუციური მოვალეობები
liability პასუხისმგებლობა
subordination of debt ვალის სუბორდინაცია
consolidations, *see* mergers **კონსოლიდაცია,** *იხ.* შერწყმა
constituencies **ინტერესთა ჯგუფები**
contractual სახელშეკრულებო
external გარე
non-shareholder არააქციონერი
constraints strategy; *see also* rules; standards **შეზღუდვების სტრატეგია**; *იხ. ასევე* წესები; სტანდარტები

consumers **მომხმარებლები**
continental accounting **კონტინენტური აღრიცხვა**
contracts; *see also* corporate law, and contracts; creditors **ხელშეკრულებები**; *იხ. ასევე* საკორპორაციო სამართალი და ხელშეკრულებები; კრედიტორები
employment დასაქმება
contractual constituencies **სახელშეკრულებო ინტერესთა ჯგუფები**
contractual counterparties **ხელშეკრულების მხარეები**
control **კონტროლი**
blocks ბლოკები
private benefits of კერძო სარგებელი
rights უფლებები
shifts ცვლილებები
control transactions; *see also* bidders; hostile bids/takeovers **საკონტროლო აქციების შეძენის გარიგებები**; *იხ. ასევე* დაუფლების მსურველები; მტრული დაუფლების შეთავაზებები/დაუფლება
agency issues წარმომადგენლობის საკითხები
board role in ბორდის როლი
competing bids კონკურენტული შეთავაზებები
coordination problems კოორდინაციის პრობლემები
among target shareholders სამიზნე კომპანიის აქციონერებს შორის
decision rights გადაწყვეტილების მიღების უფლებები
defensive measures თავდაცვითი მექანიზმები
post-bid შეთავაზების შემდეგ
pre-bid შეთავაზებამდე
differences in regulation რეგულაციური განსხვავებები
disclosure ინფორმაციის ღიაობა
issues on acquisition from controlling shareholder მაკონტროლებელი აქციონერებისგან შეძენასთან დაკავშირებული საკითხები
joint decision-making გადაწყვეტილების ერთობლივად მიღება
mandatory bid სავალდებულო შეთავაზება
no frustration rule ბორდის ჩარევის აკრალვის არარსებობა
poison pills მოწამლული აბები
sources of rules წესების წყაროები
standards სტანდარტები
takeover regulation დაუფლების რეგულაცია
controllers **მაკონტროლებლები**
controlling blocks **საკონტროლო ბლოკი**
controlling shareholders; *see also* controllers **მაკონტროლებელი აქციონერები**; *იხ. ასევე* მაკონტროლებლები
convergence **დაახლოება**
conversion **გარდაქმნა (კონვერსია)**
coordination **კოორდინაცია**
costs დანახარჯები
problems პრობლემები
shareholders აქციონერები

core jurisdictions
ძირითადი იურისდიქციები
corporate assets; *see also* assets
კორპორაციის ქონება; *იხ. ასევე* ქონებით ბოროტად სარგებლობა
corporate charters, *see* charters
კორპორაციული წესდებები, *იხ.* წესდებები
corporate constituencies, *see* constituencies
კორპორაციის ინტერესთა ჯგუფები, *იხ.* ინტერესთა ჯგუფები
corporate control, *see* control
კორპორაციის კონტროლი, *იხ.* კონტროლი
corporate distributions
კორპორაციული განაწილება
corporate divisions, *see* divisions
კორპორაციის დაყოფა, *იხ.* დაყოფა
corporate form
კორპორაციული ფორმა
basic characteristics
ძირითადი მახასიათებლები
closed/private corporation
დახურული/კერძო კორპორაცია
function
ფუნქცია
insolvent firms
გადახდისუუნარო საწარმოები
nonprofit firms
არაკომერციული საწარმოები
open/public corporation
ღია/საჯარო კორპორაციები
and other forms
და სხვა ფორმები
piercing the corporate veil
კორპორაციული საფარველის დარღვევა
special and partial
სპეციალური და ნაწილობრივი
corporate governance
კორპორაციული მართვა
codes
კოდექსები
corporate groups, *see* groups of companies
კორპორაციული ჯგუფები, *იხ.* საწარმოთა ჯგუფები
corporate law, *see also* Introductory Note
საკორპორაციო სამართალი, *იხ. ასევე* შესავალი შენიშვნა
and contracts
და ხელშეკრულებები
commonalities
საერთო თვისებები
creditor friendliness
კრედიტორთა სასარგებლო მიდგომა
definition
განმარტება
forces shaping
ჩამომყალიბებელი ძალები
goal
მიზანი
and insolvency law
და გადახდისუუნარობის სამართალი
and labor law
და შრომის სამართალი
corporate opportunity; *see also* related party transactions
კორპორაციული შესაძლებლობა; *იხ. ასევე* გარიგებები დაკავშირებულ მხარეებთან
corporate ownership; *see also* ownership
კორპორაციის მესაკუთრეები; *იხ. ასევე* მესაკუთრეები
costs, *see* agency, costs; coordination costs, transaction costs
დანახარჯები, *იხ.* წარმომადგენლობა, დანახარჯები; კოორდინაციის დანახარჯები, ტრანსაქციული დანახარჯები
counterparties
მეორე მხარე
courts
სასამართლოები
CRAs, *see* credit rating agencies
CRAs, *იხ.* კრედიტის საშემფასებლო სააგენტოები
credit bureaus; *see also* gatekeepers
საკრედიტო ბიუროები; *იხ. ასევე* შუამავლები

credit rating agencies **კრედიტის საშემფასებლო სააგენტოები**
creditor ownership **კრედიტორთა საკუთრება**
creditor–creditor coordination **კრედიტორთა კოორდინაცია**
creditors **კრედიტორები**
contractual covenants სახელშეკრულებო პირობები
and directors' fiduciary duties და დირექტორის ფიდუციური მოვალეობები
and distressed firms და გადახდისუუნარო საწარმოები
and limited liability და შეზღუდული პასუხისმგებლობა
and mergers და შერწყმა
non-adjusting არაცვალებადი
personal პირადი
protection დაცვა
secured უზრუნველყოფილი
security უზრუნველყოფა
and solvent firms და გადახდისუნარიანი საწარმოები
transactions with გარიგებები -თან
criminal liability **სისხლის სამართლებრივი პასუხისმგებლობა**
criminal sanctions **სისხლის სამართლებრივი სანქციები**
crisis managers **კრიზისის მმართველები**
cross-border relocation **საზღვრებს მიღმა რელოკაცია**
cross-shareholdings **საერთო აქციონერები**
cumulative voting **მრავლობითი ხმის მიცემა**

damages **ზიანის ანაზღაურება**
debt(s) **ვალ(ებ)ი**
renegotiation ხელახალი მოლაპარაკება
debt finance **ვალით დაფინანსება**
debtors **მოვალეები**
decision-making **გადაწყვეტილების მიღება**
joint ერთობლივი
power უფლებამოსილება
decision rights; *see also* delegated management; shareholder(s) **გადაწყვეტილების მიღების უფლებები**; *იხ. ასევე* დელეგირებული მმართველობა; აქციონერები
minority shareholders მინორიტარი აქციონერები
strategy სტრატეგია
default, *see* insolvency **დარღვევა,** *იხ.* გადახდისუუნარობა
default provisions **სტანდარტული პირობები**
defensive measures, *see* control transactions, defensive measures **თავდაცვის მექანიზმები,** *იხ.* საკონტროლო ბლოკის შეძენის გარიგებები, თავდაცვის მექანიზმები
Delaware **დელავერი**
delegated management; *see also* boards of directors; decision rights **დელეგირებული მმართველობა**; *იხ. ასევე* დირექტორთა ბორდი; გადაწყვეტილების მიღების უფლებები

centralized management — ცენტრალიზებული მმართველობა
delisting — **საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვების გაუქმება**
derivative action; *see also* enforcement — **დერივაციული სარჩელი**; *იხ. ასევე* აღსრულება
directors, *see* boards of directors — **დირექტორები,** *იხ.* დირექტორთა ბორდი
disclosure — **ინფორმაციის ღიაობა**
mandatory — სავალდებულო
periodic — პერიოდული
requirements; *see also* accounting — მოთხოვნები; *იხ. ასევე* ბუღალტრული აღრიცხვა
benefits and costs — სარგებელი და დანახარჯები
conflicted transactions — გარიგებები ინტერესთა კონფლიქტში
as entry strategy — როგორც დაწყების სტრატეგია
function — ფუნქცია
material information — არსებითი ინფორმაცია
policies — პოლიტიკა
public registers — საჯარო რეესტრები
rationale — რაციონალი
scope — ფარგლები
selective — შერჩევითი
discretion — **დისკრეცია**
dispersed ownership — **მრავალრიცხოვანი მესაკუთრეები**
dispersed shareholders — **მრავალრიცხოვანი აქციონერები**
dissolution — **გაუქმება**
partial — ნაწილობრივი
distressed firms — **გადახდისუუნარო საწარმოები**
and creditors — და კრედიტორები
distributions, *see* corporate distributions — **განაწილება,** *იხ.* კორპორაციული განაწილება
divergence — **განსხვავებები**
dividends, *see* corporate distributions — **დივიდენდები,** *იხ.* კორპორაციული განაწილება
divisions — **დაყოფა**
dominant shareholders — **დომინანტი აქციონერები**
double voting rights — **ორმაგი ხმის მიცემის უფლება**
duty of care; *see also* fiduciary duties — **ზრუნვის მოვალეობა**; *იხ. ასევე* ფიდუციური მოვალეობები
duty of loyalty; *see also* fiduciary duties — **ერთგულების მოვალეობა**; *იხ. ასევე* ფიდუციური მოვალეობები

electronic meetings — **ელექტრონული შეხვედრები**
electronic voting — **ელექტრონული ხმის მიცემა**
empirical evidence — **ემპირიული მტკიცებულება**
employees; *see also* codetermination — **დასაქმებულები**; *იხ. ასევე* დასაქმებულთა მართვაში მონაწილეობა
appointment and decision rights strategies — დანიშვნისა და გადაწყვეტილების მიღების სტრატეგიები

and control transactions
და საკონტროლო ბლოკის შეძენის გარიგებები
incentives and constraints strategies
სტიმულებისა და შეზღუდვების სტრატეგიები
information
ინფორმაცია
jurisdictional differences and similarities
იურისდიქციული განსხვავებები და მსგავსებები
and mergers
და შერწყმა
protection
დაცვა
representatives/representation
წარმომადგენლები/წარმომადგენლობა
employment contracts
შრომითი ხელშეკრულებები
enforcement
აღსრულება
antifraud provisions
თაღლითობის საწინააღმდეგო მუხლები
collective action
კოლექტიური სარჩელი
directorial liability
დირექტორის პასუხისმგებლობა
disclosure requirements
ინფორმაციის ღიაობის მოთხოვნები
discovery
აღმოჩენა
gatekeeper control
შუამავალთა კონტროლი
initiators
ინიციატორები
insider trading
შიდა ინფორმაციით ვაჭრობა
intensity
ინტენსიურობა
modes of
ფორმები
private
კერძო
public
საჯარო
rules and standards
წესები და სტანდარტები
standing to sue
სარჩელის აღძვრის უფლება
entity shielding; *see also* assets, partitioning
იურიდიული პირის დაცვა; *იხ. ასევე* ქონება, დანაწილება
liquidation protection
ლიკვიდაციისას დაცვა
priority rule
პრიორიტეტის წესი
strong form
ძლიერი ფორმა
weak form
სუსტი ფორმა
entrenchment
დამკვიდრება
entry strategy
დაწყების სტრატეგია
equal treatment
თანაბარი მოპყრობა
equity-based/linked compensation
კაპიტალზე დაფუძნებული/დაკავშირებული ანაზღაურება
European company, *see* Societas Europaea
ევროპული კომპანია, *იხ.* Societas Europaea
ex ante strategies
ex ante სტრატეგიები
ex post strategies
ex post სტრატეგიები
executive compensation, *see* compensation
აღმასრულებელთა ანაზღაურება, *იხ.* ანაზღაურება
executives, *see* managers
აღმასრულებლები, *იხ.* მენეჯერები
exit
დასრულება
compulsory buy-out
სავალდებულო გამოსყიდვა
exit strategy
დასრულების სტრატეგია
mandatory bid
სავალდებულო შეთავაზება
rights
უფლებები

external constituencies
appointment and decision rights strategies
incentives and constraints strategies
jurisdictional differences and similarities
externalities

fair price
fair value
fairness; *see also* fiduciary duties; judicial review

fiduciary duties
auditors
directors and managers
shareholders
third parties
fiduciary standards
financial analysts
financial crisis
financial distress; *see also* distressed firms; insolvency

financial intermediaries
France
fraud
risk 256, 263
securities
fraudulent conveyance
freeze-outs; *see also* squeeze-outs
functional approach
fundamental changes
definition
explanation of differences

GAAP (Generally Accepted Accounting Principles); *see also* accounting; IFRS

gatekeepers
control
gender quotas
general meetings, *see* shareholders' meetings

გარეშე დაინტერესებული ჯგუფები
დანიშვნისა და გადაწყვეტილების მიღების სტრატეგიები
სტიმულებისა და შეზღუდვების სტრატეგიები
იურისდიქციული განსხვავებები და მსგავსებები
გარე ფაქტორები

სამართლიანი ფასი
სამართლიანი ღირებულება
სამართლიანობა; *იხ. ასევე* ფიდუციური მოვალეობები; სასამართლო შემოწმება
ფიდუციური მოვალეობები
აუდიტორები
დირექტორები და მენეჯერები
აქციონერები
მესამე პირები
ფიდუციური სტანდარტები
ფინანსური ანალიტიკოსები
ფინანსური კრიზისი
ფინანსური სიძნელეები; *იხ. ასევე* გადახდისუუნარო საწარმოები; გადახდისუუნარობა
ფინანსური შუამავლები
საფრანგეთი
თაღლითობა
რისკი
ფასიანი ქაღალდები
ქონების თაღლითური გადაცემა
ხელშეშლა; *იხ. ასვე* გარიცხვა
ფუნქციური მიდგომა
ფუნდამენტური ცვლილება
განმარტება
განსხვავებების ახსნა

GAAP (საზოგადოდ აღიარებული ბუღალტრული აღრიცხვის პრინციპები); *იხ. ასევე* ბუღალტრული აღრიცხვა; IFRS
შუამავლები
კონტროლი
გენდერული კვოტა
საერთო კრება, *იხ.* აქციონერთა კრება

Generally Accepted Accounting Principles, *see* GAAP
Germany
courts
law
going private
golden shares
good faith
governance
interests of shareholders as a class
rights
strategies; *see also* appointment rights; decision rights; rewards; trusteeship

groups of companies; *see also* intra-group transactions; parent companies; pyramidal ownership structures; subsidiaries
accounting
approval of conflicted transactions
piercing the corporate veil
regulation of
subsidiary indemnification

hedge funds; *see also* investors
activist; *see also* investors, activist
high-powered incentives
hostile bids/takeovers
human rights

IAS (International Accounting Standard)
IFRS (International Financial Reporting Standards); *see also* accounting; GAAP; IAS

incentive strategy; *see also* managers; rewards; trusteeship

incentives
alignment
high-powered

საზოგადოდ აღიარებული ბუღალტრული აღრიცხვის პრინციპები, *იხ.* GAAP
გერმანია
სასამართლოები
სამართალი
გაკერძოება
ოქროს აქცია
კეთილსინდისიერება
მმართველობა
აქციონერთა კლასის ინტერესები
უფლებები
სტრატეგიები; *იხ. ასევე* დანიშვნის უფლებები; გადაწყვეტილების მიღების უფლებები; ჯილდო; მინდობილი პირი

კომპანიათა ჯგუფი; *იხ. ასევე* ჯგუფის შიდა გარიგებები; მშობელი კომპანიები; მესაკუთრეთა პირამიდული სტრუქტურა; შვილობილები
საბუღალტრო აღრიცხვა
ინტერესთა კონფლიქტის მქონე გარიგებების დამტკიცება
კორპორაციული საფარველის დარღვევა
რეგულაცია
შვილობილი კომპანიისთვის ანაზღაურება

ჰეჯირების ფონდები; *იხ. ასევე* ინვესტორები
აქტივისტი; იხ. ასევე ინვესტორები, აქტივისტი
მაღალი ღირებულების სტიმულები
მტრული შეთავაზებები/დაუფლება
ადამიანის უფლებები

IAS (აღრიცხვის საერთაშორისო სტანდარტები)
IFRS (ფინანსური აღრიცხვის საერთაშორისო სტანდარტები); *იხ. ასევე* ბუღალტრული აღრიცხვა; GAAP; IAS

სტიმულების სტრატეგია; *იხ. ასევე* მენეჯერები; ჯილდო; მინდობილი პირი

სტიმულები
დაახლოება
მაღალი ღირებულების

incumbent management **არსებული მენეჯმენტი**
independent directors; *see also* boards of directors **დამოუკიდებელი დირექტორები**; *იხ. ასევე* დირექტორთა ბორდი
information; *see also* disclosure **ინფორმაცია**; *იხ. ასევე* ინფორმაციის ღიაობა
asymmetry ასიმეტრიულობა
benefits სარგებელი
sensitive მგრძნობიარე
underproduction ნაკლები წარმოება
initiation of decisions **გადაწყვეტილებების ინიციირება**
insider trading; *see also* related-party transactions **შიდა ინფორმაციით ვაჭრობა**; *იხ. ასევე* გარიგებები დაკავშირებულ მხარეებთან
insolvency; *see also* creditors; restructurings **გადახდისუუნარობა**; *იხ. ასევე* კრედიტორები; რესტრუქტურიზება
and boards და ბორდები
and corporate law და საკორპორაციო სამართალი
crisis manager კრიზისის მმართველი
divergence in protecting creditors კრედიტორთა დაცვის მრავალფეროვნება
filing ინფორმაციის წარდგენა
fraudulent conveyance ქონების თაღლითური გადაცემა
liquidation ლიკვიდაცია
pre-packaged bankruptcy წინასწარ შეთანხმებული გაკოტრება
reorganization რეორგანიზაცია
insolvency *(Cont.)* **გადახდისუუნარობა**
role of courts სასამართლოების როლი
subordination of debt არაუზრუნველყოფილი სესხი (subordination of debt)
veto rights ვეტოს უფლება
vicinity of თვალთახედვის არეალი
workout პრობლემის გადაწყვეტის ძიება (workout)
institutional investors **ინსტიტუციური ინვესტორები**
portfolio shares ფინანსური პორტფელი
insurance **დაზღვევა**
insurgents **მოწინააღმდეგეები**
interest groups **ინტერესთა ჯგუფები, დაინტერესებული პირები**
dynamics დინამიკა
International Accounting Standard, *see* IAS **ბუღალტრული აღრიცხვის საერთაშორისო სტანდარტი**, IAS
International Financial Reporting Standards, *see* accounting; GAAP; IFRS **ფინანსური ანგარიშგების საერთაშორისო სტანდარტი,** *იხილეთ* საბუღალტრო აღრიცხვა; GAAP; IFRS
intra-group transactions **ჯგუფებს შორის არსებული ტრანსაქციები**
investments **ინვესტიციები**
investor ownership; *see also* ownership **საინვესტიციო საკუთრება**, *იხ. ასევე* საკუთრება

investor protection
disclosure
investors; *see also* institutional investors
activist; *see also* activist hedge funds
foreign
institutional
issuers; *see also* investor protection
public

Italy

Japan
joint decision-making
judicial review
board decisions

labor directors

labor law
law and finance studies
lawmakers
law-on-the-books
legal capital
authorized
increase
maintenance
minimum
legal personality
legal strategies; *see also* agency problems; governance, strat- egies; regulatory strategies
in corporate context
systematic differences across jurisdictions
liability, *see* auditors; boards of directors; control- ling shareholders; criminal liability; limited liability; shareholder(s), personal liability; third parties

ინვესტორის დაცულობა
ღიაობა
ინვესტორები, *იხ. ასევე* საინვესტიციო ფონდები, რომლებიც აქტიურად არიან ჩართული საინვესტიციო საქმიანობაში (activist hedge funds), უცხო
ინსტიტუციური
გამომშვები, *იხ. ასევე* ინვესტორის დაცულობა
საჯარო
იტალია

იაპონია
გადაწყვეტილების ერთობლივად მიღება
სასამართლო იურისდიქცია
ბორდის გადაწყვეტილებები

დასაქმებულთა წარმომადგენელი დირექტორები
შრომის სამართალი
სამართლის და ფინანსების შესწავლა
კანონმდებლები
სასამართლო დოქტრინა
საწესდებო კაპიტალი
ნებადართული
ზრდა
შენარჩუნება
მინიმუმი
იურიდიული პირი
სამართლებრივი სტრატეგიები *იხ. ასევე* წარმომადგენლობითი პრობლემები; მმართველობა, სტრატეგიები; მარეგულირებელი სტრატეგიები
კორპორაციულ კონტექსტში
სისტემური სხვაობები იურისდიქციებს შორის
პასუხისმგებლობა, *იხ. ასევე* აუდიტორები; ბორდი (დირექტორთა საბჭო); კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერები; სისხლისსამართლებრივი პასუხისმგებლობა; შეზღუდული პასუხისმგებლობა; აქციონერები, პირადი პასუხისმგებლობა; მესამე მხარე

limited liability; *see also* assets, partitioning
liquidity
listed companies
litigation, *see* enforcement; private litigation shareholder

management
incumbent
target
management boards

managerial agency costs

managers; *see also* agency problems; boards of directors

conflicted transactions; *see also* insider trading

mandatory bid rule

mandatory disclosure; *see also* disclosure, requirements

mandatory law/rules; *see also* rules

markets
public
securities, *see* securities, markets

mergers; *see also* control transactions; parent-subsidiary mergers

appraisal rights
creditor protection
employee protection
majority–minority shareholder conflict

management–shareholder conflict

protection of non-shareholder constituencies

შეზღუდული პასუხისმგებლობა *იხ. ასევე* აქტივი, partitioning
ლიკვიდურობა
სავაჭროდ დაშვებული კომპანიები
სასამართლო საქმის წარმოება, *იხ.* აღსრულება; სასამართლო საქმის წარმოება ფიზიკური პირების მონაწილეობით, აქციონერი

მენეჯმენტი, მოქმედი მენეჯერები
Incumbent
სამიზნე
აღმასრულებელი დირექტორებით დაკომპლექტებული ბორდები (management boards)
მენეჯმენტის მიერ წარმომადგენლობითი უფლებამოსილების განხორციელების ხარჯები

მენეჯერები *იხ. ასევე* წარმომადგენლობითი პრობლემები; ბორდები (დირექტორთა საბჭოები)
ინტერესთა კონფლიქტის შემცველი ტრანსაქციები *იხ. ასევე* ინსაიდერული ვაჭრობა
აქციათა შეძენის სავალდებულო შეთავაზების წესი (mandatory bid rule)

სავალდებულო ღიაობა
სავალდებულო ღიაობა, იხ. აგრეთვე ღიაობა, მოთხოვნები

სავალდებულო კანონი/წესები *იხ. ასევე* წესები

ბაზრები
საჯარო
ფასიანი ქაღალდები, *იხ.* ფასიანი ქაღალდები, ბაზრები

შერწყმები, *იხ. ასევე* კონტროლის განმახორციელებელი ტრანსაქციები; დედა-შვილობილი კომპანიების შერწყმები
საზოგადოების მიერ აქციათა გამოსყიდვა
კრედიტორის დაცულობა
თანამშრომლების დაცულობა
უმრავლესობისა და უმცირესობის მქონე აქციონერების კონფლიქტი
მენეჯმენტისა და აქციონერების კონფლიქტი
დაცულობა სხვა სტეიკჰოლდერების (არააქციონერების)

shareholder approval — აქციონერების თანხმობა
third party evaluation — მესამე მხარის მიერ შეფასება

merit regulation — **merit regulation**

minorities — **უმცირესობაში მყოფები, მინორიტარები**

minority shareholder(s); *see also* agency problems; controlling shareholders; exit; groups of companies; shareholder(s) — **უმცირესობაში მყოფი აქციონერები,** *იხ. ასევე* წარმომადგენლობითი პრობლემები; კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერები; გასვლა კომპანიიდან; კორპორაციული ჯგუფი; აქციონერები

appointment rights — დანიშვნის უფლება
approval — დამტკიცება
constraints and affiliation rights — შეზღუდვის და აფილირების უფლებები
corporate distributions — კორპორაციული განაწილება
and corporate groups — კორპორაციული ჯგუფები
decision rights — გადაწყვეტილების მიღების უფლება
governance protection — მმართველობის დაცვა
jurisdictional differences and similarities — სამართლებრივი სხვაობა და მსგავსებები
oppression — უფლებამოსილების გადამეტება
protection — დაცვა
remedies — ზიანის ანაზღაურება

misappropriation; *see also* related-party transactions — **ქონების გაფლანგვა**, *იხ. ასევე,* დაკავშირებულ პირთა შორის დადებული გარიგებები

misconduct — **შეუთავსებელი ქმედება**

mutual funds — **კოლექტიური საინვესტიციო სქემა**

nest-feathering — **მენეჯერის მიერ გამდიდრება პირადი მდგომარეობის ან გავლენის გამოყენებით** (managerial nest-feathering)

New York Stock Exchange, *see* NYSE — **ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟა,** *იხ.* NYSE

nexus of contracts — **ხელშეკრულებათა ჯაჭვი**

no frustration rule; *see also* control transactions — **სამართლიანი მოპყრობისა და გადაწყვეტილების მიღებაში მონაწილეობის წესი** *(no frustration rule)* (არის თითქმის იგივე მნიშვნელობის, რაც *Board Neutrality Principle; Passivity Rule* არის *Board Neutrality Principle-ის* ევროპული ვერსია, თუმცა *Passivity Rule* განსხვავდება *No Frustration Rule-ისგან*), *იხ. ასევე,* კონტროლის განმახორციელებელი ტრანსაქციები;

non-listed companies — **კომპანიები, რომლებიც არ არიან სავაჭროდ დაშვებული საფონდო ბირჟაზე**

nonprofit corporations **არაკომერციული იურიდიული პირები**

non-shareholder constituencies; *see also* constituencies **არააქციონერი ხმის უფლების მქონე სტეიკჰოლდერები** *(non-shareholder constituencies)*; *იხ. ასევე* ხმის უფლების მქონე სტეიკჰოლდერები *(constituencies)*

NYSE (New York Stock Exchange) **NYSE (ნიუ იორკის საფონდო ბირჟა)**

officers; *see also* managers **მენეჯერები**

one-share–one-vote, deviations from; *see also* double voting rights **ერთი აქცია ერთი ხმის უფლება,** გადახვევა; *იხ. ასევე* ორმაგი ხმის უფლებები

one-tier boards, open corporations, *see* corporate form **ერთსაფეხურიანი ბორდები**, ღია კორპორაციები, *იხ. ასევე,* კორპორაციული ფორმა

opportunism **ოპორტუნიზმი**

organic changes; *see also* charter amendments; divisions; mergers **ორგანული ცვლილება;** *იხ. ასევე* ცვლილებები სარეგისტრაციო განაცხადში; გაყოფები, შერწყმები

oversight liability **ზედამხედველობის მოვალეობა**

owners **მესაკუთრეები**

ownership; *see also* creditor ownership; investor ownership **საკუთრება,** კრედიტორის საკუთრების უფლება, ინვესტორის საკუთრების უფლება

and agency problems პრობლემები წარმომადგენლობითი უფლებამოსილების განხორციელების დროს

concentrated კონცენტრაცია

and corporate law საკორპორაციო სამართალი

and disclosure ღიაობა

dispersed განაწილებული

and enforcement აღსრულება

and legal strategies სამართლებრივი სტრატეგიები

state სახელმწიფო

structures სტრუქტურა

parent companies; *see also* groups of companies; subsidiaries **დედა კომპანიები,** *იხ. ასევე* კორპორაციული ჯგუფები; შვილობილი კომპანიები

parent-subsidiary mergers **ძირითად კომპანიასა და შვილობილ კომპანიას შორის შერწყმა**

partnerships **ამხანაგობები**

path dependence **წარსულში მომხდარი მოვლენების ზეგავლენა მომავალში განსახორციელებელ ეკონომიკურ ქმედებებზე** (path dependence)

pay for performance; *see also* compensation; rewards, strategy — **წახალისება კარგი შესრულებისთვის** (pay for performance)**;** *იხ. ასევე,* კომპენსაცია; დაჯილდოება, სტრატეგია

penalties — **ჯარიმები**

performance — **შესრულება**

periodic disclosures — **პერიოდული ღიაობა**

personality, legal, *see* legal personality — **სამართლებრივი ბუნება,** *იხ. ასევე* იურიდიული პირი, კორპორაციული საფარველის გაჭოლვა

piercing the corporate veil, *see* veil-piercing — **მოწამლული აბები** (აქციონერის დამატებითი უფლება); *იხ. ასევე* ტრანსაქციები, რომლებიც მიმართულია კონტროლის განმახორციელებელი მესაკუთრის შეცვლისკენ

poison pills; *see also* control transactions — **აქციონერის დამატებითი უფლება** (მოწამლული აბები), იხ. ასევე საკონტროლო აქციების შეძენის გარიგებები.

political economy; *see also* interest groups; ownership — **პოლიტიკური ეკონომია** *იხ. ასევე,* დაინტერესებული ჯგუფები, საკუთრება

potential bidders — **პოტენციური შემძენები**

power(s)boards of directors — **ბორდის უფლებამოსილებები**

shareholder — აქციონერი

preemptive rights — **უპირატესი შესყიდვის უფლება**

principals — **მარწმუნებლები**

private benefits of control — **უმრავლესობაში მყოფი აქციონერების მიერ უმცირესობაში მყოფი აქციონერების ხარჯზე ეკონომიკური სარგებლის მიღება** (private benefits of control)

private companies/corporations; *see also* corporate form — **კერძო კომპანიები/კორპორაციები,** *იხ. ასევე* კორპორაციული ფორმა

private litigation — **კერძო სამართალწარმოება**

privatizations — **პრივატიზაცია**

profitability — **მოგებიანობა**

profits — **მოგება**

proportionality — **პროპორციულობა**

proxy advisers — **წარმომადგენლობითი უფლებამოსილების განმახორციელებელი კომპანიები**, რომლებიც უზრუნველყოფენ აქციონერის ხმის უფლების გამოყენებას კენჭისყრის დროს (სერვისის მიმწოდებელი კომპანია ხმის უფლების მენეჯმენტის თვალსაზრისით) (proxy advisers)

proxy voting; *see also* shareholder voting — **კენჭისყრაში მონაწილეობის მიღება წარმომადგენლობითი უფლებამოსილების გზით** (proxy voting); *იხ. ასევე* აქციონერის მიერ კენჭისყრაში მონაწილეობა

public benefit — **საჯარო სარგებელი**

public companies/corporations; *see also* corporate form — **ღია ტიპის კომპანიები/კორპორაციები,** *იხ. ასევე* კორპორაციული ფორმა

public interest — **საჯარო ინტერესი**

public issuers, *see* issuers — **აქციების გამომშვები კორპორაციები,** *იხ. ასევე* ემიტენტები

public markets — **საჯარო ბაზრები**

publicly traded firms — **საჯარო აქციებით მოვაჭრე კომპანიები**

- delisting — დელისტინგი (აქციების მოხსნა ვაჭრობიდან)
- disclosure — ღიაობა
- listing requirements — სავაჭროდ დაშვების მოთხოვნები
- pyramids — „პირამიდული“ საინვესტიციო სქემა
- and unlisted firms — კომპანიები, რომლებიც არ ვაჭრობენ აქციებით

pyramidal ownership structures — **პირამიდული საკუთრების სტრუქტურები**

qualified majorities — **კვალიფიციური უმრავლესობა**

qualified minorities — **კვალიფიციური უმცირესობა**

quality controls — **ხარისხობრივი კონტროლი**

ratification, *see* decision rights — **რატიფიკაცია,** *იხ.* გადაწყვეტილების მიღების უფლებები

regulation — **რეგულაცია**

regulators — **მარეგულირებლები**

regulatory competition — **რეგულირებული კონკურენცია**

regulatory strategies; *see also* entry strategy; exit; rules; standards — **მარეგულირებელი სტრატეგიები,** *იხ. ასევე* შესვლის სტრატეგია; გასვლა; წესები; სტანდარტები

reincorporation — **რეინკორპორაცია**

related-party transactions; *see also* insider trading; self dealing; tunneling — **დაკავშირებულ მხარეთა შორის დადებული ტრანსაქციები,** *იხ. ასევე* ინსაიდერული ვაჭრობა; საკუთარ თავთან გარიგების დადება; ინსაიდერების მიერ კორპორაციის ფასეულობის გაფლანგვა (tunneling)

- abusive — ბოროტად გამოყენება
- corporate opportunities — კორპორაციული შესაძლებლობები
- definition — განმარტება
- duty of loyalty (fairness) — ერთგულების მოვალეობა
- legal strategies for — სამართლებრივი სტრატეგიები

and ownership regimes — საკუთრების სამართლებრივი რეჟიმები
prohibition — აკრძალვა
reasons for permitting — ნებართვის მიზეზები
relocation, cross-border — **გადაადგილება, საზღვრებსშორისი**
removal rights — **უფლებების ჩამორთმევა**
removal strategies — **ჩამომრთმევი სტრატეგიები**
remuneration committees, *see* compensation, committees — **ანაზღაურების განმსაზღვრელი კომიტეტები** (remuneration committees, compensation, committees)
reorganization — **რეორგანიზაცია**
reputation — **რეპუტაცია**
restructurings; *see also* insolvency — **რესტრუქტურიზაცია;** *იხ. ასევე* გადახდისუუნარობა
retail investors — **ფასიანი ქაღალდების საცალო ვაჭრობით დაკავებული ინვესტორი**
rewards; *see also* compensation; managers — **დაჯილდოება,** *იხ. ასევე* კომპენსაცია, მენეჯერები
strategy — სტრატეგია
risk taking — **რისკის აღება**
rules; *see also* mandatory law/rules — **წესები,** *იხ. ასევე* სავალდებულო სამართალი/წესები
benefits of legal rules — სამართლებრივი წესების ბენეფიტები
strategy — სტრატეგია

say on pay — **აქციონერების მონაწილეობა (კენჭისყრის გზით) მენეჯმენტისთვის ანაზღაურების განსაზღვრის პროცესში** (say on pay)
secured creditors — **უზრუნველყოფილი კრედიტორები**
securities — **ფასიანი ქაღალდები**
fraud — თაღლითობა, რომლის მიზანია
law enforcement — სამართლის აღსრულება
laws — კანონები
convergence and persistence — ერთმანეთთან დაუკავშირებელი სამართლებრივი სისტემების მიერ იდენტური მახასიათებლების განვითარება (convergence), განგრძობადობა (persistence)
litigation — საქმისწარმოება
markets; *see also* markets, public — ბაზრები, იხილეთ აგრეთვე ბაზრები, საჯარო
regulation — რეგულაცია
security interests — **security interests**
selective disclosure — **შერჩევითი ღიაობა**
self dealing; *see also* related-party transactions — **საკუთარ თავთან გარიგების დადება,** *იხ. ასევე,* დაკავშირებულ პირთა შორის დადებული გარიგებები

sensitive information **მგრძნობიარე ინფორმაცია**

shadow directors **„ჩრდილოვანი დირექტორი“** (shadow director) - პიროვნება, რომლის ინსტრუქციების შესაბამისად, როგორც წესი იქცევიან კომპანიის დირექტორები

share issuance **აქციების გამოშვება**

authorized capital ნებადართული კაპიტალი

majority–minority conflict კონფლიქტი უმრავლესობასა და უმცირესობას შორის

manager–shareholder conflict კონფლიქტი მენეჯერსა და აქციონერს შორის

shareholder(s), *see also* Introductory Note; agency problems; controlling shareholders; delegated management; exit; minority shareholder(s); ownership structures; share- holder voting **აქციონერები,** *იხ. ასევე* ზოგადი მიმოხილვის აღმნიშვნელი შენიშვნა; წარმომადგენლობითი პრობლემები; კონტროლის განმახორციელებელი აქციონერები; მენეჯმენტის დელეგირება; გასვლა; უმცირესობაში მყოფი აქციონერები; საკუთრების სტრუქტურა; აქციონერის ხმის უფლება

agreements შეთანხმებები

approval დამტკიცება

as a class როგორც კლასი

collective action issues კოლექტიური მოქმედების განხორციელება საერთო მიზნის მისაღწევად (collective action issues); მდგომარეობა, როდესაც ყველა მონაწილე მხარისთვის უმჯობესია ერთობლივი მოქმედება, მაგრამ ჩართული მხარეების ინტერესთა კონფლიქტის გამო, ეს შეუძლებელია (collective action problem)

controlling კონტროლის განმახორციელებელი

derivative action დერივაციული მოქმედება

dispersed განაწილებული

dominant დომინანტი

engagement ჩართვა

equal treatment თანაბარი მოპყრობა

friendliness მეგობრული

interests as a class კლასის ინტერესი

jurisdictional variation explained იურისდიქციული ცვლილების ახსნა jurisdictional variation explained

liability ვალდებულება

litigation გასაჩივრება

majority უმრავლესობა

minority უმცირესობა

personal assets	პირადი აქტივი
personal creditors	პირადი კრედიტორები (რომლებიც სესხს აძლევენ ოჯახის წევრებს ან მეგობრებს)
personal liability	პირადი პასუხისმგებლობა
ratification	რატიფიცირება
rights	უფლებები
target	სამიზნე
shareholder activism; *see also* activist hedge funds; investors, activist	**აქციონერების აქტივიზმი** (აქციონერების მიერ მათი უფლებების მეშვეობით კორპორაციის საქმიანობაზე ზეგავლენის მოხდენა), იხილეთ, იხ. აგრეთვე საინვესტიციო ფონდები, რომლებიც აქტიურად არიან ჩართული საინვესტიციო საქმიანობაში (activist hedge funds); ინვესტორები
shareholder value	**დივიდენდის სახით მიღებული მოგება წილობრივი მონაწილეობის მქონე ფასიანი ქაღალდების მფლობელთათვის** (shareholder value)
shareholder voting; *see also* shareholders' meetings	**აქციონერის მიერ კენჭისყრაში მონაწილეობის მიღება,** *იხ. ასევე* საერთო კრება
cumulative voting	ხმების აკუმულირების მეთოდი (cumulative voting)
double voting rights	ორმაგი ხმის უფლება (double voting rights) რაც დამოკიდებულია აქციის ფლობის ხანგრძლივობაზე))
proportional voting	პროპორციული ხმის უფლება
proxy voting	წარმომადგენლობითი უფლებამოსილებით კენჭისყრა
rights	უფლებები
super-majority	აბსოლუტური უმრავლესობა
voting by mail	ფოსტით კენჭისყრაში მონაწილეობის მიღება
shareholder–creditor agency costs	**აქციონერისა და კრედიტორის ურთიერთობაში არსებული წარმომადგენლობითი ხარჯები**
shareholder–creditor agency problems	**აქციონერისა და კრედიტორის ურთიერთობაში არსებული წარმომადგენლობითი პრობლემები**
shareholders, coordination	**აქციონერები, კოორდინაცია**
shareholders' meetings; *see also* shareholder voting	**საერთო კრება,** *იხ. ასევე* აქციონერების მონაწილეობა კენჭისყრაში
special	სპეციალური

shares, *see* corporate distributions; transferable shares
  dual class
  golden
  repurchase
  transferability
significant corporate actions
significant transactions
social norms
social welfare
Societas Europaea
SOEs, *see* state-owned enterprises
solvent firms, and creditors
sources of corporate law
special auditors
squeeze-outs; *see also* freeze-outs
staggered boards
standards
  accounting
  in corporate governance
  fiduciary
  standards strategy
state capitalism
state-owned enterprises
state ownership
subsidiaries; *see also* groups of companies
supermajority requirements
supervisory boards

takeovers; *see also* bids; control transactions; mergers

აქციები, *იხ.* კორპორაციული განაწილება, გადაცემადი აქციები
  აქციათა ორი კლასი, სადაც დამფუძნებლებისთვის დატოვებულ აქციებს უფრო მეტი ხმის უფლება აქვთ, ვიდრე საზოგადოებისთვის შეთავაზებულ აქციებს (dual class)
  ოქროსი
  გამოსყიდვა
  გასხვისებაუნარიანობა
მნიშვნელოვანი კორპორაციული ქმედებები
მნიშვნელოვანი ტრანსაქციები
სოციალური ნორმები
სოციალური კეთილდღეობა
ევროპული სააქციო საზოგადოება
სახელმწიფო საწარმოები, *იხ.* სახელმწიფო წილობრივი მონაწილეობის მქონე საწარმოები
ლიკვიდური კომპანია და კრედიტორები
საკორპორაციო სამართლის წყაროები
სპეციალური აუდიტორები
აქციათა სავალდებულო მიყიდვა (squeeze-outs) იხილეთ უმრავლესობის მქონე აქციონერების მიერ უმცირესობაში მყოფი აქციონერების იძულება, რომ ამ უკანასკნელებმა გაასხვისონ აქციები (freeze-outs)
როტაციის პრინციპით ბორდის არჩევა
სტანდარტები
  ბუღალტრული აღრიცხვა
  კორპორაციული მართვა
  ხელმძღვანელი
  სტანდარტების სტრატეგია
სახელმწიფო კაპიტალიზმი
სახელმწიფო საკუთრებაში მყოფი კომპანიები
სახელმწიფო საკუთრება
შვილობილი კომპანიები, *იხ. ასევე* კომპანიათა ჯგუფები
აბსოლუტური უმრავლესობის მოთხოვნა
სამეთვალყურეო საბჭო

დაუფლებები, *იხ. ასევე* შეთავაზებები, კონტროლის განმახორციელებელი ტრანსაქციები, შერწყმები

target companies **სამიზნე კომპანიები**
target management **სამიზნე კომპანიის მენეჯმენტი**
target shareholders **სამიზნე კომპანიის აქციონერები**
tax law **საგადასახადო სამართალი**
tender offers, *see* control transactions **სატენდერო შეთავაზებები,** იხ. კონტროლის განმახორციელებელი ტრანსაქციები

terms of entry and exit **შესვლის და გასვლის პირობები**
third parties **მესამე მხარეები**
liability ვალდებულება
torts **დელიქტები**
transaction costs **ტრანსაქციის ხარჯები**
transactions **ტრანსაქციები,** კონტროლი, *იხ.* კრედიტორებთან კონტროლის განმახორციელებელი ტრანსაქციების დადება, დაკავშირებული მხარე, იხილეთ დაკავშირებულ მხარეთა შორის დადებული ტრანსაქციები, მნიშვნელოვანი, ნამდვილ ღირებულებაზე დაბალი, იხილეთ ღირებულებაზე დაბალი ტრანსაქციები

transferable shares **გადაცემადი აქციები**
trustees **წარმომადგენლები**
trusteeship **წარმომადგენლობა**
strategy სტრატეგია
tunneling; *see also* related-party transactions **კორპორაციული ფასეულობის გაფლანგვა,** *იხ. ასევე* დაკავშირებულ მხარეთა შორის დადებული ტრანსაქციები

two-tier boards **ორსაფეხურიანი ბორდი** (კორპორაციული მართვის ორსაფეხურიან სისტემაში)

UK **გაერთიანებული სამეფო**
undervalue transactions **ღირებულებაზე დაბალი ოდენობის შემცველი ტრანსაქციები**

United States, *see* U.S. **ამერიკის შეერთებული შტატები**
unlimited liability **შეუზღუდავი პასუხისმგებლობა**

veil-piercing **კორპორაციული საფარველის გაჭოლვა**
veto; *see also* shareholder voting **ვეტოს დადება,** *იხ. ასევე* აქციონერთა კენჭისყრა
bilateral ორმხრივი
rights უფლებები
vicinity of insolvency; *see also* distressed firms **დირექტორების მოვალეობების დაკისრება კრედიტორებზე** (vicinity of insolvency), იხილეთ აგრეთვე

კომპანიები, რომელთაც არ შეუძლიათ ფინანსური ვალდებულებების შესრულება (distressed firms)

voluntary liquidations **ნებაყოფლობითი ლიკვიდაცია**

voting, *see* shareholder voting **კენჭისყრა, იხილეთ აქციონერების მონაწილეობა კენჭისყრაში**

white knights **მესამე კომპანია** (white knights)

worker codetermination, *see* codetermination **თანამშრომელთა მონაწილეობა, იხილეთ მონაწილეობა** (codetermination)

workouts; *see also* insolvency **კორპორაციის ფინანსური მხარდაჭერა,** *იხ. ასევე* გადახდისუუნარობა

works councils **თანამშრომელთა წარმომადგენლობითი საბჭო**

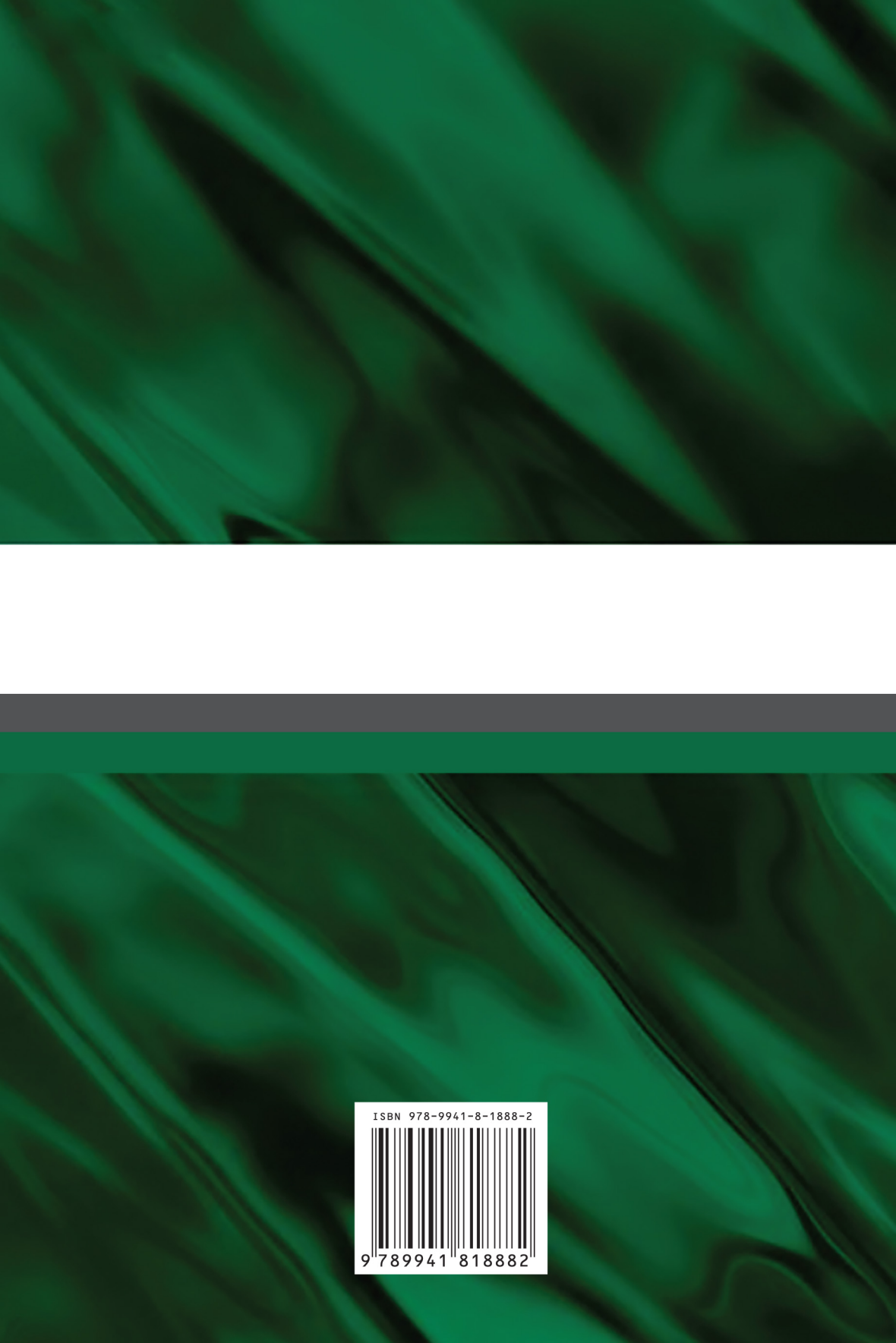
ანა ქოჩიაშვილი არის „ემ ჯი იურიდიული ოფისის“ უფროსი იურისტი საკორპორაციო და ბიზნესსამართლის საკითხებში. მას 2018 წელს მიენიჭა კემბრიჯის უნივერსიტეტის საკორპორაციო სამართლის მაგისტრის ხარისხი (Master of Corporate Law). იმავდროულად, იგი ასწავლის სამეწარმეო სამართალს თბილისის თავისუფალი უნივერსიტეტის სამართლის სკოლაში.

ანა ქოჩიაშვილს აქვს იურიდიულ ოფისში მუშაობის ხუთწლიანი გამოცდილება. ემ ჯი იურიდიულ ოფისში მუშაობის დაწყებამდე ანა ქოჩიაშვილი მუშაობდა Dechert LLP-ის თბილისის ოფისში უმცროს იურისტად. მისი პრაქტიკული გამოცდილება მოიცავს საერთაშორისო და ადგილობრივი საწარმოებისა და ორგანიზაციებისთვის, ასევე სახელმწიფო ორგანოებისთვის სამართლებრივი რჩევის მიცემას საინვესტიციო სამართლის, საკორპორაციო სამართლის, საწარმოთა რეორგანიზაციის, საბანკო და საფინანსო სამართლის, შრომის სამართლის, სახელმწიფო რეგულაციებსა და უძრავი ქონების მართვასთან დაკავშირებულ საკითხებზე. „ემ ჯი იურიდიულ ოფისში“ მუშაობის დაწყების შემდეგ ანა ქოჩიაშვილის პრაქტიკული გამოცდილება გაფართოვდა და ის ასევე სამართლებრივ რჩევას აძლევს წამყვან კომპანიებს ბლოკჩეინტექნოლოგიებისა და კრიპტოვალუტების სფეროებში.

დავით მაისურაძე არის ილიას სახელმწიფო უნივერსიტეტის სამართლის სკოლის ასოცირებული პროფესორი და ამავე უნივერსიტეტის სამართლის სკოლის კორპორაციული და კომერციული სამართლის ცენტრის დირექტორი. დავით მაისურაძეს 2009 წელს მიენიჭა კალიფორნიის დევისის უნივერსიტეტის მარტინ ლუთერ კინგის სახელობის სამართლის სკოლის სამართლის მაგისტრის ხარისხი (Master of Laws), ხოლო 2015 წელს მიიღო ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტის იურიდიული ფაკულტეტის სამართლის დოქტორის ხარისხი.

დავით მაისურაძეს აქვს ლექციების წაკითხვის 10-წლიანი გამოცდილება, კერძოდ, კითხულობს შემდეგ საგნებს: საკორპორაციო სამართალი, საწარმოთა რეორგანიზაციები, კორპორაციული მართვა და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სამართალი. დავით მაისურაძე არის პრაქტიკოსი იურისტი და, იმავდროულად, აქვს მენეჯერად მუშაობის მრავალწლიანი გამოცდილება. დავითი 2010-2013 წლებში მუშაობდა იუსტიციის სამინისტროში სხვადასხვა თანამდებობაზე. 2012-2013 წლებში იყო იუსტიციის სამინისტროს სსიპ „დანაშაულის პრევენციის ცენტრის“ დირექტორი. 2014-2016 წლებში იყო „ინფორმაციის თავისუფლების განვითარების ინსტიტუტის“ (IDFI) ღია მიმართულების მმართველობის ხელმძღვანელი და საპარლამენტო მდივანი. ამჟამად კოორდინირებას უწევს IDFI-ს კორუფციასთან ბრძოლის სასერტიფიკატო პროგრამას.

დავით მაისურაძეს გამოქვეყნებული აქვს რამდენიმე სამეცნიერო ნაშრომი როგორც ქართულ, ასევე საერთაშორისო სამეცნიერო ჟურნალებში.


ISBN 978-9941-8-1888-2