



Алпатов Максим Александрович
Саратовская государственная юридическая академия
Институт юстиции
Россия, Саратов
licyidator@mail.ru
Alpatov Maxim
Saratov State Law Academy
Institute of Justice
Russia, Saratov

**КОНСТРУКЦИЯ ПРИНУДИТЕЛЬНОГО ВЫКУПА ЦЕННЫХ БУМАГ
ПУБЛИЧНОГО ОБЩЕСТВА МАЖОРИТАРНЫМ АКЦИОНЕРОМ
(SQUEEZE-OUT): АНАЛИЗ С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ СОБЛЮДЕНИЯ
БАЛАНСА ИНТЕРЕСОВ СТОРОН**

Аннотация: принудительный выкуп акций у миноритариев является одним из самых противоречивых институтов корпоративного права, поскольку он вскрывает всю сложность взаимодействия отдельных принципов гражданского права и политико-правовых соображений. Поиск баланса интересов сторон является нетривиальной задачей, которая имеет важное практическое значение и нуждается в глубоком анализе при помощи правильно подобранной методологии. В данной статье делается попытка комплексного осмысления данного института в системе современного гражданского права, выявляя как его преимущества, так и недостатки.

Ключевые слова: акционерное законодательство, автономия воли, баланс интересов сторон, защита прав миноритариев, принудительный выкуп акций.



CONSTRUCTING A COMPULSORY SQUEEZE-OUT OF SECURITIES OF A PUBLIC COMPANY BY A MAJORITY SHAREHOLDER: ANALYSIS FROM THE POINT OF VIEW OF THE BALANCE OF INTERESTS

Annotation: compulsory squeeze-out of shares from minority shareholders is one of the most controversial institutions of corporate law, as it reveals the complexity of the interaction of separate principles of civil law and political and legal reasons. Seeking a balance between the interests of the parties is a non-trivial task, which is of great practical importance and needs to be analyzed in depth with the help of a properly selected methodology. This article attempts to comprehensively analyze this institution in the system of modern civil law, identifying both its advantages and disadvantages.

Key words: corporate law, squeeze-out, autonomy of will, balance of interests of the parties, protection of minority shareholders' rights, squeeze-out.

Введение

Одним из самых спорных институтов акционерного права является институт принудительного выкупа акций публичного общества мажоритарием (squeeze-out) (далее по тексту – squeeze-out и принудительный выкуп употребляются как синонимы), поскольку в таком случае наблюдается принудительное изъятие собственности (в широком смысле) без согласия лица, чье имущество изымается. Важно здесь то, что такой правовой возможностью наделено частное лицо. Все это создает крайне странную ситуацию, при которой по сути правопорядок легитимирует одно лицо на самовольное перераспределение объектов обладания. Данное положение серьезно нарушает принцип автономии воли. В связи с этим такая ситуация нуждается в тщательном комплексном анализе, что предполагает дачу ответов на ряд спорных вопросов: 1) какие политико-правовые основания для введения данной конструкции; 2) какова правовая природа данного института; 3) насколько органично данная конструкция вписывается в систему гражданско-правового



регулирования; 4) соблюдается ли баланс интересов сторон при осуществлении данного института?

В первую очередь стоит отметить, что данный институт знаком большинству зарубежных правовых порядков в (например, в английском праве [14, с. 13-14], в немецком праве (Spruchverfahren) [16, с. 152], в некоторых штатах США, например, Дэлавер [19, с. 211] в японском праве [15, с. 142] и многих других правовых порядках. Наше законодательство не стало исключением, закрепив в ст. 84.8 ФЗ «Об АО» эту конструкцию. Такое распространение данного института в различных правовых порядках позволяет сделать вывод о высокой потребности данного института в условиях современного общества, что предопределяет практическую и теоретическую потребность в исследовании данного юридического механизма.

Экономико-правовое обоснование наличия института squeeze-out в рамках корпоративного права.

Одной из краеугольных работ, позволяющих обнажить большинство проблем, возникающих при сделках слияния и поглощения (далее – M&A) является статья Майкла Геллера *The tragedy of anticommons*. Основной тезис данной работы довольно прост – когда слишком много людей владеют частями одной вещи, никто не может ей пользоваться [18, с. 7]. В связи с этим возникает проблема расточительного недопользования вещью. Статья появилась под влиянием появления патентов на биотехнологии (когда было изобретено лекарство от Альцгеймера, его было невозможно вывести на рынок, ввиду того, что нужно было выкупить десятки прав на патенты, однако, одни правообладателя отказали, другие запросили невероятную цену). В результате фрагментации прав и оставление их за разными владельцами полноценное и эффективное использование объекта господства становится невозможным, поскольку в такой ситуации каждый владелец получает возможность заблокировать всех остальных. Достичь соглашения в такой ситуации является практически нереальной задачей. Каждый правообладатель, понимая, что



выпуск лекарства может повлечь огромную прибыль для выпускающей его компании, которая даже близко не сравнится со встречным предоставлением, уплачиваемым за возможность использования исключительного права, стремится как можно сильнее максимизировать свою прибыль, не озадачивая себя альтруистичным поведением. И это понятно – не существует такого нормативно-правового акта (и его не может быть), который сможет заставить действовать альтруистично. Помимо этого, каждый из правообладателей учитывает, что ему выгоднее заключить сделку с заинтересованным лицом как можно позднее, поскольку в такой ситуации договорится о более высокой цене будет проще (подробнее подобная ситуация применительно к корпоративному праву будет разобрана чуть ниже).

На первый взгляд, с точки зрения теории модельного рационального человека, упрекнуть их нельзя, поскольку в такой ситуации они максимизируют выгоду исходя из своего положения. Однако, это не совсем так. Как раз-таки идеально рациональный индивид должен согласиться на продажу исключительного права за справедливую оценку стоимости (ну или хотя бы на резервную сумму покупателя), поскольку в противном случае он не получает ничего. Но в действительности этого не происходит. Кажущаяся несправедливость такой ситуации для правообладателя мешает ему действовать рационально, с целью извлечения наибольшей экономической эффективности. Классический экономический анализ объяснить такую ситуацию не в состоянии. Из этого следует довольно простой, но важный вывод: право - это не всегда и не столько рост благосостояния отдельного лица и повышение экономической эффективности, сколько поиск справедливого и сбалансированного решения, которое учитывает, как интересы сторон, так и общественную пользу. В контексте патентов такое решение было найдено многими законодательствами, в том числе и нашим. Как кажется, именно эти воззрения легли в основание появления принудительной лицензии, которая предоставляется как раз-таки в случае недопользования объектом



интеллектуальных прав, если это приводит к недостаточному предложению товаров или услуг (ст. 1362 ГК РФ).

Однако правом интеллектуальной собственности данная проблематика не ограничена. Она возникает и в области корпоративного права. Зачастую внутри корпоративного законодательства существенным образом пересекаются интересы миноритариев и мажоритариев. Одна из этих проблем, это наличие определенных формальных законодательных процедур для совершения тех или иных действий, в совершении которых интересы сторон могут не совпадать. В таких ситуациях единоличное обладание корпорацией может существенным образом снизить управленческие издержки. Это может быть проиллюстрировано на следующем примере. Так, в случае, когда мажоритарий обладает полным (100%) объемом корпоративного контроля снимается проблема согласования сделок с заинтересованностью [5, с. 234]. Однако, в случае, когда определенное количество акций имеет миноритарий, ситуация начинает меняться. Помимо необходимости согласования сделок с заинтересованностью, данный участник общества может оспаривать решения собраний. Так, стоит обратить внимание на формулировки ст.181.4 ГК РФ, а также п. 109 ПП ВС РФ 23.06.2015 №25, содержащий важное разъяснение: *«решение собрания не может быть признано недействительным в силу его оспоримости при наличии совокупности следующих обстоятельств: голосование лица, права которого затрагиваются этим решением, не могло повлиять на его принятие (1 критерий), и решение не может повлечь существенные неблагоприятные последствия для этого лица (2 критерий) (отмечено мною М.А.)»* [3]. Помимо этого, п.7 ст. 49 ФЗ «Об АО» выделяет дополнительный критерий – отсутствие существенных нарушений при проведении общего собрания акционеров. Таким образом, позитивное законодательство вводит модель «каузальности» (т.е. принципа, в соответствии с которым, решение не должно признаваться недействительным, если лицо, которое пытается его оспорить не могло повлиять на его принятие [6, с. 915]).



Но, правопорядок сразу же делает из этого принципа исключения в виде второго критерия и специального указания ФЗ «Об АО». Это потенциально открывает возможность миноритария оспаривать решения собраний, добиваясь тем самым дестабилизации деятельности общества с целью занять такое положение, которое заставит мажоритария вечно идти на уступки миноритария. Это в свою очередь начинает превращать миноритария в реального руководителя общества. В результате такого построения корпоративного управления кратно увеличиваются издержки. Нормальное управление хозяйственным обществом становится скорее чудом, чем действительной реальностью. Возникает та самая проблема недопользования, о которой писалось выше. The tragedy of anticommons проявляется очевидным образом.

Еще одной проблемой в области корпоративного права является так называемое holdout, т.е. намеренное придержания своего согласия на продажу своей доли корпоративного контроля [13, с. 177]. Представим ситуацию, миноритарий оценивает свою долю корпоративного участия в 30 рублей, мажоритарий готов заплатить за эту долю около 70 рублей. На первый взгляд кажется, что стороны смогут сойтись примерно на цене в 50 рублей, что сможет привести к образованию кооперативного излишка, а, следовательно, к общему росту благосостояния по Парето. Однако, когда этот мажоритарий приходит к миноритария с просьбой в добровольном порядке продать ему акции, то получает требование о выплате встречного предоставления в размере 300 рублей. Понятно, что в такой ситуации выкуп вряд ли будет осуществлен, а если и осуществлен, то с явно несоразмерными затратами для мажоритария. Ситуация может быть еще более сложной. Возьмем еще один пример – 2-х уровневая сделка M&A т.е. сделка, где на первом этапе покупатель выдвигает тендер на покупку основного пакета акций, а после закрытия первой сделки, на втором этапе добиваются оставшиеся 5-10% [7, с. 665]. На первом этапе покупатель смог закрыть сделку на покупку 95 % акций хозяйственного



общества, на втором происходит попытка купить оставшиеся. После успешного первого этапа, который обошелся приобретателю в 950 рублей, остается лишь провести переговоры с оставшимися миноритариями для получения полного контроля. Однако, не один из миноритариев не продаст свою долю за среднюю цену акции, которая продавалась по первичной сделке. Более того, желание заключить как можно более выгодную сделку будет подталкивать мелких акционеров к тому, чтобы занять позицию последнего оставшегося миноритария, поскольку именно в таком случае у этого лица будут наиболее выгодные возможности (так как в случае, когда мажоритарий смог договориться с другими миноритариями о продаже ему акций, последний миноритарий, учитывая, что на предыдущие покупки мажоритарий потратил большое количество средств, будет просить за свою долю как минимум не меньше, а даже намного больше, поскольку, как показал бихевио-экономический анализ права, неприятие потерь (loss aversion) является сильным детерминантом в определении человеческого поведения [21, с. 834]). Адекватный анализ ситуации, свойственный модельному рациональному человеку здесь вряд ли сработает. Рациональность, как было показано выше, в таких ситуациях отходит на второй план, уступая место the escalation of commitment, т.е. ситуации, при которых субъект производит усилия, которые очевидно являются иррациональными, и, как следствие, не приносят той выгоды, которую можно получить, пойдя по другому пути вкладывания ресурсов [20, с. 162]. В такой ситуации не покупка акций у оставшегося миноритария для мажоритария будет означать тщетность всей цепочки предыдущих транзакций. Осознание данной ситуации каждым миноритарием приводит к тому, что мажоритарий не сможет заключить сделку ни с одним из миноритариев.

Такая проблематика требует определенного правового вмешательства, поскольку воздержание правопорядка от разрешения такой ситуации ведет к дестабилизации оборота, и может практически полностью уничтожить сделки



M&A как правовое явление. И выход из этого положения – введение в законодательство института squeeze-out, который позволяет мажоритария, владеющему 95 % (в России, Германии и т.д.) или 90 % (в Японии, Англии и т.д.) акций принудительно выкупить оставшиеся доли корпоративного участия у миноритариев. В таком случае у миноритария не остается выбора – он продает свою долю. Тем самым гражданское право отходит от основных принципов права таких как свобода договора, автономия воли, неприкосновенность частной собственности под силами политико-правовых причин. В тоже самое время, нужно иметь ввиду, что ни один принцип гражданского права не носит абсолютного характера. Определенные изъятия из содержания основных начал могут допускаться, в случае, когда для этого есть весомые политико-правовые причины. Как кажется, squeeze-out является именно тем институтом, который появился не ввиду его четкой догматической проработки, а в силу определенных утилитарных причин. Однако, нужно иметь ввиду, что установление определенных изъятий в отношении определенных принципов в правовом режиме отдельного института не означает полное игнорирование этих правовых принципов. Рассматривая конституционность положения о принудительном выкупе акций, Конституционный Суд (далее - КС РФ) РФ в Постановлении КС РФ от 24.02.2004 № 3-П отметил, что Конституция не исключает ограничение права частной собственности, отступая в определенных ситуациях от него с целью достижения общего блага, соблюдения разумного баланса интересов сторон между мажоритарием и миноритарными инвесторами [1]. Приверженность данной позиции сохранилась и в Определении КС РФ от 21.07.2022 №1858-О [2].

В то же время, введение данного института помимо решения проблем, описанных выше, имеет и обратную сторону – злоупотребление правом на принудительный выкуп со стороны мажоритария. Как правило это проявляется в виде оппортунистического поведения в виде выкупа оставшихся акций миноритариев по очень низкой цене, которая может быть далека от



справедливой оценки [10, с. 502]. В такой ситуации миноритарии, которые не могут отказаться от продажи, находятся в крайне уязвимом положении. Возможно, это одна из причин, по которым Exchange Act в США не предусматривает возможности применения модели squeeze-out для выкупа акций [12, с. 907]. Однако, это не единственный способ решения данной проблемы.

Механизмы, обеспечивающие справедливый баланс интересов при реализации squeeze-out

Достичь баланса в интересах сторон можно посредством реализации дополнительных гарантий прав миноритариев. Во-первых, для этого устанавливаются объективные критерии определения цены выкупаемых ценных бумаг. Подробное описание механизма определения стоимости акций, выкупаемых путем применения процедуры squeeze-out устанавливается, как правило, законом. Примерами могут послужить ФЗ об АО», Companies Act в Японии и т.д.

Во-вторых, позитивное законодательство устанавливает возможность акционера обратиться в суд с целью пересмотра оценки стоимости выкупа акций. Такой подход предусмотрен ФЗ «Об АО», который легитимирует миноритария на иск о пересмотре цены выкупаемых ценных бумаг с возможностью взыскать убытки, вызванные недооценкой выкупаемых акций. Такой же подход признается и в Европейских странах, а также отмечается в практике ЕСПЧ *Lars Bramelid and Anne Marie Malstrum v. Sweden* [17].

В-третьих, многие правовые порядки идут по пути признания диспозитивной возможности повышения требований к количеству акций мажоритарного акционера для осуществления принудительного выкупа акций (к примеру Японский закон о компаниях (会社法) прямо предусматривает такую возможность в ст.179) [15, с. 142].

Помимо этого, в настоящее время предлагается ряд реформ российского корпоративного законодательства в области обеспечения прав и интересов



миноритариев при squeeze-out, представленных в докладе ЦБ РФ. Во-первых, это необходимость контроля 95 % одним мажоритарием (т.е. без учета его аффилированных лиц). Во-вторых – введение ex ante судебного контроля за оценкой стоимости выкупаемых ценных бумаг, а также за правильностью соблюдения требований акционерного закона в отношении различных процедур и формальностей. В-третьих, ЦБ РФ предлагает ввести определенный временный период для легитимации мажоритария на squeeze-out. Владелец 95 и более % акций должен доказать факт долгосрочного приобретения корпоративного контроля, что может выражаться в проведении как минимум двух годовых общих собраний акционеров. [9]. Данная реформа кажется излишне патерналистской по отношению к миноритариям. Большое количество вопросов вызывает необходимость доказывания факта долгосрочности приобретения корпоративного контроля. В такой ситуации миноритарий получает дополнительные рычаги давления на мажоритария, и, следовательно, приводит к проблемам, описанным в предыдущей части. Корпоративное управление может быть серьезно ограничено ввиду отсутствия возможности принудительно выкупить ценные бумаги до проведения двух годовых собраний акционеров. Помимо этого, не совсем понятно, какие именно недобросовестные действия могут быть пресечены посредством установления такого длительного срока. Введение обязательного владения 95% акций одним лицом также выглядит довольно странно. Во многих правовых порядках применять механизм squeeze-out может группа аффилированных компаний (например, во Франции, Германии [16, с. 152]).

Правовая природа squeeze-out

Рассматривая данный институт с догматической точки зрения сразу возникает вопрос – какова природа данного института. Можно предложить несколько вариантов квалификации. Во-первых, в качестве предварительного договора, возникающего в силу закона; Во-вторых, в качестве правовой возможности совершения одностороннего волеизъявления, направленного на



выкуп ценных бумаг (реализация секундарного права). Вариант с предварительным договором, появляющимся в силу закона кажется абсурдным, так как предварительный договор должен обеспечивать заключение договора в будущем. Однако, уведомление, которое отправляет мажоритарный акционер по существу является не просто заключением договора, а уже выкупом о продаже ценных бумаг. Согласно ГК РФ, в случае неисполнения обязанности сторона вправе потребовать заключения договора в судебном порядке (п.5 ст. 429 ГК РФ). По сути, для исполнения последующего договорного обязательства нужен еще один иск для исполнения обязательства [4, с. 370]. Однако, по ФЗ «Об АО» мажоритария не нужно ни волеизъявления миноритариев, ни подача иска в суд с целью принуждения заключения основного договора.

Данная конструкция больше напоминает реализацию одностороннего права, который возникает в силу закона – секундарного права (*Gestaltungsrecht*), (т.е. право, на преобразование правоотношений посредством совершения односторонней сделки [22, с. 41]), которая напоминает своеобразный акцепт опциона, возникшего в силу закона. Осуществление данного права запускает программу правоотношений без необходимости изъявления воли лиц, претерпевающих его реализацию. Данная модель органично вписывается в акционерный закон. Сходная квалификация подобных правоотношений избрана в английском праве [11, с.345].

Однако при квалификации данной односторонней сделки как опциона сразу встает еще один интересный догматический вопрос – есть ли определенная опционная премия за претерпевания возникновения в силу закона, данного секундарного права. Ответ на этот вопрос должен быть отрицательным. На это можно было бы возразить – опционная премия входит в состав встречного предоставления мажоритария миноритариям. Однако, нужно учитывать, что ФЗ «Об АО» предусматривает определенные критерии стоимости выкупаемых акций на основе объективных показателей, которые характеризуют исключительно саму ценную бумагу, без учета предоставления



секундарного права мажоритарно. Впрочем, отсутствие опционной премии при принудительном выкупе акций публичного акционерного общества, не препятствует квалификации данной программы правоотношений как опционной, ведь опционная премия является опцией по умолчанию, которая может быть и исключена соглашением сторон, а раз это так, то нет никаких сомнений, что режим опционной премии может быть исключен и в силу закона. Да и в целом, квалификация данного секундарного права как своеобразного опциона служит скорее эвристическим целям, чем показывает реальную тождественность между институтами.

Еще одним сложным вопросом является природа этого секундарного права. В данной ситуации нужно понимать, что секундарное право не является «вещью в себе», оно предполагает существование других, первичных прав [8, с. 260]. В принципе первичным правом, обосновывавшим возникновение секундарного права в виде возможности реализации конструкции squeeze-out может служить статус мажоритарного акционера, который сам по себе предполагает расширение правовой сферы личности. И именно с приростом доли корпоративного контроля данное лицо получает дополнительные права, вместе с которыми приходит и данное право на реализацию опционной программы правоотношений.

Заключение

Подводя итог, стоит отметить, что институт принудительного выкупа акций (squeeze-out) публичного акционерного общества является одной из самых спорных конструкций в рамках гражданского права, в которой проявляется вся противоречивость правового регулирования, столкновение различных политико-правовых ценностей. Отсюда выводится огромная сложность выбора оптимального варианта выстраивания, поскольку любой неверный шаг может повлечь неблагоприятные, с точки зрения целей правового регулирования, результаты.



На первый взгляд, squeeze-out существенным образом противоречит основным принципам гражданского права, таким как неприкосновенность частной собственности, автономия воли личности, свобода договора. И это действительно так. Однако, настоящее исследование показало, что в системе гражданского права нет абсолютных величин, которые являлись бы незыблемыми. Любая, казалось бы фундаментальная аксиома, может быть подвергнута некоему ограничению под влиянием определенных политико-правовых соображений. Конструкция принудительного выкупа является именно такой конструкцией. Возникнув вследствие утилитарных соображений, а не за счет долгого догматического осмысления, данный институт служит целям экономической эффективности, поиску наиболее справедливого, с точки зрения баланса интересов сторон, правового решения, а также в определенной степени направлен на предотвращение частных случаев злоупотребления правом и недобросовестной эксплуатации.

При этом, как показало настоящее исследование, реализация конструкции squeeze-out должно предусматривать большое количество правовых гарантий прав миноритариев, которые вполне успешно выработаны в зарубежной практике. В противном случае данный институт вместо достижения своих правовых целей станет инструментом произвольного присвоения права собственности.

Список литературы:

1. Постановление Конституционного Суда РФ от 24.02.2004 № 3-П // Вестник Конституционного Суда РФ» № 2. 2004.
2. Определение Конституционного Суда РФ от 21.07.2022 № 1858-О // Доступ из СПС Консультант Плюс.
3. Постановление Пленума Верховного Суда РФ от 23.06.2015 № 25 «О применении судами некоторых положений раздела I части первой



Гражданского кодекса Российской Федерации» // «Бюллетень Верховного Суда РФ». № 8. 2015.

4. Договорное право (общая часть) : Постатейный комментарий к статьям 420–453 Гражданского кодекса Российской Федерации [Электронное издание. Редакция 2.0] / Отв. ред. А. Г. Карапетов. – М.: М-Логос. 2020. 1425 с

5. Карапетов А.Г. Экономический анализ права. – М.: Статут, 2016. 528 с.

6. Сделки, представительство, исковая давность : постатейный комментарий к статьям 153-208 Гражданского кодекса Российской Федерации [Электронное издание. Редакция 1.0] / Отв. ред. А.Г. Карапетов. – М.: М-Логос, 2018. 1264 с.

7. Рид С. Ф. Лажу А. Р. Искусство слияний и поглощений / Стэнли Фостер Рид, Александра Рид Лажу; Пер. с англ. 3-е изд. – М.: Альпина Бизнес Бук, 2007. 957 с.

8. Третьяков С. В. Формирование концепции секундарных прав в германской цивилистической доктрине (К публикации русского перевода работы Э. Зеккеля Секундарные права в гражданском праве) // Вестник гражданского права. 2007 Т. 7. № 2 С. 253–270.

9. Доклад для общественных консультаций Центрального Банка РФ «О реформировании подходов к осуществлению принудительного выкупа ценных бумаг публичных акционерных обществ» // URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/118094/Consultation_Paper_25012021.pdf / (Дата обращения 06.02.2024).

10. Allen T. William, Kraakman R. Khanna S. Vikramaditya. Commentaries and Cases on The law of business organization. – Sixth Edition. New York: Wolters Kluwer, 2021. 783 p.

11. Bourne N. Bourne on Company Law. Sixth edition. – London.: Routledge, 2013. 419 p.

12. Cahn. A. Donald C. David. Comparative company law. – Second edition. New York: Cambridge university press, 2018. 1060 p.



13. Coorter R. Ulen Th. Law and Economics. – Six edition Boston: MA: Addison-Wesley, 2012. 555 p.
14. Edwin L. Miller JR. Lewis N. Segall. Mergers and Acquisitions. – Second ed. New Jersey: John Wiley & Sons, 2017. 314. p.
15. Kläsener C. Amy. The Guide to M&A Arbitration. Second Edition. London: Law Business Research Ltd, 2020. 215 p.
16. Kraakman R. The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach. Second Edition. – Oxford University Press. 2009. 559 p.
17. Lars Bramelid and Anne Marie Malstrum v. Sweden // URL: <https://hudoc.echr.coe.int/app/conversion/pdf/?library=ECHR&id=001-92813&file>
(Дата обращения: 05.02.2024)
18. Heller M.A. The Tragedy of the Anticommons: A Concise Introduction and Lexicon // The Modern Law Review. 2013. P. 6-25.
19. Randall K. Morck Concentrated Corporate Ownership. – Chicago. London: The university of Chicago Press, 2000. 387 p.
20. The Oxford handbook of the Corporate law and Governance / ed. by Godon N. Jeffrey, Ringe Wolf-George. – Oxford: Oxford university press, 2020. 1200 p.
21. Zamir E. Loss Aversion and the Law // Vanderbilt Law Review. 2012. Vol. 65. P. 829 – 895.
22. Medicus, D. Allgemeiner Teil des BGB / Medicus D. – München: C.F. Müller, 2010. 518 s.