

**Сергей Будылин**

## **Субординация займов акционеров: Так говорил Заратустра**

Was fällt, das soll man auch noch stoßen!

*Friedrich Nietzsche, Also sprach Zarathustra*

Субординация займов акционеров – довольно неоднозначная мера, позволяющая в отдельных ситуациях помочь кредитору несостоятельной компании получить свои деньги за счет средств акционеров, но в целом радикально дестимулирующая добросовестные попытки акционеров спасти свою компанию путем предоставления ей дополнительного финансирования. Отношение различных правопорядков к этой мере неодинаковое.

Следует учитывать, что субординация займов в банкротстве может выполнять в том числе и функцию нейтрализации фиктивных займов от акционеров и аффилированных с ними компаний. Однако в развитых правопорядках, умеющих отличать фальшивку от реального займа, данная мера предназначена не для этого. Практически все дальнейшее обсуждение посвящено обсуждению иных, более тонких эффектов субординации займов. Иначе говоря, речь идет о реально существующей, а не «дутой», задолженности компании перед своим акционером.

\*\*\*

Когда компания банкротится, ее активы распределяются между ее кредиторами. Акционеры получают лишь то, что осталось после удовлетворения требований кредиторов – то есть, как правило, ничего. Это вполне справедливо и (что практически то же самое) экономически эффективно. Ведь именно руководители компании – и, в конечном счете, назначившие их акционеры – ответственны за то, что компания разорилась. Переход активов компании к другим, предположительно более толковым, собственникам принесет пользу экономике в целом!

Иногда акционеры предпринимают попытку спасти разоряющуюся компанию, влив в нее дополнительные деньги. Это поддержит компанию на плаву в течение какого-то времени, что даст шанс провести изменения в управлении и повысить эффективность работы компании. Конечно, вливание может не дать желаемого результата, и тогда деньги пропадут. Но если реформы окажутся удачными, компания станет прибыльной, и влитые в нее деньги могут вернуться сторицей!

«Влить» деньги в компанию акционеры могут по-разному. Можно вложить их в капитал (собственные средства) компании, а можно дать их компании займы. С точки зрения акционера, второй вариант выглядит более привлекательно. Ведь в случае неудачи спасательной операции вложение в капитал наверняка пропадет, а заем можно попытаться хотя бы частично вернуть в ходе банкротства компании.

Однако с точки зрения других кредиторов возникает вопрос: а почему это акционерам вообще нужно что-то возвращать? Ведь, как уже было сказано, это они и довели компанию до банкротства! Если так, то и займы акционеров имеет смысл возвращать не ранее полного удовлетворения требований всех остальных кредиторов.

Исходя из этой логики, многие (но не все) развитые правопорядки включают в свое банкротное право правила о субординации или перекалфикации займов акционеров.

«Субординация» (subordination) означает, что займы акционеров возвращаются лишь после погашения требований других кредиторов, но до возможного распределения долей в оставшемся капитале. «Перекалфикация» (recharacterization) означает, что займы

акционеров приравниваются к вкладам в капитал и возвращаются опять же после погашения требований других кредиторов, но в этом случае *наравне* с вкладами в капитал. Для целей нашего обсуждения разница между субординацией и переквалификацией невелика, так что я буду говорить «субординация», имея в виду и то, и другое (если иное не оговорено особо).

\*\*\*

Некоторые комментаторы наивно полагают, что главным практическим результатом введения правила о субординации займов акционеров является именно субординация займов акционеров. То есть получение кредиторами дополнительных денег за счет средств акционеров. На самом деле нет.

Думается, основным результатом введения такого правила будет то, что акционеры перестанут выдавать подобные займы. Во всяком случае, после того, как убедятся, что это правило действительно работает в данном правовом порядке. Ну, может быть, не совсем перестанут, но, несомненно, в значительной степени свернут подобную практику.

Действительно, если моя компания терпит бедствие, но существует реальный шанс спасти ее, предоставив ей деньги на *возвратной* основе, я, возможно, пойду на такой шаг. Ведь даже если компания все же обанкротится, я смогу получить назад хотя бы часть своих денег наравне с другими кредиторами. Но если я изначально буду знать, что в случае банкротства мои вливания пропадут, то я, скорее всего, денег не дам и позволю компании спокойно пойти на дно.

Заметим, что этот результат вряд ли порадует существующих кредиторов. Ведь если акционер вливает деньги в компанию, пусть даже в виде займа, то сумма активов, подлежащих раздаче сторонним кредиторам в случае банкротства, увеличивается. Даже если акционер будет иметь право на возврат своего займа наравне с другими кредиторами, то другие кредиторы получат больше денег, чем в случае, когда вливания не будет.

(Например, у компании 50 рублей активов и 100 рублей долгов. Акционер готов дать компании займы 100 рублей. Если займы не субординируются, то при немедленном банкротстве каждый кредитор, включая акционера, имеет право на 75 копеек за рубль. Если займы субординируются, акционеры в теории могли бы получить назад свои кредиты полностью, а акционер – из расчета 50 копеек за рубль. Однако на таких условиях акционер денег не дает. Компания банкротится, кредиторы получают по 50 копеек за рубль.)

Таким образом, главным экономическим эффектом нормы о субординации займов акционеров является дестимулирование попыток акционеров спасти банкротящуюся компанию. А коль скоро акционеры не дадут денег, то и субординировать в реальности будет нечего.

Фактическое удовлетворение требований кредиторов за счет субординации займов акционеров будет происходить лишь в маргинальном числе случаев, достаточном для того, чтобы участники оборота убедились в серьезном отношении судов к данному правилу. А также в тех случаях, когда акционер готов финансировать компанию не только займом, но и вкладом в ее капитал. Сходного эффекта можно было бы добиться и прямым запретом на займы акционеров своим компаниям.

Означает ли это, что вводить норму о субординации не следует? Не так все просто...

\*\*\*

Некоторые полагают, что в случае появления у компании финансовых проблем важнейшей задачей правового порядка является поддержание этой компании на плаву с целью

дать ей возможность вернуться к нормальной работе. На самом деле нет, во всяком случае, не всегда.

Ведь если руководство компании неэффективно, то любые искусственные меры по продлению жизни компании, в том числе и денежные вливания со стороны акционеров, лишь продлят агонию, но вряд ли приведут к спасению компании. Она все равно обанкротится, пусть даже несколько позже.

Все это время она будет приносить убытки, то есть один лишь ущерб экономике в целом. Что касается интересов кредиторов, за это время компания сможет набрать новых кредитов, то есть кредиторы в целом пострадают в еще большей степени, чем если бы меры по спасению не принимались.

Если так, то, возможно, задачей правопорядка является не продление, а сокращение жизни терпящих бедствие компаний, в стиле «падающего – толкни» (© Ф. Ницше). Иначе говоря, дестимуляция попыток спасения гибнущих компаний и тем самым интенсификация здорового естественного отбора.

Такого рода «ницшеанской мерой» и является правило о субординации займов акционеров. Главным его результатом является ускоренное банкротство финансово неустойчивых компаний.

Возможно даже, что это пойдет на пользу их кредиторам. Но не в том смысле, что кредиторы получают какие-то деньги за счет мифических займов акционеров (которых в реальности, скорее всего, не будет), а в том смысле, что компания просто не успеет набрать дополнительных невозвратных кредитов.

\*\*\*

Эта логика работает, когда финансовые проблемы действительно вызваны неумелым ведением коммерческой деятельностью компании, неэффективными механизмами ее финансирования и т.д. Но что если проблемы вызваны объективными обстоятельствами, такими как непредвиденные колебания рынка? Стоит ли тогда толкать в пропасть пошатнувшуюся компанию? Или наоборот, стоит ее поддержать?

И даже если действующее руководство компании неэффективно, может быть вместо уничтожения компании надо просто заменить его на более эффективное? Это позволит сохранить накопленный компанией «гудвил» (goodwill). (Так в англоязычной литературе называют ценность бизнеса «на ходу», определяющуюся не ценой оборудования и товаров на складе, а нематериальными составляющими: корпоративной культурой, спаянным трудовым коллективом, лояльной клиентурой, наработанными связями с контрагентами и т.п.)

Исходя из этих соображений, многие правопорядки имеют те или иные виды банкротных процедур, предусматривающие не ликвидацию компании, а реструктуризацию ее долгов с целью восстановления ее платежеспособности и продолжения бизнеса. При этом компания должна продемонстрировать, что она действительно имеет реальные планы по восстановлению своей платежеспособности.

В этой парадигме «ницшеанские меры» вроде субординирования займов акционеров выглядят не вполне уместно. Ведь они повышают риск ликвидации компании, то есть уничтожения того самого «гудвила», представляющего собой ценность для экономики в целом. Если руководство компании не виновато в финансовых проблемах компании, то, может быть, это жесткое правило применять не стоит?

Однако тут встает важный практический вопрос: а как определить, является ли причиной несостоятельности компании именно неумелое руководство или все же неблагоприятное стечение обстоятельств? Сможет ли законодатель сформулировать достаточно ясные критерии для разграничения? Справятся ли суды с подобной селекцией?

\*\*\*

Таким образом, правопорядок оказывается перед политико-правовым выбором. Следует ли вводить правило о субординации займов акционеров, означающее ускоренное банкротство неустойчивых в финансовом отношении компаний? На этот вопрос есть как минимум четыре теоретически возможных альтернативных ответа.

Первый ответ: да, следует. Это нужно, чтобы сократить время жизни дурно управляемых компаний, снизив общую сумму потерь для экономики и приблизив момент перераспределения активов более эффективным собственникам.

Второй ответ: правило следует ввести, снабдив оговорками. Судья, используя критерии, установленные либо законом, либо судебной практикой, а также представленные заинтересованными сторонами доказательства и, наконец, собственный мозг, должен разобраться, имело ли место дурное управление компанией, или же все дело в неблагоприятном стечении обстоятельств. В первом случае займы акционеров следует субординировать, во втором – нет.

Третий ответ: нет, не следует. Пошатнувшиеся компании не надо толкать и не надо поддерживать. Пусть в причинах неустойчивости разбираются сами акционеры, находящиеся в наилучшей для этого позиции. Если они сочтут, что неустойчивую компанию имеет смысл поддержать именно при помощи займа, то пусть поддерживают, хуже от этого вряд ли будет. Кредиторам также следует оценивать свои риски самостоятельно, не полагаясь на последующие подачи со стороны судов. А правотворцам не следует лезть в грязных сапогах в тонкие экономические механизмы. Рынок сам расставит все на свои места!

Четвертый ответ: нет, не следует; а, может, и, наоборот, в каких-то случаях следует субординировать кредиты от сторонних кредиторов по отношению к займам от акционеров! Такая мера будет стимулировать вливания со стороны акционеров и позволит поддержать компанию на плаву в течение периода времени, необходимого для восстановления платежеспособности. Это позволит сохранить для общества ее «гудвил», а также благотворно скажется на шансах сторонних кредиторов получить назад свои деньги.

\*\*\*

Вряд ли из этих четырех вариантов ответа можно сделать осмысленный выбор при помощи абстрактных рассуждений. Каждый вариант имеет свои «за» и «против», относительный вес которых зависит от параметров данной экономики, данного правопорядка и данной судебной системы. Как минимум, имеет значение размер (1) потерь, связанных с продлением жизни нежизнеспособных компаний; (2) «гудвила», теряющегося при уничтожении жизнеспособных компаний; (3) издержек, необходимых для судебной селекции жизнеспособных компаний.

На первый взгляд наиболее привлекательным из перечисленных может показаться второй вариант (введение правила о субординации с оговорками). Однако следует осознавать, что осмысленный выбор между «плохими» и «хорошими» займами не бесплатен. Он требует дееспособной судебной системы, обладающей достаточно мощными средствами раскрытия доказательств и способностью принять действительно взвешенное и всесторонне обдуманное решение.

Это влечет значительные издержки, в том числе и в прямом денежном смысле (в частности, расходы на раскрытие доказательств эффективности или неэффективности деятельности менеджмента компании). Суды для принятия решения будут, очевидно, использовать какие-то упрощающие критерии, но многое неизбежно будет зависеть от судебной дискреции и оценки всех доказательств в совокупности. А неопределенность и

дискреция всегда чревата ошибками и коррупцией. В итоге минусы данного варианта могут превзойти плюсы, в зависимости от характеристик судебной системы конкретного правопорядка.

Если так, то, возможно, более экономически эффективным решением будет принятие простого правила, пусть даже и грубого, то есть дающего заметную долю ошибочных срабатываний. В этом смысле более перспективными представляются варианты один и три (введение правила без оговорок либо отказ от введения правила). Но какой же из них выбрать?

Для принятия варианта номер три у правопорядка должна быть серьезная вера в рыночные механизмы, свободу договора и ответственность участников оборота за свои действия. А, кроме того, суды должны уметь разбираться в том, был ли заем акционера реально выдан (и тогда он не субординируется) или же речь о какой-то жульнической схеме с расписками «задним числом» и т.п. (и тогда никого займа вообще нет, а акционера надо посадить в тюрьму). Увы, не всякий правопорядок способен осуществить такую селекцию.

Правило номер один предполагает, что законодатель (или судебная система) лучше рынка знает, что хорошо для участников оборота, и, в частности, каким образом можно осчастливить кредиторов несостоятельных компаний. В качестве бонуса прямолинейное правило о субординации позволяет без какого-либо труда обезвредить жульнические схемы с фиктивными займами. (При этом остается открытым вопрос о жульничестве акционера, предоставившего фиктивный заем, в отношении *остальных акционеров*, но это уже другая история.)

Правило номер четыре (субординация займов сторонних кредиторов) выглядит экстремально. Однако, возможно, его можно использовать в определенных ситуациях, когда стимулирование займов акционеров окажется экономически эффективным.

\*\*\*

Подход различных юрисдикций к вопросу субординации займов акционеров значительно варьируется.

В Германии доктрина субординации займов акционеров [возникла](#) в практике Имперского Суда (Reichsgericht) в 1930-х годах и затем получила развитие в решениях Верховного Суда ФРГ (Bundesgerichtshof). Методом проб и ошибок были сформулированы довольно сложные оценочные правила для разграничения «хороших» и «плохих» займов акционеров, впоследствии частично кодифицированные.

Однако в результате [реформы](#) 2008 года эти запутанные правила были упразднены. Немецкий законодатель счел за благо перейти к простейшей норме, согласно которой в случае банкротства компании *все* займы от ее акционеров (участников) субординируются. Есть лишь пара исключений, основное из которых – займы от миноритарных акционеров, то есть акционеров, владеющих не более 10% капитала компании.

В США доктрина [субординации](#) возникла в судебной практике также в 1930-х и была частично кодифицирована в 1970-х. Возможно, сама идея была позаимствована в Германии, поскольку методика различения «хороших» и «плохих» займов была примерно такая же. Суть в том, что субординация производится по усмотрению суда, но лишь при наличии некой степени вины акционера-займодавца (его «несправедливое поведение», причинившее вред другим кредиторам).

Критерии субординации можно найти в деле Апелляционного Суда по Пятому округу от 1977 года.

- (1) The claimant must have engaged in some type of inequitable conduct;
- (2) The misconduct must have resulted in injury to the creditors of the bankrupt or conferred an

unfair advantage on the claimant; and (3) equitable subordination of the claim must not be inconsistent with the provisions of the Bankruptcy Act [the predecessor to the Bankruptcy Code].

Benjamin v. Diamond (In re Mobile Steel Co.), 563 F.2d 692, 700 (5th Cir. 1977).

Помимо доктрины субординации (subordination), в США существует доктрина [переквалификации](#) (recharacterization) (займы акционера переквалифицируются во вклады в капитал). В отличие от субординации, переквалификация мыслится как идентификация истинной правовой природы сделки, не зависящей от наличия или отсутствия вины акционера-заемщика.

В деле Апелляционного Суда по шестому округу был сформулирован тест из 11 факторов, предназначенный для определения того, нужно ли переквалифицировать заем акционера.

This court has identified a number of factors to be used in making the capital contribution versus loan determination: (1) the names given to the instruments, if any, evidencing the indebtedness; (2) the presence or absence of a fixed maturity date and schedule of payments; (3) the presence or absence of a fixed rate of interest and interest payments; (4) the source of repayments; (5) the adequacy or inadequacy of capitalization; (6) the identity of interest between the creditor and the stockholder; (7) the security, if any, for the advances; (8) the corporation's ability to obtain financing from outside lending institutions; (9) the extent to which the advances were subordinated to the claims of outside creditors; (10) the extent to which the advances were used to acquire capital assets; and (11) the presence or absence of a sinking fund to provide repayments.

Roth Steel Tube Co. v. Commissioner, 800 F.2d 625 (6th Cir. 1986).

Суды других округов, как правило, также следуют этим критериям.

А вот в Великобритании ни суды, ни законодатели [не вводили](#) каких-либо правил субординации займов от акционеров. Кто-то скажет, не доросли; но возможно и то, что англичане считают такой подход принципиально неприемлемым вмешательством в рыночные отношения.

Более того, есть знаменитое английское дело от 1968 года, в котором Палата Лордов признала, что целевой заем от акционера имеет приоритет перед требованиями «обычных» кредиторов. Суть, впрочем, была не в том, что заем от акционера, а в том, что он целевой.

Акционер предоставил своей компании, находящейся в сложном финансовом положении, целевой заем для выплаты дивидендов. Однако дивиденды не были выплачены, и компания ушла в банкротство. Суд признал, что деньги, выданные по целевому займу, находятся у компании в трасте до момента использования их на предусмотренные договором займа цели. Если же целей достичь невозможно, деньги возвращаются займодавцу.

Переводя на континентальный язык, можно сказать, что требование такого кредитора имеет не обязательственный, а вещный характер (так как по справедливости он – собственник этих денег). Соответственно, в случае банкротства эти деньги не входят в конкурсную массу, а передаются займодавцу. Даже если он – акционер компании!

Такой траст получил название «траст типа Quistclose» (Quistclose trust) (по наименованию дела). Прецедент остается в силе и сегодня.

Barclays Bank Ltd v Quistclose Investments Ltd [1968] UKHL 4.

\*\*\*

Возвращаясь к перечисленным выше вариантам решения проблемы субординации займов акционеров, можно заключить, что, с точностью до некоторых оговорок, Германия в итоге предпочла вариант номер один (безусловная субординация), США – вариант номер два (субординация с оговорками), а Великобритания – вариант номер три (никакой субординации). У каждого из подходов есть и другие правопорядки-последователи.

«Экстремальный» вариант номер четыре («антисубординация») нигде не используется в чистом виде. Однако, возможно, английский «траст типа Quistclose» можно рассматривать как некий шаг в этом направлении.

Кроме того, стоит иметь в виду, что во многих юрисдикциях действуют правила, относящиеся к процедуре реструктуризации задолженности. Эти правила обычно предусматривают, что займы, полученные компанией после начала реструктуризации (в том числе и от акционеров), имеют приоритет перед требованиями любых кредиторов, относящимися к периоду до начала реструктуризации. Это, думается, тоже можно считать своего рода ограниченным воплощением варианта номер четыре.

\*\*\*

Законодатели и судьи, сочиняя правила о субординации займов акционеров, далеко не всегда осознают «нищешанско-дарвиновский» характер этих правил, эффект которых состоит в «сталкивании в пропасть» неустойчивых в финансовом отношении компаний и тем самым, потенциально, в «улучшении породы» участников оборота.

Перед мысленным взором правотворцев (или даже непосредственно перед глазами судьи) стоит конкретный кредитор, проблему которого можно решить, субординировав заем от акционера. Соображения о влиянии введенного таким образом правила на будущее поведение других акционеров других компаний и, соответственно, на судьбу гипотетических будущих кредиторов этих других компаний, если и играют роль, то не обязательно весомую.

Напротив, экономисты (специалисты по экономическому анализу права) отчетливо осознают эти более отдаленные последствия введения такого правила. Ведь с их точки зрения, важен не столько результат применения правила в конкретном деле, сколько его влияние на поведение участников оборота и его влияние на благосостояние общества в целом.

С точки зрения экономиста, вопрос о необходимости или отсутствии необходимости введения правила о субординации займа акционеров – это чисто математическая задача. В зависимости от параметров модели нужно выбрать вариант правила, который оказывает оптимальное (с точки зрения совокупной общественной полезности) воздействие на поведение участников оборота.

Так, в работе Мартина Гелтера от 2005 года автор строит некую математическую модель, чтобы проанализировать стимулы участников оборота в типичной ситуации, когда акционер пытается спасти компанию от почти неизбежной ликвидации путем предоставления займа.

Martin Gelter.

The Subordination of Shareholder Loans in Bankruptcy

[Harvard Olin Fellows' Discussion Paper Series No. 4, 1/2005](#)

[International Review of Law and Economics, Vol. 26, No. 4, 2006](#)

Эта попытка спасения компании может быть как эффективной, так и неэффективной, то есть не достигающей цели реанимации компании. Автор математически доказывает, что результат введения правила о субординации займов акционеров неоднозначен. Правило

иногда дает как «ошибки первого типа» (продолжение существования неэффективных компаний), так и «ошибки второго типа» (ликвидация эффективных компаний).

С одной стороны, субординация дестимулирует некоторые неэффективные попытки спасения, но, с другой стороны, она также дестимулирует и некоторые эффективные попытки. По мнению автора, это означает необходимость «настройки» этого правила, сужающей область его применения.

Кроме того, по расчетам автора, правило в недостаточной степени дестимулирует некоторые неэффективные попытки спасения. По его мнению, это означает, что в таких ситуациях необходимо введение более серьезных мер, таких как ответственность менеджеров по долгам компании перед другими кредиторами.

Желающие могут ознакомиться с расчетами автора самостоятельно, я здесь приведу лишь выдержку из его выводов.

The analysis of the incentive effects of the subordination of shareholder loans shows that there is a potential danger of preventing either efficient and inefficient rescue attempts by subordination of shareholder loans. In order to prevent “Type II errors”, i.e. to avoid deterring desirable rescues, the doctrine should not apply to ex ante inefficient attempts, which would require an assessment whether a rescue attempt resulted in an ex ante expected total value of the company larger than its liquidation value at that time. ...

In some cases, subordination creates insufficient deterrence against “Type I errors”, meaning that undesirable rescue attempts will still take place. Policymakers should consider stiffer penalties (e.g. in the form of veil piercing) in such instances.

[Martin Gelter](#) (2005)

\*\*\*

Что касается российского правопорядка, при решении вопроса о том, следует ли вводить субординацию займов акционеров, следует иметь в виду, что существенная часть таких займов является «нарисованными».

Целью мошенников часто является даже не столько получение фиктивных долгов с компании, сколько [перехват контроля](#) над процессом ее банкротства. Причем российская судебная система, не имеющая серьезных средств раскрытия доказательств, бывает не в состоянии разоблачить подобное жульничество.

Соответственно, решающими для введения правила могут оказаться совсем не те соображения, которые имеют значения для правопорядков, где средства для разоблачения жуликов имеются. Субординация займов от акционеров и их аффилированных структур на корню подрывает мошеннические схемы, пусть даже ценой полного дестимулирования эффективных попыток спасения компании ее акционерами.

Увы, для борьбы с мошенниками правотворцам порой приходится неизбежно «бить по площадям», жертвуя корректным стимулированием добросовестных участников оборота. Это один из видов потерь от неэффективной судебной системы...

\*\*\*

**См. также:**

1) SUBORDINATION OF SHAREHOLDER LOANS FROM A LEGAL AND ECONOMIC PERSPECTIVE

<https://www.cesifo-group.de/DocDL/dicereport207-rr1.pdf>

2) Subordination, Recharacterization and Other Claims Issues

<https://www.andrewskurth.com/assets/htmldocuments/Subordination%20Recharacterization%20and%20Other%20Issues%20-%20Vail%20CLE%202009.pdf>



3) Debt-to-equity Recharacterization Is It More than Equitable Subordinations Evil Twin  
<https://www.abi.org/abi-journal/debt-to-equity-recharacterization-is-it-more-than-equitable-subordinations-evil-twin>

3) Equitable Subordination in Bankruptcy: An Analysis of In re Yellowstone  
[https://www.americanbar.org/content/dam/aba/publications/rpte\\_ereport/2010/february/rp\\_murray.authcheckdam.pdf](https://www.americanbar.org/content/dam/aba/publications/rpte_ereport/2010/february/rp_murray.authcheckdam.pdf)

4) Ninth Circuit Holds That Debt Can Be Recharacterized as Equity  
<https://www.kattenlaw.com/ninth-circuit-holds-that-debt-can-be-recharacterized-as-equity>

5) Кейсы

In re Mobile Steel Co., 563 F.2d 692 (5th Cir. 1977).

<https://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/F2/563/692/31525/>

In re Autostyle Plastics, Inc., 269 F.3d 726 (6th Cir. 2001).

<https://caselaw.findlaw.com/us-6th-circuit/1405428.html>

In re Fitness Holdings International, Inc., 2013 WL 1800000 (9th Cir. Apr. 30, 2013).

<https://caselaw.findlaw.com/us-9th-circuit/1629526.html>