



ЮРИДИЧЕСКИЙ ДЮ ДИЛИДЖЕНС ФИНАНСОВОЙ БЕЗОПАСНОСТИ ЭМИТЕНТА ПРИ ОРГАНИЗАЦИИ ИРО

В. В. Круглов

Московский государственный университет имени М. В. Ломоносова,
Москва, Россия

Статья посвящена комплексному исследованию правовых аспектов юридического дью дилидженс эмитента при организации первичного публичного размещения акций в Российской Федерации. Автор выявляет фундаментальную проблему отсутствия специального законодательного регулирования института дью дилидженс при публичных размещениях, создающего правовую неопределенность для участников фондового рынка. На основе анализа действующего законодательства о рынке ценных бумаг, корпоративного права, правоприменительной практики и зарубежного опыта исследуется правовая природа юридического дью дилидженс как механизма идентификации и раскрытия правовых рисков эмитента. Систематизируются направления юридической проверки, охватывающие корпоративно-правовой статус, права на активы, договорные отношения, судебные споры, соответствие регуляторным требованиям. Особое внимание уделяется проблеме распределения ответственности между эмитентом, организаторами размещения и юридическими консультантами за достоверность информации в проспекте ценных бумаг. Обращается внимание на специфику юридической проверки государственных корпораций, планирующих ИРО. Научная новизна исследования заключается в разработке концепции правового регулирования юридического дью дилидженс эмитента при ИРО, формулировании критериев добросовестности его проведения и предложений по законодательному закреплению стандартов данной процедуры. Результаты исследования имеют практическое значение для совершенствования правового обеспечения экономической и финансовой безопасности инвесторов, развития российского рынка публичных размещений и защиты прав участников корпоративных отношений.

Ключевые слова: дью дилидженс эмитента, первичное публичное размещение акций, проспект ценных бумаг, правовые риски, раскрытие информации, публичное акционерное общество, экономическая безопасность инвесторов.

FINANCE SECURITY JURIDICAL DUE DILIGENCE OF ISSUER IN IPO ORGANIZATION

Vladimir V. Kruglov

Lomonosov Moscow State University, Moscow, Russia

The article deals with complex research of legal aspects of juridical due diligence of issuer in IPO organization in the Russian Federation. The author showed the fundamental problem of the absence of specific legal regulation of due diligence institute in public offerings, which creates legal uncertainty for stock market participants. On the basis of the effective legislation on securities market, corporate law, administrative practice and overseas experience legal nature of juridical due diligence is studied as mechanism of identifying and revealing legal risks of issuer. The author systematized lines of juridical verification covering corporate-legal status, rights on assets, contract relations, court disputes, compliance with regulatory requirements. Special attention is paid to distribution of responsibility between issuer, offering organizers and legal consultants for information trustworthiness in securities prospectus. Attention is drawn to specificity of juridical verification of state-owned corporations planning IPO. Scientific novelty of the research lies in the development of the concept of legal regulation of juridical due diligence in IPO, formulation of due diligence criteria of its holding and proposals on legislative securing of this procedure standards. Findings of the research are of practical importance for upgrading legal support of economic and financial security of investors, development of Russian market of public offerings and protection of corporate relation participants' rights.

Keywords: due diligence of issuer, IPO of shares, securities prospectus, legal risks, information revealing, public joint-stock company, economic security of investors.

Первичное публичное размещение акций (IPO) выступает важнейшим механизмом привлечения капитала и расширения инвестиционной базы отечественных компаний, получившим новый импульс в рамках поставленной президентом России задачи удвоения капитализации фондового рынка к 2030 г. [6]. В контексте планируемых и/или ожидаемых (рынком) публичных размещений акций крупнейших отечественных государственных корпораций, включая «Дом.РФ», «РЖД» и «Росатом» [8], актуализируется проблематика обеспечения экономической безопасности инвесторов и защиты их прав.

Критически важным, но, по сути, не урегулированным в российском праве элементом подготовки к IPO выступает юридический дью дилидженс эмитента. Отсутствие специального законодательного регулирования процедуры дью дилидженс в нашей стране создает правовую неопределенность, осложняющую как проведение комплексной проверки эмитента, так и определение юридических последствий выявленных рисков, в том числе в контексте защиты прав и законных интересов инвесторов, на обеспечение которых направлены процедуры дью дилидженс.

Особую актуальность проблематика настоящего исследования приобретает в условиях формирования новых требований Банка России к раскрытию информации при IPO, расширения круга розничных инвесторов на российском рынке ценных бумаг и обострения дискуссии об ответственности организаторов размещения за достоверность проспектов эмиссии. Публичное акционерное общество как специфический субъект корпоративного права подлежит повышенным регуляторным требованиям к корпоративному управлению и прозрачности, что предопределяет необходимость формирования научно обоснованной концепции юридического дью дилидженс при организации IPO.

В международной практике правовые аспекты дью дилидженс при IPO получили широкое освещение в рамках исследований механизмов защиты инвесторов и обеспечения информационной прозрачности фондовых рынков. В классических работах по правовому регулированию рынка ценных бумаг США [9; 12; 13] анализируется роль правового дью дилидженс в контексте требований Закона о ценных бумагах 1933 г. и практики Комиссии по ценным бумагам и биржам. Международные стандарты раскрытия информации эмитентами сформированы прежде всего на основе Принципов корпоративного управления ОЭСР (G20/OECD Principles of Corporate Governance)¹.

В исследовании Л. С. Спеддинг показано, что неадекватная процедура дью дилидженс выступает одной из ключевых причин снижения стоимости для акционеров приблизительно в половине от общего числа проанализированных сделок [14]. Следует отметить, что в зарубежной доктрине активно разрабатывается концепция должной осмотрительности (duty of care) в качестве правового стандарта поведения участников рынка ценных бумаг [10; 11].

Отечественная правовая наука обращается к проблематике дью дилидженс преимущественно через призму сделок слияний и поглощений, инвестиционного права и корпоративных отношений. А. В. Панченко предложил комплексное определение дью дилидженс как совокупности действий по сбору, исследованию и анализу информации об объекте инвестирования [5]. Ю. Харламова анализировала становление института дью дилидженс в российской практике адвокатской деятельности [7]. В онлайн-публикации, подготовленной бизнес-юристом Е. Рябовым, предложена схема процедуры юридического дью дилидженс, проводимого перед покупкой бизнеса [2]. Специфика российского рынка IPO была исследована в рабо-

¹ URL: https://www.oecd.org/en/publications/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2023_ed750b30-en.html

тах, посвященных стратегиям выхода компаний на биржу [1; 3]. Вместе с тем в настоящее время в отечественной юриспруденции отсутствуют комплексные исследования правового дью дилидженс эмитента при организации IPO. Сохраняется необходимость в проведении научных разработок, в которых предлагалась бы систематизация правовых рисков недостаточной проверки эмитента с формулировкой рекомендаций по совершенствованию правового регулирования данного института.

Центральная исследовательская проблема, затрагиваемая в рамках настоящей публикации, заключается в правовой неопределенности по поводу функционирования института юридического дью дилидженс эмитента при организации IPO в российской правовой системе. Данная проблема проявляется в таких взаимосвязанных аспектах, как:

- отсутствие специального законодательного регулирования процедуры дью дилидженс, которое создает ситуацию, когда участники рынка ценных бумаг вынуждены руководствоваться разрозненными нормами гражданского, налогового законодательства, законодательства о рынке ценных бумаг, законов о банкротстве и противодействии отмыванию доходов, не образующими целостной правовой конструкции. Также отсутствуют необходимые лицензионные требования, государственные (и/или отраслевые) стандарты (лучшие практики и др.), критерии установления квалификации специалистов (включая профессиональные стандарты для экспертов по дью дилидженс);

- неопределенность по поводу объема, методологии и стандартов качества юридической проверки эмитента, которая порождает как риски недостаточного раскрытия информации инвесторам, так и риски необоснованного увеличения издержек эмитента. Так, в частности, на практике продолжительность дью дилидженс варьируется от трех недель до двенадцати месяцев, и четкие ориентиры, в

том числе правовые, в данном случае отсутствуют;

- спорный характер вопроса о юридических последствиях идентификации рисков в ходе дью дилидженс. В частности, сохраняющая значительную актуальность проблематика установления ответственности организаторов размещения за достоверность проспекта эмиссии отражает неразрешенность вопроса по поводу распределения правовых рисков между эмитентом, организаторами IPO и инвесторами;

- значительные сложности, возникающие при проверке крупнейших госкорпораций с многоуровневой структурой, множественными дочерними обществами и специфическим правовым статусом. В данном контексте традиционные подходы к дью дилидженс требуют комплексной адаптации к особенностям государственного участия в капитале.

С учетом изложенного целями настоящего исследования выступают разработка научно обоснованной правовой концепции юридического дью дилидженс эмитента при организации IPO в Российской Федерации, идентификация ключевых проблем правового регулирования данного института и уточнение механизмов минимизации юридических рисков для защиты прав и законных интересов инвесторов.

В основу методологии настоящего исследования положен метод концептуального анализа, применение которого направлено на выявление сущностных характеристик института юридического дью дилидженс эмитента, идентификацию содержания базовых правовых категорий и формулирование научной концепции правового регулирования данного института в контексте организации IPO.

Формально-юридический метод использован для исследования действующего законодательства о рынке ценных бумаг, эмиссии и корпоративном управлении. С применением настоящего метода были выявлены ключевые проблемы и противоречия в правовом регулировании институ-

та дью дилидженс в Российской Федерации.

Системный метод использован для исследования юридического дью дилидженс как элемента комплексной процедуры подготовки к IPO, включающей финансовую, налоговую, операционную проверку эмитента. Применение системного подхода содействовало выявлению взаимосвязей между юридической проверкой и иными стадиями организации публичного размещения (подготовкой проспекта эмиссии, листингом, роуд-шоу).

Для исследования судебной практики по корпоративным спорам, связанным с эмиссией ценных бумаг, практики Банка России по регистрации проспектов эмиссии, практики применения мер ответственности за недостоверное раскрытие информации эмитентами был использован метод анализа правоприменительной практики. Анализ правоприменения позволил выявить типичные правовые риски эмитентов и проблемные зоны действующего регулирования.

Для разработки предложений по совершенствованию законодательства, формулированию стандартов проведения юридического дью дилидженс и критериев оценки его добросовестности применялся метод правового моделирования.

Феномен первичного публичного размещения акций отражает комплексный правовой механизм трансформации непубличного акционерного общества в публичную компанию, акции которой доступны широкому кругу инвесторов. Российская практика IPO, переживающая период активизации в связи с реализацией государственной политики развития фондового рынка, сталкивается с фундаментальными правовыми вызовами, связанными с обеспечением баланса интересов эмитента, привлекающего капитал, и инвесторов, приобретающих ценные бумаги и действующих в процессе IPO на основе публично раскрываемой информации.

Критически важным, но недостаточно концептуализированным в российской

правовой доктрине институтом, призванным обеспечить выявление, оценку и надлежащее раскрытие правовых рисков компании, выходящей на публичный рынок, выступает юридический дью дилидженс эмитента. В условиях отсутствия специального законодательного регулирования данной процедуры участники рынка вынуждены ориентироваться на международные стандарты, адаптируя их к специфике российской правовой системы, при этом вне рамок ключевых юридических гарантий, которые могло бы предоставить отечественное законодательство.

Настоящее исследование основывается на понимании юридического дью дилидженс как комплексной правовой проверки эмитента, направленной на идентификацию юридических рисков, связанных с корпоративной структурой, правами на активы, договорными отношениями, судебными спорами, соответствием законодательству и иными аспектами деятельности компании, которые могут повлиять на инвестиционное решение. Результаты такой проверки формируют основу для раскрытия информации в эмиссионных документах и принятия обоснованного решения о целесообразности и условиях публичного размещения.

Парадокс российской правовой действительности заключается в том, что при формально обязательном характере процедуры дью дилидженс для IPO ее содержание, стандарты качества, распределение ответственности остаются предметом договорной практики и профессионального усмотрения юридических консультантов. Данное обстоятельство актуализирует необходимость научной разработки правовых основ института юридического дью дилидженс эмитента при организации IPO.

Категория юридического дью дилидженс эмитента опосредует специализированную процедуру комплексной правовой проверки компании, осуществляемую в целях выявления, идентификации и оценки правовых рисков, способных оказать

существенное влияние на инвестиционное решение. Правовая конструкция данного института принципиально отличается от его финансового и налогового аналогов по предмету, методологии и юридическим последствиям, связанным с применением идентифицированной информации.

Получивший более широкое распространение (и в меньшей степени затрагивающий чувствительные юридические вопросы, в том числе процедурного характера) финансовый дью дилидженс фокусируется на анализе прибыльности, денежных потоков, качества активов и пассивов компании. Финансовый дью дилидженс применяется в значительном числе случаев, включая приобретение долей в компании или инвестирование в корпоративные облигации, контрольные пакеты акций, обращающиеся на вторичном фондовом рынке.

Налоговый дью дилидженс нацелен на выявление налоговых рисков, переплат и потенциальных претензий налоговых органов; в корпоративном секторе к инструментарию налогового дью дилидженс прибегают, в частности, при проверке контрагента, необходимость в которой возникает в значительном числе ситуаций.

Юридический дью дилидженс охватывает принципиально иную сферу – правовую легитимность деятельности эмитента, обоснованность его правовых титулов, соответствие действующему законодательству и контрактным обязательствам. Специфика данного вида проверки заключается в том, что она обращена не столько к фактам хозяйственной деятельности, сколько к формам их правового оформления и правовым последствиям, из них вытекающим.

Согласно Положению Банка России от 19 декабря 2019 г. № 706-П «О стандартах эмиссии ценных бумаг» (ред. от 4 марта 2024 г.), эмитент обязан предоставить организаторам размещения документы, подтверждающие соответствие законодательству и отсутствие правовых препятствий к выпуску ценных бумаг. Данное требование

имплицитно предполагает проведение комплексной юридической проверки (дью дилидженс) заинтересованными сторонами (их уполномоченными представителями). Более того, при подготовке проспекта ценных бумаг по смыслу Федерального закона Российской Федерации от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (ред. от 27 октября 2025 г.) (п. 1, ч. 3, ст. 22) и Положения Банка России от 27 марта 2020 г. № 714-П «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» (зарегистрировано в Минюсте России 24 апреля 2020 г. № 58203) (ред. от 30 сентября 2022 г.) (прил. 2, ч. II) эмитент должен раскрыть информацию о факторах риска, неотъемлемо связанных с его правовым статусом, договорными обязательствами и возможным судебным или административным преследованием. Юридический дью дилидженс обеспечивает фактическую основу для раскрытия такой информации, позволяя преобразовать результаты проверки в требуемый для инвесторов информационный формат.

На практике проведение юридического дью дилидженс может быть возложено на несколько субъектов с различными функциями и ответственностью:

- юридический консультант эмитента действует в интересах последнего, проводит внутреннюю проверку и подготавливает материалы, необходимые для раскрытия в проспекте эмиссии;

- в роли независимого проверяющего выступает юридический консультант организаторов размещения, подтверждающий адекватность выявленных рисков и полноту их раскрытия. Организаторы размещения, несущие солидарную ответственность за информацию в проспекте, обязаны проверить выполнение процедуры дью дилидженс. Распределение функций создает систему взаимных проверок, хотя и порождает неопределенность в части ответственности.

Обязательность проведения юридического дью дилидженс вытекает из общих принципов гражданского права – требова-

ний добросовестности и разумности (ст. 10, 401 Гражданского кодекса Российской Федерации – ГК РФ), а также из предусмотренного в налоговом законодательстве принципа должной осмотрительности (ст. 54.1 Налогового кодекса Российской Федерации – НК РФ). При этом в российском праве не содержится прямого законодательного установления ни самой процедуры дью дилидженс, ни ее минимальных стандартов.

Необходимо особо подчеркнуть, что специфика юридической проверки при IPO принципиально отличается от проверки при сделках слияния и поглощения (M&A). В рамках реализации процедур M&A покупатель зачастую располагает широкими полномочиями по истребованию доступа к информации и наделен правом расторгнуть сделку при обнаружении существенных рисков. При IPO эмитент менее заинтересован в публичном раскрытии той информации, которая может «отпугнуть» инвесторов, что порождает явление информационной асимметрии. Кроме того, при IPO результат дью дилидженс трансформируется в публичное раскрытие, что требует большей осторожности и консерватизма в квалификации рисков.

Комплексная юридическая проверка эмитента при организации IPO охватывает взаимосвязанные направления анализа, образующие единую систему выявления правовых рисков. Предлагаемая ниже систематизация разделов (блоков) процедуры юридического дью дилидженс эмитента отражает последовательность, в рамках которой риски интегрируются в процесс корпоративного управления и принятия инвестиционного решения:

– корпоративно-правовой блок выступает фундаментом анализа, проводимого в рамках юридического дью дилидженс эмитента. В рамках данного блока осуществляется ряд процедур. Проверка учредительных документов направлена на верификацию законности создания компании, регистрации ее устава, внесения

необходимых записей в ЕГРЮЛ. Анализ корпоративной истории охватывает все события реорганизации (слияния, разделения, присоединения), каждое из которых несет риск неполноты правопреемства или возможности оспаривания результатов. Критическое значение в рамках данного аналитического блока приобретает проверка факта оплаты уставного капитала в полном объеме – требование закона, нарушение которого может служить основанием для предъявления иска к учредителям и влияет на правовой статус акционеров. Особое внимание должно уделяться оценке структуры (состава) акционеров и выявлению бенефициарных владельцев, прежде всего в тех случаях, когда акции распределены по цепочке потенциально или реально взаимосвязанных, взаимозависимых юридических лиц. Следует всегда учитывать, что реализация риска наличия скрытого управления аффилированными лицами либо нарушения требований о раскрытии информации об истинных собственниках может привести к нарушению обязательств перед инвесторами и, помимо прочего, наложению санкций регулятором;

– проведение анализа корпоративного управления эмитентом направлено на проверку соответствия предъявляемым требованиям к публичному акционерному обществу. Структура органов управления должна включать совет директоров с соблюдением обязательных количественных требований к включению независимых директоров, функциональные комитеты (по аудиту, вознаграждениям, имущественной ответственности), ревизионную комиссию. Система внутреннего контроля и аудита должна соответствовать требованиям, установленным регулятором (для финансовых организаций также важно учитывать обязательные требования Банка России в области функционирования службы управления рисками и внутренними процедурами управления достаточностью капитала кредитной организации, если применимо). Наличие пробелов и

несоответствий регуляторным требованиям в структуре управления не только является самостоятельным риском эмитента, но и может привести к отказу в листинге на основном секторе биржи;

- процедура проверки прав на активы должна охватывать материальные и нематериальные активы компании-эмитента. В частности, недвижимое имущество должно быть зарегистрировано в Едином государственном реестре недвижимости, причем проверке подлежит как сам факт регистрации, так и наличие сопутствующих обременений (ипотека, сервитуты, договоры аренды, заключенные на срок более года). Оборудование и иное движимое имущество, хотя и подлежит менее строгому регулированию, требует оценки для выявления критических активов. Права интеллектуальной собственности, особенно в технологических компаниях, должны быть надлежащим образом оформлены и защищены от возможных исков третьих лиц о нарушении патентных прав. Следует учитывать, что с фактами недобросовестного отчуждения имущества, а также с возможностью взыскания по ранее обремененному имуществу или судебными спорами с бывшими владельцами связан риск оспаривания прав на активы;

- углубленное исследование договорной базы компании-эмитента имеет исключительную важность для выявления критических уязвимостей и рисков в связи с исполнением ключевых договорных обязательств на текущий момент и в будущем. В данной связи должны быть выявлены прежде всего договоры, в которых содержатся обременительные для эмитента условия, как, в частности, клаузулы об автоматическом расторжении в случае изменения контроля над компанией, требующие получения согласия контрагентов на проведение IPO или предусматривающие значительное увеличение платежей при смене собственника. Крупные (с высокой стоимостной оценкой) долгосрочные контракты, составляющие существенную часть

доходов эмитента, должны быть проанализированы на предмет стабильности и рисков аннулирования. В частности, следует исходить из того, что непредвиденное расторжение критически важного контракта может кардинально изменить финансовый профиль компании и инвестиционную привлекательность;

- в рамках исследования судебных споров и претензионной работы должно обеспечиваться систематическое выявление текущих арбитражных, административных и гражданских дел, в которых эмитент является стороной, а также проводится оценка вероятности возбуждения новых исков. Помимо прочего, должны быть проанализированы претензии контрагентов (поставщиков, клиентов, конкурентов), налоговых органов и Роструда, которые могут привести к наложению штрафов, уплаты пеней и к различным судебным разбирательствам. Риск будущих исков может быть связан с экологической деятельностью компании, нарушениями прав работников, качеством товаров и услуг. Должен быть оценен размер потенциального убытка от судебных разбирательств, который надлежит раскрыть в проспекте эмиссии как фактор риска;

- анализ трудовых отношений призван выявить их соответствие текущему законодательному регулированию в предметной области. В рамках соответствующих процедур дью дилидженс проверяются кадровые документы, правильность оформления трудовых договоров, наличие обходных схем с использованием подрядчиков или временных работников в целях уклонения от трудовых обязательств. Особое внимание в предметной области должно уделяться текущим спорам администрации компании с работниками, включая коллективные трудовые споры. Следует проверять содержание и исполнение программы опционов для менеджмента (при наличии на соответствие законодательству, правильность налогообложения, а также по поводу потенциальных обяза-

тельств эмитента перед получателями опционов;

- лицензии и разрешения проверяются на предмет актуальности, соответствия лиц, получивших лицензию, требованиям законодательства, наличия ограничений или условий, которые могут быть нарушены. Следствием нарушений в деятельности компании выступает риск приостановления или отзыва лицензии, реализация которого может представлять критическую угрозу для бизнеса, особенно в регулируемых секторах (финансовые услуги, энергетика, телекоммуникации);

- при оценке соответствия регуляторным требованиям оцениваются аспекты, предусмотренные антимонопольным законодательством (оценивается риск наложения штрафов за картельный сговор, иные незаконные соглашения), налоговым законодательством (изучается история налоговых проверок, выявляется наличие неурегулированных споров с ФНС), экологическим законодательством (устанавливается соответствие природоохранным нормам, оценивается риск принудительного закрытия производства), валютным законодательством (проведение соответствующих проверок осуществляется при выявлении фактов операций с иностранной валютой), требованиями по противодействию отмыванию доходов и финансированию терроризма (проводится проверка в соответствующих информационных базах);

- проведение исследования аффилированных лиц и сделок с заинтересованностью требует полной идентификации всего комплекса отношений между компанией, ее руководством, акционерами и третьими лицами, способных создать конфликт интересов. Сделки между связанными сторонами должны быть оценены на предмет справедливости их условий и соответствия требованиям законодательства об акционерных обществах о согласовании таких сделок.

Необходимо особо подчеркнуть, что специфика проверки государственных

корпораций (таких как «Дом.РФ», «РЖД», «Росатом») характеризуется анализом их специального правового статуса, полномочий единственного акционера – государства в лице уполномоченного органа, наличием ограничений на сделки, особенно предусмотренные законодательством о государственных корпорациях. Возникают уникальные риски, связанные с применением режима государственной тайны, ограничением доступа к информации для инвесторов, возможностью непредсказуемого изменения политики единственного акционера.

Проведение юридического дью дилидженс представляет собой детально структурированный процесс, разворачивающийся во времени и подчиненный логике накопления информации, ее анализа и синтеза в правовое заключение. Настоящий процесс не имеет строгой регламентации в российском законодательстве, что порождает вариативность в подходах различных юридических фирм и консультантов. Однако, опираясь на сложившуюся практику как в России, так и особенно за рубежом, могут быть выделены ключевые этапы юридической процедуры.

На *подготовительном* этапе происходит согласование сторонами (эмитент, юридические консультанты, организаторы эмиссии) условий проведения дью дилидженс, в том числе сроков, порядка доступа к информации, обеспечения конфиденциальности и по поводу формы итогового заключения. На данном этапе консультанты эмитента готовят необходимые материалы, согласуют с руководством объем раскрываемой информации и возможные ограничения (в частности, в отношении коммерческой тайны). Консультанты организаторов в свою очередь формируют список требуемых документов и определяют направления проверки.

На *следующем* этапе реализуется ряд действий:

1. *Формирование запроса документов.* Лист запроса документов представляет систематизированный перечень всей информа-

ции, необходимой для проведения проверки. Классификацию документов следует осуществлять по основным направлениям: корпоративные документы, договорная база, финансовые и налоговые документы, кадровые документы, лицензии и разрешения, судебные и административные материалы, страховые полисы, экологическая документация. Каждая категория может содержать от десятков до сотен позиций. Полнота запроса зависит от опыта консультантов, особенностей бизнеса компании и предполагаемых рисков. Типовые запросы для различных секторов могут содержать 200–300 позиций, каждая из которых должна быть удовлетворена или обоснованно отклонена эмитентом.

2. Организация виртуального хранения информации, как правило (в современных условиях), в облачных хранилищах, на электронных платформах с защитой доступа. Эмитент загружает документы, консультанты проводят их на основе установленных прав доступа. Режим доступа определяется договоренностью сторон: некоторые консультанты допускаются ко всем материалам, другие получают доступ избирательно с ограничением по времени. Конфиденциальность защищается через лицензионные соглашения, документы о неразглашении, ограничения на дальнейшую передачу информации. Соблюдение требований по поводу конфиденциальности особенно критично при проверке государственных корпораций, располагающих информацией, отнесенной к государственной тайне.

3. Проведение непосредственного анализа документов, который включает множественные слои проверки. Первый слой – верификация внешних источников: проверка корректности регистрационных данных, поиск судебных решений, проверка лицензий в реестрах соответствующих органов и др. Второй слой – сопоставление внутренних документов, включая проверку на согласованность учредительных документов с данными ЕГРЮЛ, непротиворечивость бухгалтерских документов, со-

ответствие учетной политики фактической деятельности и др. Третий слой – выявление противоречий и пробелов, в частности, таких, как отсутствие подписей на критически важных документах, отсутствие решений органов управления по рассмотренным вопросам, несоответствие сметы фактическим расходам. Четвертый слой – анализ источников и форм оформления, в том числе на предмет подделки документов, подражания стилю оформления, наличия растяжек или подтеков на отсканированных копиях, несоответствия предусмотренных законом форм фактически используемым и др.

4. Идентификация и оценка юридических и иных сопутствующих рисков. Красные флаги (как массовая регистрация юридических лиц с участием одного человека, неоплаченный или не полностью оплаченный уставный капитал, незарегистрированные права на недвижимость, являющиеся критическими для деятельности компании, наличие договоров с иностранными бенефициарами без надлежащей верификации и др.) выступают типичными индикаторами серьезных правовых рисков, требующих углубленного анализа или влекущих необходимость отказа от IPO.

На заключительном этапе юридического дью дилидженс проводится подготовка правового заключения, а также, если это вытекает из результатов проверки, осуществляются необходимые юридически значимые действия. Форма и содержание правового заключения (legal opinion) регулируются международными стандартами лучшей практики, в то время как в российском законодательстве соответствующее регулирование не предусмотрено (в качестве некоторого ориентира возможно предложить опираться на стандарты подготовки аудиторского заключения). Классическое структурированное заключение содержит резюме выявленных рисков, детальное описание каждого направления проверки, квалификацию риска по степени критичности, рекомендации по устранению или минимизации каждого риска.

Консультант дифференцирует риски, которые должны быть раскрыты в проспекте, требующие исправления до IPO, и которые могут быть приняты как приемлемые (в силу типичности для сектора или малого размера потенциального убытка). Заключение подписывается консультантом с указанием его квалификации, обычно сопровождается оговорками о том, что проверка проведена на основе предоставленных документов и не охватывает, например, скрытые дефекты или события, произошедшие после даты проверки.

Временные параметры проведения дью дилидженс варьируются в широких пределах. Для небольших компаний с простой структурой активов и минимальным судебном споре проверка может быть завершена в течение трех-четырех месяцев. Для крупных многопрофильных компаний, особенно государственных корпораций с разветвленной сетью дочерних обществ, географически распределенными активами и сложной историей реорганизаций, проверка может продолжаться до года и более. Существующая неопределенность осложняет планирование графика подготовки к IPO и создает коммерческую неопределенность для эмитента, вынужденного непредсказуемо долгое время предоставлять доступ к конфиденциальной информации.

Парадоксальность правового статуса юридического дью дилидженс в российской правовой системе заключается в его фактической обязательности при отсутствии какого-либо специального законодательного определения и регулирования, что создает комплекс взаимосвязанных правовых проблем, воздействующих на всех участников процесса эмиссии ценных бумаг.

Представляется целесообразным суммировать соответствующие проблемы, идентифицированные в рамках настоящего исследования:

- отсутствие законодательного определения дью дилидженс, результатом которого выступает тотальная неопределен-

ность по поводу практики применения процедур проверки и юридической силы ее результатов. Следствием существования данного пробела также является полная зависимость понимания этого института от практики и международных стандартов, что снижает предсказуемость и создает неопределенность как для эмитентов, так и для инвесторов;

- из отсутствия государственных стандартов проистекает неопределенность стандартов качества и полноты юридической проверки;

- одной из ключевых в предметной области представляется проблема распределения ответственности за недостоверность информации в проспекте эмиссии между эмитентом, организаторами и юридическими консультантами, в частности, дискуссия об установлении солидарной или субсидиарной ответственности организаторов за раскрытие информации в проспекте ценных бумаг длится уже несколько лет. Банк России настаивает на необходимости установления соответствующей регулятивы, в то время как участники рынка возражают, ссылаясь на невозможность нести ответственность за информацию, контролируруемую эмитентом, и на чрезмерность такого бремени [4];

- дополнительные сложности создают правовые риски, связанные с заверениями об обстоятельствах, регулирование которых предусмотрено статьей 431.2 ГК РФ. Если консультант организаторов выявил в ходе дью дилидженс определенный риск и внес информацию о нем в отчет, эмитент не может впоследствии сослаться на данное обстоятельство как на скрытое или недостаточно раскрытое. Однако консультант, выявивший риск, сам может быть привлечен инвестором к ответственности за то, что он знал о риске и не предотвратил его раскрытие;

- уникальные правовые проблемы образует специфика проверки государственных корпораций. Информация, отнесенная к государственной тайне, не может быть раскрыта инвесторам в полном объе-

ме, однако это ограничение может служить прикрытием для недостоверного раскрытия. Правовые ограничения доступа к информации, устанавливаемые учредителем или федеральными органами государственной власти, затрудняют проведение независимой проверки. Возникает конфликт интересов: единственный акционер (государство в лице уполномоченного органа), имеющий интерес к успешному размещению и получению дополнительного капитала, может препятствовать раскрытию негативной информации.

Приведенный перечень проблем может рассматриваться как информационная ос-

нова не только для дискуссии в профессиональном сообществе, но и как элементы дорожной карты для скорейшей разработки правовых рамок регулирования юридического дью дилидженс при IPO как важнейшего фактора укрепления доверия к фондовому рынку, интенсификации объемов внутренних размещений, результативного проведения потенциального IPO отдельных государственных корпораций и, безусловно, обеспечения комплексной, всесторонней и неукоснительной защиты прав инвесторов на российском рынке ценных бумаг.

Список литературы

1. Ефимович А. С., Тютюкина Е. Б. Ренессанс российского рынка IPO // Вестник академии знаний. – 2024. – № 5 (64). – С. 466–469.
2. Как проверить бизнес перед покупкой? Due Diligence (дью дилидженс) – что это такое и как его провести. Инструкция от бизнес-юриста. – URL: <https://www.advgazeta.ru/mneniya/due-diligence-v-advokatskoy-deyatelnosti/> (дата обращения: 15.11.2025).
3. Князев В. А., Кайгородцев К. Б., Назарова В. В. Цели компании при выходе на IPO и способы оценки рыночной стоимости компании в России // Скиф. Вопросы студенческой науки. – 2022. – № 5 (69). – С. 624–643.
4. НАУФОР не поддержала предложения ЦБ о раскрытии прогнозов в проспекте IPO, о минимум двух отчетах аналитиков. – URL: <https://www.e-disclosure.ru/vse-novosti/novost/6093> (дата обращения: 15.11.2025).
5. Панченко А. В. Особенности проведения Due Diligence инновационных инвестиционных проектов // Вестник Красноярского государственного аграрного университета. – 2014. – № 10. – С. 9–13.
6. Путин заявил о планах удвоить капитализацию фондового рынка к 2030 году. – URL: <https://www.rbc.ru/quote/news/article/65e05bd49a794704415b7f6e> (дата обращения: 15.11.2025).
7. Харламова Ю. Due Diligence в адвокатской деятельности. – URL: <https://www.advgazeta.ru/mneniya/due-diligence-v-advokatskoy-deyatelnosti/> (дата обращения: 15.11.2025).
8. 75% инвесторов хотят инвестировать в госкомпании, если они выйдут на IPO. – URL: <https://investfuture.ru/articles/75-investorov-khotyat-investirovat-v-goskompanii-esli-oni-viydut-na-ipo> (дата обращения: 15.11.2025).
9. Alboini V. P. Due Diligence and the Role of the Securities Lawyer // Canadian Business Law Journal. – 1981. – Vol. 6. – P. 241.
10. Balotti R. F., Elson C. M., Laster J. T. Equity Ownership and the Duty of Care: Convergence, Revolution, or Evolution? // The Business Lawyer. – 2000. – P. 661–692.

11. *Josková L., Tomášek P.* The Modification of the Duty of Loyalty and the Duty of Care and the Consequences of Their Breach by Members of Elective Bodies of Stock Companies // *Bratislava Law Review*. – 2022. – Vol. 6. – N 1. – P. 69–84.
12. *Peace C., Mabin V., Cordery C.* Due Diligence: a Panacea for Health and Safety Risk Governance? // *Policy and Practice in Health and Safety*. – 2017. – Vol. 15. – N 1. – P. 19–37.
13. *Sjostrom Jr W. K.* The due Diligence Defense under Section 11 of the Securities Act of 1933 // *Brandeis Law Journal*. – 2005. – Vol. 44. – P. 549.
14. *Spedding L. S.* Due Diligence Handbook: Corporate Governance, Risk Management and Business Planning. – Elsevier, 2009.

References

1. Efimovich A. S., Tyutyukina E. B. Renaissance rossiyskogo rynka IPO [The Renaissance of the Russian IPO Market]. *Vestnik akademii znaniy* [Bulletin of the Academy of Knowledge], 2024, No. 5 (64), pp. 466–469. (In Russ.).
2. Kak proverit biznes pered pokupkoy? Due diligence (dyu dilidzhens) – chto eto takoe i kak ego provesti. Instruktsiya ot biznes-yurista [How to check a business before buying? Due diligence – what it is and how to conduct it. Instructions from a business lawyer]. (In Russ.). Available at: <https://www.advgazeta.ru/mneniya/due-diligence-v-advokatskoy-deyatelnosti/> (accessed 15.11.2025).
3. Knyazev V. A., Kaygorodtsev K. B., Nazarova V. V. Tseli kompanii pri vyhode na IPO i sposoby otsenki rynochnoy stoimosti kompanii v Rossii [A company's Goals When Going Public and Methods for Assessing its Market Value in Russia]. *Skif. Voprosy studencheskoy nauki* [The Skiff. Questions of Student Science], 2022, No. 5 (69), pp. 624–643. (In Russ.).
4. NAUFOR ne podderzhala predlozheniya TSB o raskrytii prognozov v prospekte IPO, o minimum dvuh otchetah analitikov [NAUFOR did not support the Central Bank's proposal to disclose forecasts in the IPO prospectus and at least two analyst reports]. (In Russ.). Available at: <https://www.e-disclosure.ru/vse-novosti/novost/6093> (accessed 15.11.2025).
5. Panchenko A. V. Osobennosti provedeniya Due diligence innovatsionnykh investitsionnykh projektov [Peculiarities of Due Diligence of Innovative Investment Projects]. *Vestnik Krasnoyarskogo gosudarstvennogo agrarnogo universiteta* [Bulletin of the Krasnoyarsk State Agrarian University], 2014, No. 10, pp. 9–13. (In Russ.).
6. Putin zayavil o planah udvoit kapitalizatsiyu fondovogo rynka k 2030 godu [Putin announced plans to double stock market capitalization by 2030]. (In Russ.). Available at: <https://www.rbc.ru/quote/news/article/65e05bd49a794704415b7f6e> (accessed 15.11.2025).
7. Harlamova Yu. Due Diligence v advokatskoy deyatelnosti [Due Diligence in Legal Practice]. (In Russ.). Available at: <https://www.advgazeta.ru/mneniya/due-diligence-v-advokatskoy-deyatelnosti/> (accessed 15.11.2025).
8. 75% investorov hotyat investirovat v goskompanii, esli oni vyydut na IPO [75% of investors want to invest in state-owned companies if they go public]. (In Russ.). Available at: <https://investfuture.ru/articles/75-investorov-khotyat-investirovat-v-goskompanii-esli-oni-vyydut-na-ipo> (accessed 15.11.2025).
9. Alboini V. P. Due Diligence and the Role of the Securities Lawyer. *Canadian Business Law Journal*, 1981, Vol. 6, p. 241.
10. Balotti R. F., Elson C. M., Laster J. T. Equity Ownership and the Duty of Care: Convergence, Revolution, or Evolution? *The Business Lawyer*, 2000, pp. 661–692.

11. Josková L., Tomášek P. The Modification of the Duty of Loyalty and the Duty of Care and the Consequences of Their Breach by Members of Elective Bodies of Stock Companies. *Bratislava Law Review*, 2022, Vol. 6, No. 1, pp. 69–84.

12. Peace C., Mabin V., Cordery C. Due Diligence: a Panacea for Health and Safety Risk Governance? *Policy and Practice in Health and Safety*, 2017, Vol. 15, No. 1, pp. 19–37.

13. Sjostrom Jr W. K. The due Diligence Defense under Section 11 of the Securities Act of 1933. *Brandeis Law Journal*, 2005, Vol. 44, p. 549.

14. Spedding L. S. *Due Diligence Handbook: Corporate Governance, Risk Management and Business Planning*. Elsevier, 2009.

Поступила: 22.12.2025

Принята к печати: 12.03.2026

Сведения об авторе

Владимир Викторович Круглов

преподаватель-исследователь, магистрант
кафедры экономических и финансовых
расследований Высшей школы
государственного аудита (факультет)
МГУ имени М. В. Ломоносова.
Адрес: ФГБОУ ВО «Московский
государственный университет имени
М. В. Ломоносова», 119991, Москва,
Ленинские горы, д. 1, стр. 46.
E-mail: VladimirKrugloff@yandex.ru

Information about the author

Vladimir V. Kruglov

Lecturer-Researcher, magister's student
of the Department for Economic
and Financial Investigations
of the Higher School of State Audit
of the Lomonosov Moscow State University.
Address: Lomonosov Moscow State University,
building 46, 1 Leninskie Gory,
Moscow, 119991,
Russian Federation.
E-mail: VladimirKrugloff@yandex.ru