

# Due diligence на службе инвестора

**Предметом данной статьи является изучение *due diligence* как подготовительной стадии инвестиционного процесса, включающей в себя оценку инвестиционных рисков, независимую оценку объекта инвестирования и множество других моментов**



Наталья Бирюкова  
руководитель московского  
офиса Адвокатской конторы  
«Коннов и Созановский»,  
кандидат юридических наук,  
магистр частного права



Алиса Борисова  
юрист Адвокатской конторы  
«Коннов и Созановский»



Ольга Прокудина  
юрист Адвокатской конторы  
«Коннов и Созановский»

По данным Федеральной службы государственной статистики РФ, в период с января по сентябрь 2007 г. в российскую экономику было привлечено иностранных инвестиций на общую сумму 87 936 млн долларов США, что превышает размер инвестиций за аналогичный период 2006 г. в 2,5 раза<sup>1</sup>. В связи с этим огромное значение приобретает исследование возможных методов и способов минимизации рисков инвесторов с тем, чтобы они могли быть уверены не только в судьбе своих капиталовложений, но и в получении от них значительной прибыли.

*Due diligence* предполагает осуществление комплексного анализа объекта инвестирования (будь то имущественный актив или организация, акции/доли которой планируется приобрести). *Due diligence* (в переводе с английского языка – «обеспечение должной добросовестности», «должная осмотрительность») представляет собой сбор и анализ документации и информации для всесторонней проверки законности и инвестиционной привлекательности планируемого к приобретению объекта, проводимой с целью избежания или максимального снижения существующих либо возможных в будущем правовых, налоговых, административных и иных рисков.

Совсем недавно под *due diligence* понимали только правовой аудит. Сегодня это также может быть и налоговый, и финансовый, и оперативный аудит, и проверка соблюдения природоохранного законодательства. В процессе проведения *due diligence* выявляется и по возможности устраняется целый ряд разнообразных рисков<sup>2</sup>, которые условно можно разделить на три основные категории:

1) риски, связанные с возможностью признания сделки по приобретению объекта инвестирования недействительной/незаключенной;

2) риск привлечения к ответственности и утраты имущества;

3) иные риски.

Рассмотрим выделенные нами категории рисков более подробно.

**Риски, связанные с возможностью признания сделки по приобретению объекта инвестирования недействительной/незаключенной**

Это наиболее опасная и, к сожалению, весьма распространенная категория рисков, выявляемых в ходе *due diligence*. Значительное место в судебной практике занимают дела по спорам о признании сделки недействительной и применении последствий ее недействительности. Но даже удовлетворение подобных требований истца не гарантирует возврата его имущества. Не исключено, что на момент признания судом сделки недействительной полученное по ней имущество уже будет реализовано. При этом новый владелец может заявить, что не знал или не мог знать о том, что у продавца не было права отчуждать спорное имущество (обратное доказать в суде довольно сложно, а подчас практически невозможно, поскольку приобретатель является самостоятельным лицом и никак не связан с первым собственником имущества). В данном случае новый покупатель квалифицируется законом как добросовестный приобретатель.

На практике такие риски обычно выявляются при изучении:

1) учредительных документов организации;

<sup>1</sup> Доступно на сайте: [www.gks.ru](http://www.gks.ru)

<sup>2</sup> При проведении *due diligence* выявление рисков становится приоритетной задачей: своевременное их обнаружение может в значительной степени изменить условия сделки (стоимость, сроки) еще до момента ее совершения, а в некоторых случаях и привести к отказу от нее.

- 2) протоколов заседания общего собрания участников и совета директоров;
- 3) отчетов о выпуске ценных бумаг;
- 4) свидетельств о регистрации прав и наличии обременений;
- 5) договоров о приобретении имущества с целью оценки добросовестности компании, акции или доли участия в которой приобретаются;
- 6) документов, свидетельствующих о выполнении налоговых обязательств.

Проверка учредительных документов позволяет определить их соответствие законодательству. С учетом имеющихся у организации документов рассматриваются совершенные, а также планирующиеся к заключению сделки. В частности, необходимо исследовать положения об одобрении крупных сделок или сделок с заинтересованностью, так как нарушение порядка одобрения любой из таких сделок влечет риск признания ее недействительной.

Кроме этого, требуется обращать внимание на порядок соблюдения акционерами либо участниками общества преимущественного права покупки (уступки) акций/долей хозяйственных обществ и его закрепление в уставах таких организаций. Например, участник хозяйственного общества, полагая, что в соответствии с законодательством он имеет право преимущественного приобретения уступаемых одним либо несколькими участниками долей, может быть неприятно удивлен, обнаружив в обществе новых участников, не будучи извещенным об этом факте. Действующее законодательство допускает включение «иных» положений в уставы хозяйственных обществ, разрешающих участникам общества без уведомления и согласия других участников и самого общества уступить свою долю третьим лицам. Таким образом, проведение на начальном этапе сделки мероприятий по установлению прав участников и акционеров на распоряжение своими долями/акциями позволят инвестору в будущем избежать признания сделки недействительной по иску заинтересованных лиц.

Проводя *due diligence* в отношении деятельности акционерного общества, необходимо выяснить, были ли соблюдены требования законодательства по регистрации выпусков акций и отчетов об их выпуске, должным ли об-

разом оформлены и зарегистрированы дополнительные эмиссии акций, осуществлена ли их оплата. Несоблюдение указанных требований может привести к признанию выпусков недействительными и повлечь изменение размеров пакетов акций или невозможность ими распоряжаться. Кроме этого, если акционерное общество не подало в установленный законом срок документы на регистрацию дополнительного выпуска акций, регистрирующий орган может отказать в его регистрации.

### Проведение на начальном этапе сделки мероприятий по установлению прав участников и акционеров на распоряжение своими долями/акциями позволят инвестору в будущем избежать признания сделки недействительной по иску заинтересованных лиц.

*Due diligence* позволяет еще на начальном этапе планируемой сделки определить легитимность ранее проведенных сделок с акциями, в том числе установить факт регистрации самого первого их выпуска при создании акционерного общества. Выявление нарушений, допущенных при совершении предшествующих сделок с акциями, может повлечь истребование этих акций у добросовестного приобретателя, поэтому рекомендуется изучить все случаи перехода прав на указанные ценные бумаги до их приобретения. Акции, выпуск которых не зарегистрирован в установленном законом порядке, не могут быть проданы, заложены или иным способом отчуждены – сделки с ними признаются недействительными. В частности, Арбитражный суд Московской области в своем решении от 31 октября 2005 г. по делу № А41-К1-17755/05 указал, что акционерные общества, не представившие в срок документы для государственной регистрации выпусков акций, подлежат ликвидации по искам органов, осуществляющих государственную регистрацию юридических лиц.

Отсутствие регистрации отчета о выпуске акций также ущемляет интересы отдельно взятого акционера, который

в этом случае не вправе распоряжаться своими акциями. Федеральным законом от 5 марта 1999 г. «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» установлен запрет на совершение владельцем ценных бумаг любых сделок с принадлежащими ему ценными бумагами до их полной оплаты и регистрации отчета об итогах их выпуска. Несоблюдение указанного требования может повлечь причинение убытков инвесторам, приобретшим ценные бумаги на вторичном рынке. Такие инвесторы могут не знать о том, что ценные бумаги при размещении не были полностью оплачены, что процесс эмиссии этих ценных бумаг еще не завершен и их выпуск в соответствии с законодательством РФ может быть признан несостоявшимся. Согласно ст. 168 ГК РФ, сделка, не отвечающая требованиям законодательства, ничтожна, т.е. не влечет правовых последствий с момента ее совершения.

При регистрации сделки по продаже/приобретению акций либо долей общество должно соблюдать также требования антимонопольного законодательства. Федеральным законом от 26 июля 2006 г. «О защите конкуренции» (далее – Закон о защите конкуренции) предусмотрена обязанность получения предварительного согласия антимонопольного органа при покупке акций/долей, имущества коммерческих организаций, прав в отношении коммерческих организаций, если суммарная стоимость активов по последнему балансам лиц, приобретающих акции/доли, права и (или) имущество, и лица, акции/доли и (или) имущество которого и (или) права в отношении которого приобретаются, превышает 3 млрд рублей или если их суммарная выручка от реализации товаров за последний календарный год превышает 6 млрд рублей и при этом стоимость активов по последнему балансу лица (группы лиц), акции/доли и (или) имущество которого и (или) права в отношении которого приобретаются, превышает 150 млн рублей. Это самое общее требование, которое дополняется, если одно из указанных лиц включено в реестр хозяйствующих субъектов, имеющих долю на рынке более 35%, с предварительного согласия антимонопольного органа.

Однако Закон о защите конкуренции устанавливает, что сделки могут заклю-

чаться и без предварительного согласия антимонопольного органа, но с последующим уведомлением этого органа об их осуществлении, если соблюдаются в совокупности определенные данным законом условия. В соответствии с пп. 5 п. 1 ст. 30 Закона о защите конкуренции, антимонопольный орган РФ должен быть уведомлен лицами, приобретающими акции/доли, права и (или) имущество (за исключением акций/долей и (или) активов финансовых организаций), об осуществлении сделок, иных действий, перечисленных в ст. 28 упомянутого закона, если суммарная стоимость активов по последнему балансу или суммарная выручка от реализации товаров лиц (группы лиц), указанных в ст. 28, за календарный год, предшествующий году осуществления таких сделок, иных действий, превышает 200 млн рублей и при этом суммарная стоимость активов по последнему балансу лица (группы лиц), доли которого приобретаются или в отношении которого приобретаются права, превышает 30 млн рублей, либо если одно из таких лиц включено в реестр не позднее чем через 45 дней после даты осуществления таких сделок.

Несоблюдение перечисленных выше требований может обернуться для инвестора печальными последствиями и, в частности, повлечь признание сделок недействительными в судебном порядке по иску антимонопольного органа, если такие сделки привели или могут привести к ограничению конкуренции (ст. 34 Закона о защите конкуренции).

### Риск привлечения к ответственности и утраты имущества

Как представляется, к исследуемой в данном разделе категории можно отнести те риски, которые могут нанести материальный ущерб инвестору и (или) объекту инвестирования по прошествии определенного времени. Примерами здесь могут являться:

- риски привлечения компании с уже новым собственником к налоговой, административной ответственности вследствие неисполнения обязательств прежними собственниками, а также предъявления контрагентами требований об уплате штрафных санкций и возмещении убытков вследствие неис-

полнения обязательств по ранее заключенным договорам;

- риски, связанные с возможностью утраты прав на результаты интеллектуальной деятельности и на средства индивидуализации (товарный знак, промышленный образец, изобретение, ноу-хау, фирменное наименование и пр.);

- риск приобретения имущества, которое из-за аннулирования или прекращения действия лицензии либо по другим причинам не может быть использовано инвестором по назначению.

**Необходимо обращать внимание на то, чтобы предоставленные продавцом сведения об объекте инвестирования не содержали искажений и неточностей, которые могут привести к двусмысленному толкованию. Это предполагает изучение компании и органов управления, анализ имеющихся соглашений и договоров.**

Такого рода риски могут быть выявлены при исследовании следующих документов: налоговая документация; документы, раскрывающие договорные связи (договоры, протоколы разногласий, дополнительные соглашения, акты); строительно-разрешительная документация; лицензии, разрешения, предписания государственных органов; патенты, свидетельства о регистрации товарных знаков, фирменного наименования, коммерческого обозначения и авторских прав.

Необходимо обращать внимание на то, чтобы предоставленные продавцом сведения об объекте инвестирования не содержали искажений и неточностей, которые могут привести к двусмысленному толкованию. Это предполагает изучение компании и органов управления, анализ имеющихся соглашений и договоров.

Чтобы иметь представление о наличии и размере (или отсутствии) налоговой задолженности перед бюджетом, инвестору целесообразно получить от

продавца акт сверки задолженности по всем платежам в бюджет на последнюю отчетную дату. Такая проверка позволит инвестору избежать неприятностей в будущем, а ее результаты могут быть учтены в процессе подготовки сделки, выразившись, например, в изменении условий договора, в том числе в части уменьшения стоимости объекта инвестирования. Кроме того, в договор рекомендуется включать условие о предоставлении продавцом полной и достоверной информации, что дает возможность при возникновении претензий со стороны третьих лиц в результате предоставления недостоверных сведений требовать с продавца возмещения ущерба.

В процессе *due diligence* изучению также подлежат документы финансовой отчетности общества, отражающие его кредиторскую задолженность, чистые активы, движение денежных средств. В случае если у приобретаемого общества есть непогашенная кредиторская задолженность перед контрагентами либо бюджетом, существует серьезный риск того, что заинтересованная сторона может обратиться в суд за разрешением спора и, что еще опаснее, с заявлением о признании общества банкротом. Например, согласно п. 2 ст. 3 и п. 2 ст. 6 Федерального закона от 26 октября 2002 г. «О несостоятельности (банкротстве)», юридическое лицо может быть признано банкротом при условии, что требования к должнику — юридическому лицу в совокупности составляют не менее 100 тыс. рублей и обязанности по уплате обязательных платежей не исполнены им в течение трех месяцев с даты, когда они должны были быть исполнены. Таким образом, полученная информация и проведенный на ее основе анализ позволят инвестору сделать вывод о жизнеспособности приобретаемой компании, возможности либо невозможности получения прибыли от ее деятельности и т.д.

Объектом *due diligence* также может являться соблюдение организацией-целью законодательства об охране окружающей среды при проектировании и вводе в эксплуатацию зданий, строений, сооружений. Нарушение требований в области охраны окружающей среды по решению суда влечет за собой приостановление размещения, проектирования, строительства, ре-

конструкции и ввода в эксплуатацию, а также консервацию и ликвидацию зданий, строений, сооружений и иных объектов. Статьи 77, 80 Федерального закона от 10 января 2002 г. «Об охране окружающей среды» (далее – Закон об охране окружающей среды) не только устанавливают обязанность юридических лиц, причинивших вред окружающей среде (в результате ее загрязнения, истощения, порчи, уничтожения, нерационального использования природных ресурсов, деградации и разрушения естественных экологических систем, природных комплексов и природных ландшафтов), возместить его в полном объеме даже при наличии положительного заключения государственной экологической экспертизы, но и предусматривают возможность приостановления и прекращения деятельности юридических лиц, осуществляемой с нарушением законодательства в области охраны окружающей среды, по решению суда.

### Полученная информация и проведенный на ее основе анализ позволят инвестору сделать вывод о жизнеспособности приобретаемой компании, возможности либо невозможности получения прибыли от ее деятельности и т.д.

Компаниями должны предусматриваться мероприятия по охране окружающей среды, восстановлению природной среды, рациональному использованию и воспроизводству природных ресурсов, обеспечению экологической безопасности. Более того, Закон об охране окружающей среды устанавливает дополнительные требования для юридических лиц, осуществляющих хозяйственную деятельность в определенных направлениях (например, деятельность по эксплуатации объектов сельскохозяйственного назначения; по производству и эксплуатации автомобильных и иных транспортных средств; по размещению, проектированию, строительству, реконструкции, вводу в эксплуатацию и эксплуатации объектов нефтегазодо-

бывающих производств, объектов переработки, транспортировки, хранения и реализации нефти, газа и продуктов их переработки; по использованию химических веществ в сельском и лесном хозяйстве).

При проведении *due diligence* особое внимание следует обратить на наличие положительного заключения экологической экспертизы при запуске проекта, а также на исполнение предписаний, выданных при выявлении государственными органами нарушений природоохранного законодательства (если такие имели место), особенно когда речь идет об «опасных», с точки зрения указанной отрасли законодательства РФ, направлениях деятельности исследуемого объекта.

### Иные риски

К этой категории относятся риски, которые могут показаться существенными самому инвестору и так или иначе повлиять на принятие им решения об инвестировании и его объемах. Любое инвестирование осуществляется с целью получения прибыли. Однако на деле может оказаться, что объект инвестирования не только прибыли не приносит, но и является убыточным. Как правило, это означает, что инвестор, вкладывая средства, не провел должного анализа упомянутого объекта на предмет его платеже- и конкурентоспособности, а также положения на рынке.

Оценка подобных рисков необходима, прежде всего, для минимизации затрат инвестора (к ним, в частности, можно отнести и риск приобретения компании (акций, долей) по завышенной стоимости). При этом изучается вся финансовая деятельность объекта инвестирования, исследуются как наиболее востребованные и приносящие максимальную прибыль, так и убыточные направления деятельности объекта, определяются возможности развития бизнеса и расширения сфер деятельности. Все эти риски могут быть выявлены в результате совместной работы юристов, экономистов и оценщиков.

Инвестору также может понадобиться оценка трудовых ресурсов компании и информация о наличии или отсутствии высококвалифицированных специалистов, о налаженности внутренних связей. Немаловажным будет и получение сведений о вероятных судебных процессах по трудовым спорам. Не исключено, что до приобретения компании некоторые из работников были незаконно уволены прежним собственником, а ответственность и возможные компенсационные выплаты лягут уже на плечи нового владельца.

По результатам анализа документов и информации в отношении объекта инвестирования составляется отчет, в котором дается описание текущего положения дел, краткое изложение основных вопросов, характеризуются выявленные риски, а также даются рекомендации относительно их устранения либо минимизации. На основании такого отчета инвестор может самостоятельно оценить риски вложения средств в предприятие и перспективы их возврата, а также прибыльность инвестиций. Если при исследовании объекта инвестирования будут обнаружены и зафиксированы в отчете существенные юридические, налоговые и иные риски, инвестор получает возможность либо своевременно отказаться от заключения сделки, либо предложить контрагентам откорректировать ее условия. При этом не стоит надеяться на то, что в отчете будет дан однозначный ответ на вопрос, стоит или нет осуществлять инвестирование в конкретный объект.

Как было показано, от тщательности проведения *due diligence* зависит как сама сделка, так и дальнейшее получение прибыли от успешного инвестирования. Таким образом, *due diligence* – это крайне важная и ответственная процедура, при реализации которой необходимо комплексно использовать знания и опыт, чтобы оценить все существующие риски и предоставить полную объективную информацию инвестору для принятия взвешенного решения об осуществлении инвестирования в желаемый объект или отказе от него.

Обсудить статью можно на нашем сайте по адресу:

<http://clj.ru/discussion/deal/040801>