

40 | Привлечение инвестиций и корпоративное управление средних компаний

(Продолжение. Начало см. в ЖУК № 4(71) 2007)



Игорь Беликов

директор Российского института
директоров (Москва)
E-mail автора: belikov@rid.ru



Владимир Вербицкий

первый заместитель директора
Российского института директоров
(Москва)
E-mail автора: verbitsky@rid.ru

В предыдущем номере мы начали разговор о том, что развитие «по инерции», без осмысления стратегии на среднесрочную (два-три года) перспективу, делает средние компании очень уязвимыми ввиду быстро меняющихся условий ведения бизнеса и появления крупных конкурентов в результате консолидации и прихода крупных инвесторов в ряд отраслей. Было показано, что ключевая альтернатива для собственников средних компаний — ориентация на продажу бизнеса в краткосрочной перспективе (полтора-два года) или самостоятельное развитие по крайней мере в течение трех-пяти лет. Каждый стратегический выбор предусматривает свои подходы к построению системы корпоративного управления компании.

Частное размещение акций

Помимо долговых инструментов привлечения инвестиций средние российские компании также пользуются и долевыми инструментами, к числу которых относятся *частное размещение акций* (при том, что круг инвесторов ограничен — это может быть даже один акционер) и *публичное размещение*.

За последние годы на российском рынке нарастающую активность проявляют *прямые инвесторы*, т. е. те, которые приобретают крупные пакеты акций непосредственно у собственников быстро развивающихся перспективных компаний — средних и небольших. Приведем лишь несколько примеров.

В 2005 г. инвестиционный фонд *Delta Private Equity Partners* приобрел блокирующий пакет акций российской компании по бронированию авиабилетов «Сирина» (предположительно 25—30% акций общей стоимостью 5—7 млн долл.).

В 2005 г. японская корпорация *Sumitomo Corporation* приобрела блокирующий пакет акций российской компании — производителя контента для мобильных телефонов *SPN Digital* (предположительно 25—30% акций общей стоимостью 5—10 млн долл.).

В 2005 г. немецкий инвестиционный фонд *DTB GmbH* и американская финансовая группа *Citigroup* приобрели блокирующий пакет акций Национальной логистической компании (38% акций общей стоимостью 50 млн долл.). В 2006 г. инвестиционный банк *Deutsche UFG* приобрел блокирующий пакет акций туристической компании «Академ Альянс М».

В 2006 г. инвестиционный фонд *Baring Vostok Private Equity Fund* приобрел пакет акций (25% плюс 1 акция), а инвестиционный фонд *Eagle Venture Partners* — 20% акций торговой сети «Незабудка» (Челябинск).

В 2005 г. фонд *Mint Capital* приобрел блокирующий пакет акций компании «Элекснет», управляющей сетью собственных терминалов по приему платежей за различные услуги, а в 2006 г. — блокирующий пакет акций сети розничной одежды *Maratex*, насчитывающей более чем 50 магазинов в России и на Украине.

В 2006 г. медиагруппа *Naspers* из ЮАР приобрела блокирующий пакет акций издательского дома ЗАО «СК Пресс» (предположительно 25% акций общей стоимостью 10 млн долл.).

Основными представителями этой категории инвесторов являются *фонды прямых инвестиций (ФПИ)* — финансовые институты, созданные специально для приобретения пакетов акций перспективных средних компаний. Среди работающих в России фондов можно выделить те, которые представляют западных инвесторов (например, фонды под управлением *Baring Vostok Capital Partners*, *Mint Capital*, *Russia New Growth*, *Eagle Russia Fund*), и те, которые действуют в интересах крупных российских частных инвесторов (например, фонд

«Ренова-Капитал», фонды под управлением УК «Альфа-Капитал», фонд *UFG Private Equity*).

Перечислим типичные черты этих фондов.

- *Форма инвестиций*: приобретение пакета акций компании в размере от 10—20% до контрольного пакета в результате переговоров с ее основными акционерами. Как правило, приобретаются акции из дополнительной эмиссии с целью реализации инвестиционной программы компании.

- *Размеры инвестиций*: от 3—4 млн до 35—40 млн долл., но, как правило, в диапазоне 10—20 млн долл.

- *Ожидания по доходности*: не менее 30% годовых.

- *Срок, на который приобретаются акции*: от трех до семи-десяти лет. Средний срок составляет примерно пять-шесть лет.

- *Предпочитаемый размер компании*: годовой оборот не менее 25—30 млн долл.

- *Формы выхода инвестора из компании* — *объекта инвестиций*: продажа акций отраслевому стратегическому инвестору; продажа акций долгосрочному финансовому инвестору; проведение первичного публичного размещения акций (*IPO*); выкуп компании ее менеджментом или основателями.

Как правило, появление ФПИ среди акционеров компании означает не только приток в компанию тех финансовых средств, которые фонд заплатил за ее акции. В перспективе это позволяет рассчитывать на получение компанией помощи в важных вопросах ее дальнейшего развития. Здесь возможны следующие варианты:

- консультационная поддержка некоторых крупных фондов, направленная на повышение эффективности ключевых управленческих процессов (стратегия, маркетинг, логистика, финансовый менеджмент и пр.);

- высокая степень готовности привлечения других зарубежных инвесторов (повышение эффективности внутренних управленческих процессов, внедрение регулярной финансовой и управленческой отчетности по международным стандартам, получение кредитного рейтинга, сертификация производимых товаров или услуг и пр.) — как путем дальнейших частных размещений, так и посредством публичного размещения акций;

- помощь фонда в поиске новых кредиторов и партнеров;

- передача опыта ведения переговоров с зарубежными инвесторами и поддержания отношений с ними после получения инвестиций;

- повышение инвестиционной привлекательности компании.

Однако ФПИ приобретет акции компании лишь в том случае, если достигнет соглашения с ее собственниками-основателями о создании такой системы корпоративного управления, которая обеспечила бы его интересы как неконтрольного акционера. Обычно в качестве условия своего вхождения в капитал ФПИ выдвигает

компании следующие требования к ее корпоративному управлению:

- соблюдение требований действующего корпоративного законодательства;
- наделение фонда (независимо от размера приобретенного им пакета акций) блокирующими правами вето по ряду ключевых вопросов, решаемых советом директоров (далее — СД) или общим собранием акционеров. К таким вопросам обычно относятся:
 - дополнительная эмиссия акций;
 - выход инвестора из компании (как правило, соглашение акционеров предусматривает, что российский акционер имеет право выкупить акции у фонда по цене, которая будет предложена стратегическим или финансовым инвестором, а также что в случае, если российский акционер не может заплатить такую цену, он соглашается на полную продажу компании стратегическому или финансовому инвестору);
 - утверждение бизнес-плана компании и существенных изменений в нем;
 - увольнение генерального директора, финансового директора, директора по стратегии и/или бизнесу (три-четыре ключевые фигуры в исполнительном органе);
 - фонд стремится к тому, чтобы исполнительный орган состоял из профессиональных менеджеров, подбор которых осуществляется по согласованию российских акционеров-основателей и фонда;
 - исходя из своей приоритетной ориентации на рост стоимости компании фонд заинтересован в том, чтобы система мотивации высших менеджеров компании была основана на росте ее стоимости;
 - фонд настаивает на формировании профессионального и реально работающего СД с участием своих представителей и, возможно, независимых директоров из числа известных западных менеджеров или специалистов;
 - в тех случаях, когда стратегия выхода предусматривает возможность проведения IPO, к концу срока пребывания фонда в числе акционеров компании в составе ее СД могут создаваться комитеты;
 - должно быть организовано эффективное раскрытие информации для основных акционеров о тех показателях деятельности компании, которые они считают для себя важными;
 - получение дивидендов не имеет для фонда существенного значения: основная ставка делается на значительный рост стоимости акций. Но могут быть отдельные бизнесы, не требующие постоянного реинвестирования прибыли для роста их стоимости, и в таких случаях фонд заинтересован в получении дивидендов.

Как видим, вышеперечисленные элементы системы корпоративного управления средней компании, необходимые для привлечения фонда прямых инвестиций, логично дополняют те компоненты, которые полезно внед-

рять как ресурс для выработки новых идей и регулирования отношений собственников-основателей организации.

Учитывая несовершенство российского корпоративного законодательства, в подавляющем числе случаев фонд настаивает на том, чтобы вышеуказанные принципы корпоративного управления российской фирмы, в число акционеров которой он входит, были закреплены путем заключения между фондом и российскими акционерами — основателями компании соглашения акционеров (*shareholder agreement*) в зарубежной юрисдикции. Для этого оформляется владение российской фирмой через компанию, зарегистрированную за рубежом (обычно в офшорной зоне).

Помимо ФПИ, управляющих средствами частных инвесторов, источником долевых инвестиций для средних российских компаний могут стать и такие международные финансовые институты, как ЕБРР и МФК. Ранее о них говорилось как о кредиторах, но они также могут выступать прямыми инвесторами. Алгоритм действий ЕБРР и МФК в качестве прямых инвесторов среднего бизнеса схож с алгоритмом действий ФПИ, но вместе с тем имеет некоторые особенности. ЕБРР и МФК стараются приобретать пакеты акций компаний, которые являются уникальными или представляют несырьевые отрасли (фармацевтика, биотехнологии, медицина и т. п.).

Международная финансовая корпорация приобретает пакет акций, как правило, ниже блокирующего — чаще всего 10—20%. При этом всегда продумываются пути выхода из компании. Как показывает практика прошедших лет, в 25% случаев выход МФК из проектов осуществлялся путем выкупа акций компании у МФК ее основными акционерами, а в 75% случаев — рыночными путями (продажа другим частным акционерам через частное размещение или IPO).

Как правило, МФК приобретает пакет акций на срок до четырех-семи лет, в среднем — на пять лет. Ожидаемая доходность по пакету акций колеблется в широком диапазоне, в зависимости от характеристик проекта.

В 2001—2003 гг. МФК разработала методологию оценки корпоративного управления (*IFC Corporate Governance Methodology*) в компаниях, которые получают инвестиции МФК, а также дополняющие ее вопросники разного рода. Данная методология рекомендует менеджерам, отвечающим за переговоры с компаниями — потенциальными объектами инвестиций (а в случае предоставления таковых контролирующим соблюдение требований, прописанных в соглашениях с МФК), следующие шаги:

- знакомство акционеров и топ-менеджеров компании с результатами оценки ее корпоративного управления;
- согласование программы по улучшению корпоративного управления и мониторинг ее дальнейшей реализации;

- периодические встречи с членами СД и получение информации по таким вопросам, как полномочия и функции СД, эффективность выполнения советом своей роли; оказание помощи менеджменту; защита интересов акционеров и других заинтересованных групп;

- оказание поддержки компании в информировании финансовых рынков и кредиторов о качестве ее корпоративного управления;

- выявление и анализ проблем в практике корпоративного управления компании (конфликтов интересов, назначения на высшие управленческие должности, вопросов бухгалтерского учета и т. п.) и оказание помощи компании в решении подобных проблем.

В ходе проекта «Улучшение корпоративного управления в России» (2003—2004 гг.) экспертами МФК была разработана чрезвычайно подробная матрица оценки корпоративного управления в компаниях, учитывающая наиболее продвинутые стандарты международной передовой практики. В частности, в вопросник включены следующие темы:

- приверженность принципам корпоративного управления (13 вопросов);
- практика работы совета директоров (60 вопросов);
- раскрытие информации (68 вопросов);
- права акционеров (35 вопросов).

Следование стандартам, на которых основана матрица, не выдвигалось в качестве неперемного исходного условия получения российской компанией инвестирования со стороны МФК, однако реализация хотя бы части этих требований при начальной оценке и в процессе сотрудничества с МФК рассматривалась как одно из преимуществ при прочих равных условиях.

Очевидно, что не всем российским компаниям, стремящимся получить финансирование от МФК, целесообразно создавать систему корпоративного управления, которая характерна для крупных западных корпораций и на которой основаны рекомендации МФК. Поэтому одними из важных шагов в процессе подготовки к переговорам о получении инвестиций и при дальнейшем взаимодействии с МФК являются оценка текущей практики корпоративного управления компании и внедрение системы, в которой поддерживался бы рациональный баланс между рекомендациями МФК, с одной стороны, и потребностями развития компании (с учетом среднесрочной и долгосрочной стратегии), затратами на создание такой системы, с другой стороны.

Принципы, которыми руководствуется ЕБРР при приобретении пакетов акций средних российских компаний в целом весьма схожи с критериями МФК, хотя есть и некоторые особенности.

Стратегические (отраслевые) инвесторы также приобретают миноритарные пакеты акций средних российских компаний. Однако, в отличие от финансовых инвесторов, они делают подобные приобретения в расчете на последующий полный выкуп акций компании у ее основателей.

Публичное размещение акций

Новой и самой сложной формой привлечения долевых инвестиций для средних российских компаний является размещение их акций на организованном фондовом рынке. Для тех из них, акции которых не торгуются на бирже (а таких подавляющее большинство) это означает подготовку и проведение первичного публичного размещения акций (*IPO*) и последующую работу по поддержанию курса акций¹. *IPO* — это довольно комплексный инструмент привлечения инвестиций, открывающий широкие возможности для дальнейшего развития бизнеса: улучшение имиджа компании, повышение доверия инвесторов и кредиторов приводят к сокращению ставок по кредитам и купона по облигациям; улучшение структуры капитала и привлечение значительных средств позволяют компании сделать качественный рывок в развитии за счет поглощения новых компаний или выхода на новые рынки; появляется возможность впоследствии привлекать средства на бирже через доразмещение акций (*follow-on*) и вторичные размещения (*SPO*).

Говоря о случаях, когда *IPO* становится началом бурного развития бизнеса, можно привести в пример компанию «Пава» (ранее «Хлеб Алтай», Барнаул). Компания, выручка которой по результатам 2004 г. составляла всего 80 млн долл., провела *IPO* 22 марта 2005 г. на ММВБ и при этом привлекла 8 млн долл. Спрос на ценные бумаги компании превысил предложение на 47%. Ставки по банковским кредитам были снижены только при появлении новостей о планируемом размещении на бирже. Вырученные от *IPO* средства «Пава» направила на развитие: уже в мае выпустила новый сорт муки; разработала новую линейку крекеров и начала крекерное производство; запустила новую линию по производству сахарного печенья и производство подсолнечного масла; в июне приобрела компании Романовское ЗПП и Романовский агрохолдинг, осенью 2005 г. — 25% в компании Сельхозхолдинг и 60% акций компании Зауральский крекер; выгодно разместила облигации. В планах компании на 2007—2008 гг. дальнейшие приобретения активов, расширение бизнеса, размещение 25—30% пакета акций на Лондонской фондовой бирже (*AIM*), выход на новые рынки и захват 10%-ной доли российского рынка муки.

¹ *IPO* проводится не только компаниями, основатели которых заинтересованы в привлечении инвестиций, сделав выбор в пользу самостоятельного развития. Этот шаг может быть предусмотрен и стратегией продажи компании. В предыдущей статье был приведен пример использования *IPO* в рамках стратегии постепенной продажи компании «Калина» ее основным акционером (см. *Беликов И., Вербицкий В., Печерский А.* Стратегия развития и корпоративное управление средних компаний. — ЖУК № 3(70) 2007. — С. 54—55). Но в данной статье мы ограничились рассмотрением *IPO* как составляющей стратегии привлечения инвестиций в рамках выбора собственников средней компании в пользу ее самостоятельного существования.

Разумеется, для средних компаний перспективы привлечения инвестиций путем проведения *IPO* намного более ограничены, чем для крупных, однако они существуют. Более того, в последнее время и российскими биржами (проекты *RTS Start* и сектор ИРК на ФБ ММВБ) создаются условия, расширяющие возможности размещения акций на бирже для средних компаний (в особенности из таких отраслей, как информационные технологии, программирование, биотехнологии).

Например, в октябре 2006 г. разработчик компьютерных игр *G5 Entertainment*, основанный российскими программистами, продал 30% акций за 1 млн долл. в ходе *IPO* на шведской бирже *Nordic Growth Market (NGM)*. Инвесторы приобрели за 1 млн долл. допэмиссию акций компании в размере 15% от ее уставного капитала и еще 15% — у ее прежних владельцев. Гендиректор *G5 V. Суглобов* заявил, что на *NGM* провести *IPO* дешевле, чем в США или Лондоне. *G5* — небольшая компания и «на альтернативной площадке Лондонской фондовой биржи (*AIM*) ее акции могли бы просто затеряться». Сумму, которую принесло компании *IPO*, очень сложно получить на российском инвестиционном рынке иным путем. Банки требуют залог, по стоимости равный сумме кредита или превышающий ее, а заемщик не может его предоставить, так как его производство не требует приобретения дорогих материальных активов. Если же компанию финансирует венчурный инвестор («бизнес-ангел»), он обычно рассчитывает получить взамен контроль над ней путем приобретения пакета акций в 70—80%. Эксперты отмечают, что российские биржи вполне подходят для размещения на них акций малых и средних высокотехнологичных компаний.

В соответствии с указанными актами ФСФР и правилами листинга бирж для включения акций в котировальные списки эмитенты должны соответствовать определенным требованиям, касающимся сроков существования компании, структуры их акционерного капитала, результатов финансовой деятельности, показателей сделок с облигациями на бирже, а также определенным требованиям, касающимся их практики корпоративного управления (см. таблицу).

Как видно из таблицы, для включения акций в котировальные списки Б, В, И компания может вести корпоративное управление на относительно низком уровне. Однако необходимо иметь в виду, что, во-первых, пребывание акций в списках В и И является временным, а во-вторых, включение акций в котировальные списки высшего уровня приносит эмитенту следующие ощутимые выгоды:

- в соответствии с критериями, установленными МФ РФ, временно свободные средства фонда обязательного страхования вкладов (АСВ) могут быть вложены в акции и облигации, включенные хотя бы в один котировальный список высшего уровня (А);

- согласно Постановлению Правительства РФ № 61 от 1 февраля 2007 г. «Об утверждении Правил размещения средств пенсионных резервов негосударственных пенсионных фондов и контроле за их размещением» вложения пенсионных резервов в акции вкладчиков и учредителей фондов могут составить до 5%, а в акции других эмитентов — до 10%, за исключением случаев, если указанные ценные бумаги включены в котировальные списки российской фондовой биржи высшего уровня (А);

- маргинальные сделки могут осуществляться только с инструментами, включенными в котировальный список А1.

Как показывает опыт компаний, сумевших добиться устойчивого роста стоимости своих акций на протяжении ряда лет, требования к практике корпоративного управления эмитентов, установленные вышеуказанными нормативными актами ФСФР и правилами листинга бирж, явились для них лишь исходным минимумом. Еще на стадии подготовки к *IPO* эти компании внедрили ряд дополнительных стандартов корпоративного управления, а после первичного размещения акций еще больше расширили используемый ими инструментарий КУ, получили рейтинг корпоративного управления. Наглядный пример такого рода представляет стратегия развития ОАО «РБК Информационные системы».

Летом 2001 г. акционеры-основатели компании (три физических лица, занимавшие должности в органах управления компании) избрали СД из 11 человек, из которых пятеро были иностранцами — независимыми директорами. Впоследствии число независимых директоров никогда не составляло менее трети от общей численности совета.

Осенью 2001 г. компания провела частное размещение своих облигаций на сумму 5 млн долл. среди европейских инвесторов.

В апреле 2002 г. РБК провел первое в России *IPO* одновременно на ММВБ и РТС. Было размещено 16% акционерного капитала. По итогам *IPO* было привлечено 13,28 млн долл., капитализация компании составила 83 млн долл. — существенно больше, чем предлагали за компанию частные стратегические инвесторы. В июне 2004 г. РБК осуществила дополнительную эмиссию своих акций с размещением 15% от увеличенного уставного капитала на российских биржах.

Годовые отчеты компании начиная с 2001 г. разрабатывались с учетом рекомендаций зарубежной передовой практики корпоративного управления. Возросла насыщенность интернет-сайта РБК; в разделе «Информация для инвесторов» теперь регулярно раскрывался большой объем информации как по ключевым финансово-экономическим показателям деятельности компании, так и по всем важнейшим компонентам ее корпоративного управления.

В 2004 г. РБК заняла 51-е место в рейтинге *Deloitte & Touche Fast 500*, где представлены 500 наиболее быстро растущих технологичных компаний развивающихся рынков.

В 2005 г. компания получила Национальный рейтинг корпоративного управления консорциума «РИД — Эксперт РА» категории А и вышла на 14-е место среди 60 крупнейших публичных российских компаний в исследовании информационной прозрачности рейтингового агентства *Standard & Poor's* за 2004 г. В 2004 г. в составе совета директоров созданы комитет по аудиту и комитет по кадрам и вознаграждениям.

Осенью 2005 г. СД принял решение увеличить количество объявленных акций с 15 млн до 34,26 млн (около 30% от уставного капитала). Из них 4,26 млн акций предназначаются под опционную программу членам совета директоров.

Динамика рыночной стоимости компании выглядела за эти годы весьма впечатляюще:

- на 31 декабря 2002 г. — 1,8 млрд руб.;
- на 31 декабря 2003 г. — 5,8 млрд руб.;
- на 31 декабря 2004 г. — 8,7 млрд руб.;
- на 31 декабря 2005 г. — 21,7 млрд руб.;
- на 31 декабря 2006 г. — 35 млрд руб.

Таким образом, совершенствование корпоративного управления является одной из основных составных частей стратегии компании, желающей привлечь инвестиции на фондовом рынке. В настоящее время, когда все больше игроков из различных секторов выходят на публичный рынок, инвесторы уделяют более пристальное внимание уровню корпоративного управления, отдавая предпочтение компаниям, проделавшим серьезную работу в этом направлении и достигшим результатов, которые соответствуют современным стандартам.

Выводы

Привлечение инвестиций требует, среди прочего, реализации комплекса мер по совершенствованию корпоративного управления в компании. Масштаб и глубина этих мероприятий зависят от того, какого рода инвестиции планируется привлекать и с использованием каких инструментов. При этом надо иметь в виду, что простейшие формы (банковский кредит с целью проектного финансирования) могут стать лишь первым шагом по реализации комплексной программы привлечения денежных средств, включающей более сложные формы и инструменты. Шаги по улучшению корпоративного управления — хороший старт для такой долгосрочной программы. Основные преимущества, получаемые компанией при ее реализации, заключаются в следующем:

- снижение стоимости привлечения инвестиций;
- сокращение сроков перехода от более простых к более сложным и масштабным формам привлечения инвестиций;

Требования, предъявляемые эмитентам в зависимости от включения их акций в тот или иной котировальный список			
Требование	Котировальные списки А1 и А2	Котировальные списки Б и В	Котировальный список И
Формирование совета директоров	+	+	+
Количество независимых членов СД эмитента, за исключением эмитентов, единственным участником (акционером) которых является РФ	Не менее трех	Не менее одного	Не менее одного
Наличие комитета по аудиту, сформированного в СД эмитента и возглавляемого независимым директором	+	+	-
Наличие комитета по кадрам и вознаграждениям, сформированного в СД эмитента и возглавляемого независимым директором	+	-	-
Формирование коллегиального исполнительного органа	+	-	-
Описание обязанностей членов СД, топ-менеджеров, управляющей компании и ее должностных лиц во внутренних документах эмитента; раскрытие информации о владении ценными бумагами эмитента, а также о продаже и/или покупке его ценных бумаг	+	+	-
Утверждение документа, определяющего правила и подходы к раскрытию информации об эмитенте, советом директоров	+	+	+
Утверждение документа по использованию информации о деятельности эмитента, о ценных бумагах общества и сделках с ними советом директоров	+	+	+
Утверждение документа, определяющего процедуры внутреннего контроля финансово-хозяйственной деятельности эмитента, советом директоров	+	+	-
Наличие в уставе эмитента положения о том, что сообщение о годовом общем собрании акционеров должно рассылаться не менее чем за 30 дней до его проведения, если законодательством не предусмотрен больший срок	+	+	+
<i>Примечание.</i> Необходимо иметь в виду, что включение акций в котировальный список В осуществляется на срок не более 6 мес., а в котировальный список И — на срок не более пяти лет с последующим переводом акций в котировальный список А или Б (при условии соответствия ценных бумаг и эмитента требованиям, предъявляемым для включения ценных бумаг в соответствующий котировальный список). Требования к компаниям для включения акций в котировальные списки В и И более мягкие — как относительно финансовых результатов, структуры капитала, срока существования эмитента и минимальной стоимости акций, так и относительно уровня корпоративного управления.			

- расширение имеющегося у компании арсенала средств привлечения инвестиций и готовность к работе с самым широким спектром инвесторов;

- реализация в работе управленческого персонала эффективных принципов взаимодействия с различными группами инвесторов, внедрение соответствующих процедур на ранних этапах сотрудничества.

Таким образом, содержание работы по улучшению корпоративного управления в компании определяется ее стратегией, в числе прочего, и в области привлечения инвестиций.

* * *

Авторы выражают признательность Екатерине Герус, вице-президенту направления корпоративных финансов ФК «УРАЛСИБ», Глебу Давидюку, партнеру скандинавского фонда прямых инвестиций *Mint Capital*, и Игорю Ладыгину, директору компании «Брокеркредитсервис Консалтинг», за предоставленные для статьи материалы и за участие в ее подготовке.

