

Влияние сделок М&А на интеграционные процессы: отраслевые приоритеты, проблемы и перспективы рынка М&А в России

© 2011 Е.Ю. Колова

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации
E-mail: lvls@mail.ru

Статья посвящена проблемам и перспективам развития рынка слияний и поглощений, рассмотрены особенности отраслевой сегментации сделок, а также возможность зарубежной экспансии российских компаний по средствам формирования фондов, приобретающих зарубежные компании для использования их технологий в России.

Ключевые слова: слияния и поглощения, фонд прямых инвестиций, инвестиции, производственные активы, “инвестиционный протекционизм”, венчурные фонды.

Слияния и поглощения в настоящее время выступают важным способом интеграции российских компаний в мировое хозяйство. Эта интеграция происходит по двум основным направлениям. Иностранные компании приобретают целиком или частично действующие российские компании, привнося в них новый уровень менеджмента и технологий. Российские компании также все чаще используют слияния и поглощения для своей экспансии на зарубежные рынки.

Мировой экономический кризис 2007–2009 гг. оказал значительное влияние на развитие процессов слияний и поглощений в мире, существенно уменьшив их стоимостный объем на мировом рынке в целом, его трансграничном сегменте и на российском рынке.

В 2010 г. рынки слияний и поглощений стали восстанавливаться, это дает основания полагать, что в ближайшие годы предстоит новый бум слияний и поглощений.

В трансграничных слияниях и поглощениях в 1990-х и 2000-х гг. доминируют компании сферы услуг и обрабатывающих отраслей промышленности. Доля добывающих отраслей незначительна. Развивающиеся страны становятся активными участниками сделок по слияниям и поглощениям.

Российский рынок слияний и поглощений в течение последнего десятилетия также демонстрирует в целом тенденцию к росту, активность на нем совпадает с мировыми тенденциями, что может свидетельствовать о высокой степени его интеграции в мировой рынок слияний и поглощений.

Хотя среди сделок слияний и поглощений на российском рынке преобладает тип “внутренние”, что указывает на происходящие процессы консолидации активов, укрупнения бизнеса, пе-

редела собственности, доля транснациональных сделок неуклонно растет.

По мере развития рынка слияний и поглощений в России росла и доля операций с участием нерезидентов, т.е. возрастал уровень его транснационализации. Так, в 2005 г. доля трансграничных сделок составляла всего лишь 32 % от всего объема российского рынка слияний и поглощений. В 2008 г. доля трансграничных сделок составила уже 56 % от всего объема российского рынка слияний и поглощений. Мировой финансово-экономический кризис несколько снизил объем трансграничной активности. В 2009 г. на трансграничные операции пришлось 44 %, а в 2010 г. – 46 %. Тем не менее, по абсолютным величинам объем трансграничных слияний и поглощений компаний России остается ниже докризисных 2007 и 2008 гг. (44 млрд. долл. в 2010 г. по сравнению с 49 млрд. долл. в 2007 г. и 69 млрд. долл. в 2008 г.)

Вырастет диверсификация иностранных инвестиций в форме слияний и поглощений, основной акцент сместился от добывающих отраслей к сфере потребительских товаров и сектору финансовых услуг. Сделки по слияниям и поглощениям, в которых покупателем выступают иностранные компании, имеют для экономики России как положительные, так и отрицательные стороны (табл. 1).

Особо хотелось бы отметить распределения сделок по слияниям и поглощениям по отраслям (табл. 2). Так, среди отраслей в марте 2011 г. на российском рынке по сумме М&А-сделок лидировала электроэнергетика за счет единственной крупнейшей сделки по переходу к “Интер РАО” 79,24 % акций ОГК-3. Продавцами акций выступили “Норильский никель” и его дочерняя компания “Интергенерация”. Сделка проходила в формате обмена акциями, пакет ОГК-3 для нужд

Таблица 1. Рынок слияний и поглощений в России в 2005-2010 гг., млрд. долл.*

| Показатели | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|---|------|------|------|------|------|------|
| Объем рынка, всего | 41 | 64 | 159 | 122 | 49 | 96 |
| В том числе: | | | | | | |
| внутренние операции | 28 | 39 | 111 | 54 | 27 | 52 |
| трансграничные операции | 13 | 24 | 49 | 69 | 21 | 44 |
| из них: | | | | | | |
| приобретение иностранных фирм | 9 | 10 | 23 | 29 | 14 | 31 |
| приобретение иностранцами российских фирм | 4 | 15 | 25 | 39 | 8 | 13 |

* Составлено автором по: "Обзор рынка слияний и поглощений в России" компании KPMG за соответствующие годы.

Таблица 2. Отраслевая сегментация М&А-активности в марте 2011 г.

| Отрасль | Объем сделок, млн. долл. | Доля в общем объеме, % | Количество сделок | Доля в общем количестве, % |
|---|-----------------------------|---------------------------|----------------------|-------------------------------|
| Добыча полезных ископаемых | 74,4 | 0,9 | 1 | 2,1 |
| Лесная и целлюлозно-бумажная промышленность | 55,2 | 0,7 | 2 | 4,2 |
| Машиностроение | 128,0 | 1,5 | 2 | 4,22 |
| Металлургия | 1192,0 | 14,1 | 1 | 2,1 |
| Пищевая промышленность | 139,0 | 1,6 | 4 | 8,3 |
| Прочие производства | 35,0 | 0,4 | 1 | 2,1 |
| Связь | 188,0 | 2,2 | 2 | 4,2 |
| Сельское хозяйство | 225,0 | 2,7 | 4 | 8,3 |
| Страхование | 8,4 | 0,1 | 1 | 2,1 |
| Строительство и девелопмент | 771,4 | 9,1 | 4 | 8,3 |
| Торговля | 199,6 | 2,4 | 5 | 10,4 |
| Транспорт | 247,7 | 2,9 | 4 | 8,3 |
| ТЭК | 1050,0 | 12,4 | 2 | 4,2 |
| Услуги | 490,0 | 5,8 | 6 | 12,5 |
| Финансовые институты | 1099,7 | 13,0 | 4 | 8,3 |
| Электроэнергетика | 2476,3 | 29,3 | 1 | 2,1 |
| IT | 61,0 | 0,7 | 2 | 4,2 |
| Итого | 8441,1 | 100 | 48 | 100 |

Источник. Информационное агентство М&А.

сделки оценивался в 70,4 млрд. руб. (2476,3 млн. долл.).

На втором месте находилась металлургия, также за счет единственной сделки, в ходе которой "Северсталь" продала Renco Group Inc. свои заводы в США - Severstal Warren, Severstal Wheeling и Severstal Sparrows Point, а также еще ряд активов. Общая стоимость сделки с учетом выплат наличными, векселей, погашения долгов третьей стороне и принятия на себя Renco финансовых обязательств "Северстали" составила 1192 млн. долл.

Третье место занял финансовый сектор, где состоялось 4 сделки на общую сумму 1099,7 млн. долл. Крупнейшей из них стала покупка Сбербанком "Тройки Диалог" за 1 млрд. долл.

Четвертое место занял топливно-энергетический комплекс, где состоялось 2 сделки на 1050 млн. долл. Крупнейшей стало приобретение "Газпромом" на аукционе имущественного комплекса ОАО "Русия Петролеум", оператора Ковыктин-

ского газоконденсатного месторождения в Восточной Сибири. Общая стоимость сделки с учетом НДС составила 25,8 млрд. руб. (907,5 млн. долл.), включая налоги и 1,3 млрд. руб., заплаченные за 100 % долей ООО "Ковыктанефтегаз" ("дочка" "Русия Петролеум", которой принадлежит лицензия на разработку участков, прилегающих к Ковыктинскому месторождению).

На пятом месте находились строительство и девелопмент (4 сделки на 771,4 млн. долл.), где крупнейшей сделкой стало приобретение ООО "Макромир" Андрея Рогачева компанией Fort Group оценочно за 650 млн. долл.

В апреле число сделок по слиянию и поглощению несущественно сократилось - 46 (на 2 меньше, чем в марте), зато общая сумма составила 10 млрд. долл., что на 18,5 % выше, чем в предыдущем месяце (8,4 млрд. долл.). Прежде всего, из-за того, что почти на две трети (63,9 %) высокая апрельская сумма обусловлена одной крупнейшей сделкой, в ходе которой

Vimpelcom Ltd приобрел Wind Telecom. Но переговоры по этой сделке начались еще осенью прошлого года. Что касается новых сделок, обусловленных деловой конъюнктурой уже начала 2011 г., они внесли существенно меньший вклад в общую картину.

Как и прежде, зависимость российского M&A-рынка от крупных сделок находится на очень высоком уровне. На долю пяти крупнейших сделок апреля в совокупности пришлось 83,2 % общей суммы, тогда как в марте этот показатель равнялся 73,8 %. Стоит отметить, что по итогам 2010 г. он составлял всего 39,4 % от общей суммы сделок. Рост этого показателя в начале 2011 г. свидетельствует о том, что активность среднего бизнеса в сфере слияний и поглощений сильно замедлилась, и рынок M&A поддерживается в основном за счет довольно узкого круга крупнейших покупателей.

Очень сильно снизился в апреле и объем сделок на внутрироссийском рынке. Их число осталось практически неизменным по сравнению с предыдущим месяцем (32 против 35 в марте), однако общая сумма составила всего 1,65 млрд. долл. - это менее одной пятой мартовского результата (6,7 млрд. долл.). Возможно, это связано с отложенной реакцией на общее снижение инвестиционной активности на российском рынке в начале 2011 г. По данным Росстата, инвестиции в основной капитал на протяжении всего I квартала снижались по отношению к аналогичному периоду прошлого года, и апрель был первым месяцем, когда был отмечен небольшой прирост этого показателя. Общее замедление инвестиций не могло не сказаться и на сделках по покупке новых активов.

При этом в апреле инвесторы покупали преимущественно более дешевые активы, а сделки в среднем и верхних ценовых сегментах зачастую откладывали. Сыграло свою роль в этом процессе и повышение налоговой нагрузки на российские компании с начала 2011 г. в связи, что ухудшило финансовые возможности потенциальных покупателей.

Среди отраслей в апреле 2011 г. на российском рынке по сумме M&A-сделок лидировала связь, на втором месте металлургия, на третьем месте находилась сфера услуг, четвертое место занял топливно-энергетический комплекс, а на пятом месте в апреле была химическая и нефтехимическая промышленность. Однако две отрасли, которые на протяжении 2010 и I квартала 2011 г., как правило, занимали места в топ-5 по сумме или числу сделок, - финансы и пищевая промышленность - в апреле 2011 г. заняли последние места в рейтинге. Состоялась всего одна

сделка в пищевой промышленности на 6,3 млн. долл. и одна в финансовом секторе на 1,5 млн. долл. Во многом это обусловлено перенасыщением рынка в этих отраслях на протяжении предыдущего и в начале текущего года - покупателям требуется время для интеграции уже купленных активов в свои структуры.

Таким образом, можно выделить основные тренды апреля - мая 2011 г.:

Существенный прирост зарубежных сделок российских покупателей, особенно в отрасли связи, топливно-энергетическом комплексе, машиностроении, металлургии.

Снижение числа и суммы сделок на внутрироссийском рынке, вызванное общим замедлением инвестиционной активности и ростом налоговой нагрузки на предприятия.

Замедление M&A-активности в финансовом секторе и пищевой промышленности, где выставленных на продажу активов в данный момент больше, чем потенциальных покупателей.

Сохраняющаяся высокая активность в машиностроении как на внутрироссийском, так и на зарубежном рынке. Драйверами роста являются транспортное и энергетическое машиностроение.

Высокий интерес к угледобывающим активам на фоне благоприятной ценовой конъюнктуры.

Высокая M&A-активность в отрасли связи, особенно в сегменте широкополосного доступа к Интернету (ШПД). Крупнейшие игроки конкурируют в борьбе за независимые активы, провоцируя рост цен. Однако в последнее время наметился разворот в этом тренде. Мультипликаторы по продаже компаний сейчас уже очень высоки, наблюдаются признаки перегрева, и в апреле началось постепенное снижение мультипликаторов, а то и отказ покупателей от сделок из-за высокой цены актива.

Заметный рост M&A-активности в химической и нефтехимической промышленности, подстегиваемый процессами формирования новых холдингов, а также масштабным объединением "Уралкалия" и "Сильвинита" в мае.

Однако при детальном рассмотрении на примере нефтегазового сектора показано, что приход иностранных компаний в российский нефтегазовый комплекс сыграл положительную роль с точки зрения притока зарубежных инвестиций. Вместе с тем по масштабу притока этот вклад оказался много меньше ожидаемого и необходимого для российского нефтегазового сектора. Подавляющая доля притоков зарубежных инвестиций имела своим происхождением офшорные юрисдикции. Вклад иностранных нефтяных ком-

паний в российскую экономику мог бы быть более значительным как с точки зрения количества осуществляемых проектов, так и с точки зрения трансферта необходимых технологий и финансовых ресурсов.

Пример российского рынка соков также демонстрирует неоднозначные последствия прихода иностранных компаний для экономики страны. Привлекательность этого рынка привела к полному вытеснению с него национальных компаний и формированию на нем дуополии двух крупных иностранных компаний.

Подробный анализ сделки на рынке соков высветил и проблему непрофильного бизнеса. Приобретя крупную российскую компанию, иностранная фирма оказалась владельцем такого направления в бизнесе, которым она не обладала ранее ни в одной стране, ни в какое время. Перспективы этого направления теперь неясны, что напрямую угрожает другому рыночному сегменту.

Что касается финансового сектора, то возможности российских банков по выдаче крупных кредитов ограничены, многие российские банки, особенно мелкие, не отвечают растущим потребностям в объемах кредитования со стороны корпоративных клиентов, а также потребностям населения в долгосрочных кредитных продуктах, таких как ипотечные кредиты. Отечественным банкам также сложно обеспечить достаточно низкую стоимость финансирования своих кредитных портфелей. Все это подтолкнет российские банки к увеличению собственного капитала, в том числе посредством сделок по слияниям и поглощениям, как национальным, так и с привлечением иностранных инвесторов.

В ближайшие годы ожидается дальнейшая экспансия иностранных банков на российский рынок финансовых услуг, а также вступление России в ВТО, что обостряет проблемы адаптации нашей банковской системы к уровню развития мировых финансовых институтов. С момента вступления России в ВТО может существенно увеличиться влияние зарубежных банков на национальную банковскую систему, произойдет усиление позиций иностранных банков по отношению к российским. Поэтому консолидация банковского капитала путем слияний и поглощений выступает необходимым условием дальнейшего развития российской банковской системы. Это необходимо для того, чтобы Россия в случае либерализации доступа иностранных финансовых институтов на отечественный рынок не потеряла контроль над своей национальной банковской системой, как это произошло во многих странах Центральной и Восточной Европы.

Финансово-экономический кризис привел к пересмотру стратегий развития на российском рынке ряда зарубежных банков. Так, крупнейший банк Испании Santander полностью свернул свою деятельность в России, продав в конце 2010 г. банку "Восточный экспресс" 100 % своего подразделения "Сантандер Консьюмер Банк", образованного на базе купленного в 2007 г. московского "Экстробанка". Основным направлением испанского банка в России была выдача автокредитов, но кризис помешал его плану развития. Летом 2010 г. "Восточный экспресс банк" купил 100 % российской "дочки" Morgan Stanley - "Городской ипотечный банк".

В 2011 г. крупнейший по активам в Европе англо-гонконгский банк HSBC объявил о закрытии своих розничных операций в России. Причины - переоценка перспектив российского рынка и усиление доминирования госбанков в этом секторе. Британский Barclays в 2011 г. выставил на продажу свое розничное подразделение в России "Барклайс Банк", созданный на базе купленного за 745 млн. долл. в 2008 г. "Экспобанка", так как розничный бизнес в России был признан ими нерентабельным.

В связи с мировым финансовым кризисом экспансия иностранного капитала на отечественный рынок замедлилась, так как иностранным инвесторам приходится концентрировать ресурсы на сохранении собственной финансовой устойчивости, что ограничивает их возможности по приобретению бизнеса в других странах. Доля нерезидентов в совокупном зарегистрированном уставном капитале банковской системы России составляла на 1 января 2009 г. 28,5 %, а на 1 января 2010 г. уже лишь 24,5 %¹.

Диверсификация структуры экономики, а главное - смещение акцента с сырьевых отраслей на высокотехнологичные индустрии, во многом зависит от темпов развития технологически ориентированного предпринимательства. Однако высокотехнологические компании в ранней фазе своего развития в большинстве своем не вызывают интереса у профессиональных зарубежных и российских инвесторов. Не получая финансовой поддержки, они стагнируют или закрываются на этапе становления. Это обуславливает необходимость появления специализированных типов финансовых посредников и расширения спектра финансовых инструментов.

Подобными финансовыми посредниками в мире выступают венчурные фонды. В России их количество растет год от года. И здесь иностранный капитал начинает играть заметную роль. По данным Российской ассоциации пря-

мого и венчурного инвестирования (РАВИ), в 2009 г. на иностранный капитал пришлось 53 % новых инвестиций в подобные фонды². Важным (а для многих и основным) критерием успешной деятельности венчурных фондов являются хорошие финансовые показатели выходов фондов из портфельных компаний. По нему потенциальные инвесторы оценивают перспективность новых вложений во вновь создаваемые фонды. Эксперты отмечают, что «основным смыслом прямого инвестирования в частные незарегистрированные на фондовой бирже компании является потенциальная возможность для инвесторов продать свою долю акций в будущем по цене, которая щедро вознаградит инвесторов за принятый на себя риск. Хотя имеется много различных способов продажи долей участия в капитале – IPO, поглощение, вторичная продажа, обратный выкуп или списание, но наиболее прибыльными путями являются IPO и поглощения»³.

Особая группа проблем связана с особенностями зарубежной экспансии российского капитала посредством сделок по слияниям и поглощениям. Для решения данной группы проблем проанализированы: основные тенденции отраслевых и страновых стратегий российских компаний; проблемы и перспективы углубления зарубежной экспансии российских компаний; совершенствование применяемых российскими компаниями технологий слияний и поглощений.

В целом, можно отметить, что в предкризисные годы объем подобных операций устойчиво рос (см. табл. 1). Так, в 2005 г. объем приобретения российскими фирмами зарубежных составил 9 млрд. долл., в 2006 г. – 10 млрд. долл., в 2007 г. – 23 млрд. долл., в 2008 г. – 29 млрд. долл.

Кризис привел к сокращению объема зарубежных покупок. В 2009 г. российские компании приобрели зарубежных компаний на сумму в 14 млрд. долл. Снижение интереса к покупке иностранных активов со стороны российских компаний в этот период стало результатом возросших в мировой экономике рисков. Падение цен на сырьевые товары, прежде всего на нефть и металлы, снизило интерес российских компаний к расширению глобального присутствия с целью улучшения ресурсной и производственной базы, к доступу к новым рынкам сбыта и технологиям. А возросшие затраты на кредитные ресурсы привели к сокращению инвестиционных возможностей.

Но уже в 2010 г. объем покупок превзошел докризисные значения, составив 31 млрд. долл. В 2010 г. Транснефть приобрела английскую компанию Kadina ltd, которая владеет Новороссий-

ским морским торговым портом. Покупка этой компании позволила Транснефти расширить свой контроль над экспортной цепочкой. Газпром в 2010 г. приобрел 12,5 % акций Белтрансгаза. Эта сделка была последней в череде сделок, в результате которой «Газпром» получил 50 %-ную долю в Белорусской газотранспортной компании. Холдинг «ТНК-ВР» приобрел 100 % акций компании «Викойл», владеющей сетью АЗС на Украине. Приобретая эту компанию, «ТНК-ВР» также преследует цели вертикальной консолидации.

В целом, можно сделать вывод, что зарубежная экспансия российских компаний обеспечивает качественно более глубокий уровень интеграции всего национального хозяйства России в глобальную экономику. Ведь в случае создания трансграничных производственно-хозяйственных комплексов эта интеграция реализуется уже на микроуровне внутрифирменного взаимодействия отдельных родственных предприятий, на котором сила сцепления экономических структур всегда оказывается более прочной, чем при традиционной международной миграции товаров и капиталов. Причем именно дальнейший рост и расширение географии зарубежной производственной сети российских компаний могут сделать такую интеграцию симметричной (в отличие от одностороннего проникновения иностранных компаний в российскую экономику), а значит, куда более прочной и устойчивой в долгосрочной перспективе.

Продолжающийся рост мировых цен на сырьевые товары будет обеспечивать благоприятные условия для дальнейших слияний и поглощений российских компаний за рубежом. Накопив уже серьезный опыт на внутреннем рынке, российские компании имеют одни из лучших возможностей для приобретений и инвестиций, они все больше интересуются международными приобретениями, число которых, как ожидается, увеличится.

Для повышения эффективности зарубежной экспансии российские компании должны совершенствовать технологии сделок по слияниям и поглощениям. Одной из таких технологий является оценка бизнеса. Потребность в оценке стоимости бизнеса возникает на разных этапах сделки слияния и поглощения. Во-первых, без нее не обойтись уже на предварительном этапе осуществления сделки. Необходимо четко представлять, насколько ценна поглощаемая компания. Также необходимо выяснить стоимостный эффект от слияния – как соотносятся стоимость компаний до сделки со стоимостью образованной компании, насколько велик эффект «синер-

гии”, т.е. насколько велика стоимость, созданная сделкой. Во-вторых, оценка является неотъемлемой частью непосредственно процесса сделки по слиянию. Миноритарные акционеры поглощаемой компании обычно имеют возможность продать свои акции по заранее определенной стоимости либо конвертировать их в акции объединенного предприятия. При этом привлечение независимого оценщика необходимо как для определения коэффициента конвертации при переходе на единую акцию, так и в целях выкупа акций у миноритарных акционеров.

В заключение хотелось бы привести некоторые итоги I квартала 2011 г., которые демонстрируют существенный прирост сделок M&A как по числу, так и по сумме сделок по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. В годовом сравнении число сделок выросло на 48,8 % (122 транзакции в I квартале 2011 г. против 82 в I квартале 2010 г.), а сумма сделок - в 2,4 раза (16,8 млрд. долл. и 6,9 млрд. долл., соответственно).

Особенно высокими темпами росла сумма внутренних российских сделок. Если за I квартал 2010 г. их состоялось всего на 3 млрд. долл., то за I квартал 2011 г. - уже на 13,6 млрд. долл. (прирост в 4,5 раза). Эти данные свидетельствуют о возвращении доверия предпринимателей к российским компаниям и российскому рынку в целом. Сейчас на внутреннем рынке компании видят много возможностей для неорганического роста и спешат воспользоваться благоприятной конъюнктурой, чтобы наращивать свою долю рынка путем покупки конкурентов или достраивать вертикально интегрированные цепочки от производства до сбыта. Эта тенденция была еще отмечена в июне 2010 г. и с небольшими исключениями сохраняется по данный момент.

Средняя стоимость сделки в годовом сравнении выросла на 63,9 % - 137,4 млн. долл. в I квартале 2011 г. против 83,8 млн. долл. в I квартале 2010 г. Растет и число сделок в среднем ценовом диапазоне (от 11 млн. долл. до

50 млн. долл.). В марте число сделок в этом сегменте впервые с начала 2010 г. ненамного, но превысило число сделок в нижнем ценовом диапазоне (1-10 млн. долл.) - 15 и 14 транзакций, соответственно. Это еще одно свидетельство общего роста стоимости российских активов⁴.

Есть и негативные факторы. Так, вновь растет зависимость российского M&A-рынка от крупных сделок. На долю пяти крупнейших сделок марта в совокупности пришлось 73,8 % от общей суммы сделок за месяц, а в январе 2011 г. этот показатель и вовсе составлял 84 % (в феврале наблюдалось временное снижение этого показателя до 42 %, а по итогам 2010 г. он составлял всего 39,4 % от общей суммы сделок).

Кроме того, хотелось бы отметить высокую долю сделок с участием госкомпаний. За первые три месяца текущего года компании, где контрольный пакет принадлежит государству, прямо или косвенно выступили покупателями в 18 сделках (14,8 % всех сделок), общая сумма которых составила 6488 млн. долл. (38,6 %). Получается, что почти 40 % общего объема российского M&A-рынка в начале 2011 г. было обеспечено госструктурами. Настолько высокая роль госучастия в сделках вызывает некоторую долю беспокойства.

¹ Информация о кредитных организациях с участием нерезидентов на 1 января 2010 года // Данные Центрального банка Российской Федерации. URL: http://www.cbr.ru/analytics/bank_system/print.asp?file=PUB_100101.htm.

² Обзор рынка прямых и венчурных инвестиций за 2009 г. / РАВИ. С. 8. URL: <http://www.rvca.ru/rus>.

³ Финансирование инновационного развития: Сравнительный обзор опыта стран ЕЭК ООН в области финансирования на ранних этапах развития предприятий: пер. с англ. / РАВИ. СПб., 2008. С. 76.

⁴ Ежемесячный Бюллетень информационного агентства “АК&М” // Рынок слияний и поглощений. 2011. □ 159.

Поступила в редакцию 05.04.2011 г.