

РАЗМЕЩЕНИЕ ЕВРООБЛИГАЦИЙ РОССИЙСКИМИ КОРПОРАЦИЯМИ И ФИНАНСОВЫМИ ИНСТИТУТАМИ

А. А. Тарасов

Российская академия народного хозяйства и государственной службы
при Президенте Российской Федерации, Москва, Россия

Еврооблигации являются одним из основных инструментов международного корпоративного финансирования. В статье исследуется рынок еврооблигаций как источник привлечения денежных средств российскими корпорациями и финансовыми институтами. Приводятся структурные параметры еврооблигаций и описаны виды ценных бумаг, доступные на долговом рынке для российских эмитентов (выпуски с одним/несколькими траншами, эталонные выпуски). Автором анализируются результаты размещений российских эмитентов, включающие высокую активность на рынке еврооблигаций компаний-экспортеров и успешные размещения рублевых еврооблигаций. Рассматриваются транзакционные аспекты рынка еврооблигаций: роль главных участников сделки (ведущих менеджеров, глобальных координаторов, букраннеров) и основные этапы процесса размещения ценных бумаг (получение кредитного рейтинга, подготовка юридической документации, синдикация и маркетинг на рынке). Проведен сравнительный анализ ключевых инструментов привлечения финансирования российскими заемщиками на международных рынках долгового капитала – еврооблигаций и синдицированных кредитов. Данные инструменты не только конкурируют, но и дополняют друг друга, что подтверждается использованием ведущими заемщиками комбинаций еврооблигаций и синдицированных кредитов в структуре капитала. В статье делается вывод, что комбинированное использование данных долговых инструментов при решении широкого спектра финансовых задач является оптимальным для структуры капитала корпораций и финансовых институтов.

Ключевые слова: еврооблигации, рынки долгового капитала, процесс синдикации, инвестиционно-банковские услуги, привлечение корпоративного финансирования.

EUROBOND FLOTATION BY RUSSIAN CORPORATIONS AND FINANCE INSTITUTIONS

Alexey A. Tarasov

The Russian Presidential Academy of National Economy
and Public Administration, Moscow, Russia

Eurobonds are one of the key instruments of international corporate financing. The article studies Eurobond market as a source of raising cash by Russian corporations and finance institutions. It provides structural parameters of Eurobonds and depicts types of securities available on debt market for Russian issuers (issues with one or several tranches, benchmark issues). The author analyzes results of Russian issuers' flotation, including high activity on Eurobond market of exporting companies and successful flotation of ruble Eurobonds. The article studies transaction aspects of Eurobonds market: the role of principle participants of the deal (leading managers, global coordinators, book-runners) and key stages of the security flotation process (getting the credit rating, preparation of legal papers, syndication and marketing on market). It makes a comparative analysis of key instruments of raising finance by Russian borrowers on international markets of debt capital – Eurobonds and syndicated credits. These instruments both compete and supplement each other, which was proven by using the combination of Eurobonds and syndicated credits by leading borrowers. The article comes to the conclusion that combined use of these debt instruments for solving a wide range of finance problems is optimal for corporate capital structure and finance institutions.

Keywords: Eurobonds, debt capital market, syndication process, investment and banking services, raising corporate financing.

Введение

Еврооблигации, наряду с синдицированными кредитами, гибридными инструментами и акциями, относятся к основным инструментам привлечения денежных средств российскими корпорациями и финансовыми институтами. Совместно с синдицированными кредитами еврооблигации позволяют решать специализированные задачи, включая финансирование инвестиционных программ и сделок по слияниям и поглощениям. При этом каждый из данных инструментов обладает своим набором преимуществ.

У еврооблигаций более жесткая структура и сложный процесс размещения бумаг, но это ликвидный рыночный инструмент, к которому проявляют интерес международные институциональные инвесторы. Синдицированные кредиты позволяют структурировать сделку согласно индивидуальным требованиям каждого конкретного заемщика, при этом в качестве кредиторов выступают только коммерческие банки.

В силу этих причин ведущие российские корпорации и финансовые институты успешно комбинируют данные инструменты для решения своих финансовых задач.

Основные структурные параметры еврооблигаций

Поскольку еврооблигации являются продвинутым финансовым инструментом, данные бумаги размещают эмитенты следующего профиля:

– *корпорации*: публичные компании 1-го (в некоторых случаях 2-го) эшелона с инвестиционным кредитным рейтингом и опытом привлечения международного финансирования; лидеры своих отраслей (входят в топ-5 по доле рынка) с годовой выручкой от 500 млн долларов и с аудированной отчетностью по международным стандартам;

– *финансовые институты*: ведущие универсальные и коммерческие банки, входящие в ренкинг топ-20 российских банков по активам; национальные и меж-

дународные институты и банки развития, в капитале которых участвует Российская Федерация.

Приведем основные структурные параметры еврооблигаций:

1. *Объем*: от 250 до 800 млн долларов.
2. *Валюта*: доллары США, евро, британские фунты, швейцарские франки.
3. *Цель размещения*: финансирование общекорпоративных целей, долгосрочных инвестиционных проектов, сделок по слияниям и поглощениям.
4. *Срок обращения*: как правило, 5 лет (с диапазоном от 3 до 7 лет).
5. *График погашения*: одним платежом в конце срока обращения еврооблигаций.
6. *Ставка купона*: фиксированная.
7. *Обеспечение*: отсутствует.
8. *Применимое право*: международное право, соответствующее юрисдикции размещения бумаг.

На рынке еврооблигаций для российских эмитентов доступно размещение следующих видов бумаг:

– *выпуск с одним траншем*: основной инструмент рынка еврооблигаций, который используется корпорациями для финансирования общекорпоративных целей. Средний объем размещения – 500 млн долларов; валюта – доллар США или евро; срок обращения – 3–5 лет;

– *выпуски с несколькими траншами*: подобные бумаги включают, как правило, два транша в разных валютах и с разными сроками. Например, 3-летний транш в долларах и 5-летний транш в евро. Объем подобных размещений составляет более 750 млн долларов;

– *еврооблигации, номинированные в рублях*: важный для рынка инструмент, позволяющий крупнейшим корпорациям привлекать рублевое финансирование сроком до 5 лет;

– *эталонные выпуски*: крупнейшие корпорации размещают бумаги объемом около 1 млрд долларов сроком на 5 лет. Подобные выпуски достаточно ликвидны и поэтому вызывают повышенный интерес со стороны инвесторов;

– *долгосрочные еврооблигации*: подобные выпуски со сроком обращения от 7 лет и более доступны заемщикам 1-го эшелона с высокими кредитными рейтингами.

Обзор рынка еврооблигаций российских эмитентов

Объем российского рынка еврооблигаций в 2019 г. составил около 20 млрд долларов. Динамика рынка за последние 5 лет приведена на рис. 1. Обратим внимание, что 2019 г. был достаточно успешным для российских эмитентов. Это объясняется благоприятной рыночной конъюнктурой и существенным интересом к российскому рынку международных институциональных инвесторов.

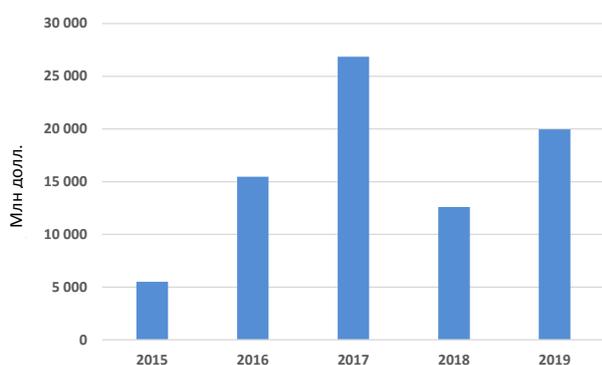


Рис. 1. Динамика рынка российских еврооблигаций в 2015–2019 гг.

Выделим три тенденции рынка еврооблигаций в 2019 г.:

1. *Значимое количество сделок для заемщиков из экспортирующих отраслей*: за год было размещено более 15 выпусков для крупнейших российских корпораций из металлургической (НЛМК, ПАО «Северсталь»), горнодобывающей (АК «Алроса», ПАО «ГМК „Норильский никель“») и химической (АО «МХК „ЕвроХим“», ПАО «СИБУР Холдинг») отраслей. Параметры еврооблигаций эмитентов приведены в табл. 1.

Таблица 1

Еврооблигации российских экспортирующих корпораций

Параметры еврооблигаций	ЕвроХим	Алроса	НЛМК
Отрасль эмитента	Химия	Горнодобывающая промышленность	Металлургия
Способ размещения	Открытая подписка		
Объем размещения, валюта	700 млн долларов	500 млн долларов	500 млн долларов
Ставка купона	5,50% годовых	4,65% годовых	4,70% годовых
Срок обращения	5 лет		7 лет
Дата размещения	Март 2019	Апрель 2019	Май 2019
Листинг	Ирландская фондовая биржа		

2. *Достаточно высокая активность финансовых институтов*: в 2019 г. были закрыты сделки для Московского кредитного банка (объем размещения – 500 млн евро, ставка – 5,15% годовых, срок обращения – 5 лет) и ГТЛК (соответственно, 550 млн долларов, 4,949% годовых и 6,5 лет), а также были размещены субординированные еврооблигации со сроком обращения 10,5 лет и колл-опционом через 5,5 лет для Альфа-Банка (400 млн долларов, 5,95% годовых) и Совкомбанка (300 млн долларов, 8,00% годовых).

3. *Успешные размещения еврооблигаций, номинированных в рублях*: выпуски для таких эмитентов, как ОАО «РЖД», ПАО «РусГидро» и АО «Альфа-Банк». В табл. 2 приведены основные параметры данных бумаг.

Таблица 2

Рублевые еврооблигации российских эмитентов

Параметры еврооблигаций	РЖД	Альфа-Банк	РусГидро
Отрасль эмитента	Железнодорожный транспорт	Финансовые институты	Энергетика
Способ размещения	Открытая подписка		
Объем размещения, валюта	20,0 млрд рублей	10,0 млрд рублей	15,0 млрд рублей
Ставка купона	8,8% годовых	9,35% годовых	6,8% годовых
Срок обращения	5,5 лет	3 года	5 лет
Дата размещения	Апрель 2019	Август 2019	Ноябрь 2019
Листинг	Ирландская фондовая биржа		

Транзакционные аспекты рынка еврооблигаций

Процесс размещения выпуска еврооблигаций является достаточно сложным и характеризуется значимыми транзакционными издержками. Это связано с тем, что для них, как правило, требуются наличие кредитного рейтинга эмитента от международных рейтинговых агентств, проведение работы с широкой базой институциональных инвесторов, подготовка юридических документов и прохождение процедуры листинга на бирже.

Приведем описание ролей и функций основных участников сделки:

1. *Ведущие менеджеры.* Ключевую роль в организации размещения выполняют банки, назначенные эмитентом на роль ведущих менеджеров. Как правило, это пул из 3–5 коммерческих и инвестиционных банков. Важно, чтобы данная группа была диверсифицирована с точки зрения географии и включала европейские, американские и азиатские банки.

К основным функциям ведущих менеджеров относятся [7–8]:

- консультирование эмитента касательно структуры выпуска (объема, валюты, срока);
- проведение процедуры *Ratings Advisory* для получения эмитентом нового или обновления текущего рейтинга от международных рейтинговых агентств;
- организация процедуры *Due Diligence* для анализа всех аспектов деятельности заемщика с последующим включением данной информации в юридическую документацию выпуска;
- анализ текущей конъюнктуры рынка еврооблигаций и тенденций, оказывающих влияние на ценообразование выпуска;
- подготовка полного комплекта юридической документации выпуска, включая проспект ценных бумаг;
- организация *Road Show* для встреч с инвесторами в крупнейших международных финансовых центрах;
- взаимодействие с регуляторами и биржами с целью листинга бумаг.

2. *Глобальные координаторы.* Для крупных сделок по размещению еврооблигаций эмитент, как правило, назначает 1–2 банка на роли глобальных координаторов, отвечающих за вопросы организации транзакционного процесса, включая выстраивание коммуникаций между всеми участниками сделки. Координаторы руководят подготовкой информационного пакета сделки и отвечают за публикацию пресс-релизов и взаимодействие со СМИ.

3. *Букраннеры.* Они руководят процессом синдикации еврооблигаций. В их функции входит работа с потенциальными инвесторами, которых букраннеры распределяют между собой либо по географическому, либо по функциональному признаку (банки, управляющие активами, страховые компании).

4. *Платежный агент.* Банк, через который эмитент осуществляет все расчеты по еврооблигациям.

5. *Трасти.* Банк, действующий в пользу держателей еврооблигаций и удостоверяющий выполнение эмитентом всех условий и ковенант, содержащихся в проспекте еврооблигаций.

К ключевым этапам сделки относятся:

1. *Подготовительный этап.* Эмитент назначает банки на соответствующие роли для реализации выпуска, структурирует сделку совместно с ведущими менеджерами. Также проводится процедура *Ratings Advisory*, так как для размещения еврооблигаций требуется как корпоративный рейтинг эмитента, так и рейтинг самого выпуска. Процесс получения рейтинга включает организацию встреч топ-менеджмента корпорации с представителями рейтинговых агентств [3].

2. *Проведение процедуры Due Diligence.* Для реализации данного этапа проводится серьезная подготовка со стороны компании, юридических консультантов и банков. Результаты *Due Diligence* отражаются в проспекте облигаций. При этом основное внимание уделяется всеобъемлющему описанию рисков, которые принимают на себя потенциальные инвесторы бумаг [6].

3. *Подготовка юридической документации сделки.* Пакет документации включает проспект, юридические заключения и ком-фортные письма. Юридическая докумен-тация также включает мандатное письмо, в котором юридически оформляются назна-чения банков на соответствующие роли и регулируются условия и процесс работы над размещением. Мандатное письмо под-писывают банки и заемщик.

4. *Синдикация и маркетинг сделки.* Во время синдикации букраннеры направляют потенциальным инвесторам информа-ционный пакет сделки, содержащий фи-нансовые материалы и юридические доку-менты касательно деятельности эмитента и

параметров планируемого выпуска [2]. За-интересовавшиеся инвесторы принимают участие во встречах с топ-менеджментом эмитента в рамках *Road Show*, включающее посещение крупнейших мировых финан-совых центров [1].

5. *Размещение ценных бумаг на рынке.* На финальном этапе сделки определяются ито-говый состав инвесторов из книги заявок, процентная ставка и затем начинается тор-говля облигациями на вторичном рынке.

Структура процесса размещения вы-пуска еврооблигаций с указанием сроков и участников каждого из этапов приведена на рис. 2.

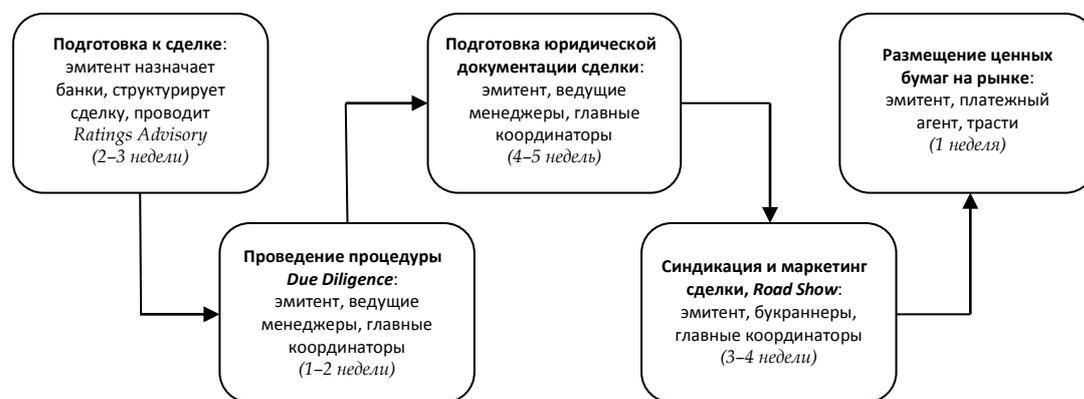


Рис. 2. Процесс реализации сделки по размещению выпуска еврооблигаций

Сравнительный анализ еврооблигаций и синдицированных кредитов

Так как большинство крупнейших рос-сийских корпораций и финансовых ин-ститутов используют для привлечения финансирования и еврооблигации, и син-дицированные кредиты, необходимо про-вести сравнительный анализ данных ин-струментов.

База инвесторов у рассматриваемых ин-струментов существенно различается. Если в синдицированных кредитах денежные средства предоставляются, как правило, коммерческими банками, то в еврооблига-ции инвестируют также страховые компа-нии, пенсионные и инвестиционные фон-ды, хедж-фонды. Рынок еврооблигаций можно охарактеризовать как рынок воз-

можностей: крупнейшие эмитенты имеют возможность привлечь достаточно боль-шие суммы по привлекательным ставкам, но при этом рынок достаточно сильно за-висит от глобальной финансово-экономи-ческой конъюнктуры. Рынок синдициро-ванных кредитов можно считать рынком стабильности. Банки-кредиторы по срав-нению с институциональными инвестора-ми обладают более высоким уровнем го-товности кредитовать своих ведущих за-емщиков

По сравнению с синдицированными кредитами процесс размещения выпуска еврооблигаций более сложный и имеет значимые транзакционные издержки, включающие расходы на юридических и финансовых консультантов, а также на проведение *Due Diligence* и *Road Show*.

Для синдицированных кредитов наличие рейтинга – положительный, но необязательный фактор успешной сделки. Однако для размещения еврооблигаций кредитный рейтинг соответствующего уровня (как правило, не ниже инвестиционного) выступает необходимым условием.

Несмотря на существование вторичного рынка синдицированных кредитов, у еврооблигаций имеется биржевой листинг, вследствие чего этот инструмент является более ликвидным, чем кредит. В рамках стратегии крупнейших заемщиков важно иметь кривую доходности и ликвидные выпуски для оценки текущей рыночной стоимости заимствований. Еврооблигации представляют собой публичный инструмент, что связано с раскрытием существенного объема информации и необходимостью соответствовать требованиям

регуляторов для прохождения процедуры листинга на одной из международных бирж.

К основным характеристикам синдицированного кредитования относятся гибкость структуры кредита, скорость закрытия сделки и конфиденциальность информации. Именно поэтому синдицированный кредит подходит для быстрого привлечения финансирования от нескольких ключевых банков заемщика в случае приобретения другой компании. В качестве долгосрочного решения возможно дальнейшее рефинансирование кредита выпуском еврооблигаций.

Основываясь на приведенных структурных параметрах и транзакционных аспектах еврооблигаций и синдицированных кредитов, проведем сравнение данных финансовых инструментов (табл. 3).

Т а б л и ц а 3

Сравнение параметров еврооблигаций и синдицированных кредитов

Структурные параметры	Выпуск еврооблигаций	Международный синдицированный кредит
Гибкость структуры	Стандартная структура, характерная для рынка облигаций (отсутствие обеспечения, погашение одним платежом, фиксированные ставки купона)	Возможность структурировать сделку под конкретную финансовую задачу (использование обеспечения, амортизация основной суммы долга, плавающие процентные ставки)
Объем	250–800 млн долларов США	200–750 млн долларов США
Валюта	Для эмитентов доступен широкий выбор валют, включая доллары США, евро, британские фунты, швейцарские франки	Доллары США, евро
Срок финансирования	В среднем более длительные сроки: 3/5/7 лет	3–5 лет
Ковенанты	Более легкий набор ограничений на финансовую и операционную деятельность заемщика	Достаточно широкий набор общих и финансовых ковенант, включая чистый долг/ЕБИТДА, чистые процентные платежи/ЕБИТДА
Участники сделки	Более обширный набор участников, включая менеджеров (банки), институциональных инвесторов, юридических консультантов менеджеров и эмитента, аудиторов, представителей регуляторов	Координаторы, букраннеры, кредиторы (все три – банки), юридические консультанты банков и заемщика
Доступность рынка	Возможности размещения сильно зависят от макроэкономических и прочих внешних факторов	Стабильный рынок, на который внешние факторы оказывают менее значимое влияние
Процесс реализации сделки	Более структурированный процесс, включающий большее количество обязательных и формальных этапов, необходимых для успешной реализации сделки	Относительно простой процесс, содержащий один ключевой рыночный этап – синдикацию на кредитном рынке
Транзакционные издержки	Транзакционные издержки выше за счет более сложного процесса реализации сделки и расходов на услуги участников сделки	Низкие транзакционные издержки реализации сделки
Маркетинговые материалы	Полный набор материалов, включающий презентацию облигационного выпуска, финансовую отчетность и отчеты рейтинговых агентств. Пресс-релизы публикуются в международных финансовых СМИ	Более легкий набор требований, включающий финансовую отчетность и более краткую инвестиционную презентацию заемщика. Как правило, публикуется один (итоговый) пресс-релиз
Юридическая документация	Объемный пакет документации, соответствующий стандартам международного рынка облигаций. Основным документом является проспект ценных бумаг	Кредитная документация регулируется английским правом и соответствует международным стандартам. Ключевым документом является кредитный договор

Заключение

На рынке синдицированного кредитования доступен широкий спектр инструментов для решения точечных задач: от пополнения оборотного капитала (краткосрочные револьверные кредитные линии) до финансирования строительства современных производственных мощностей (долгосрочное проектное финансирование). Еврооблигации размещаются, как правило, на среднесрочный период (5 лет) с дальнейшим использованием денежных средств на общекорпоративные цели. При частых размещениях эмитентам важно иметь кривую доходности для оценки текущей стоимости заимствований, для чего необходимо размещать ликвидные эталонные выпуски.

Синдицированные кредиты и еврооблигации являются специализированными финансовыми инструментами, каждый из которых обладает своим набором преимуществ. С точки зрения еврооблигаций это возможность привлечь существенные объемы финансирования в иностранной валюте, быстрый и отлаженный процесс реализации сделки (особенно для опытных эмитентов), формирование положительной кредитной истории среди международных инвесторов. При этом следует от-

метить, что еврооблигации являются достаточно дорогим инструментом привлечения финансирования с точки зрения транзакционных издержек.

Успешность реализации сделки существенно зависит от внешних макроэкономических факторов (включая обстановку на валютных, финансовых и товарных рынках). В отличие от синдицированных кредитов еврооблигации имеют достаточно жесткую структуру, не позволяющую корпорациям решать специализированные финансовые задачи (например, привлечь денежные средства для целей проектного финансирования).

Подводя итог, отметим, что и синдицированные кредиты, и еврооблигации являются ключевыми инструментами международного корпоративного финансирования. При этом для ведущих российских корпораций и финансовых институтов оптимальное финансовое решение заключается в совместном использовании данных долговых инструментов. В качестве примера приведем параметры сделок по размещению выпуска еврооблигаций и привлечению международного синдицированного кредита, осуществленных в 2019 г. ПАО «Уралкалий» (табл. 4).

Таблица 4

Параметры выпуска еврооблигаций и синдицированного кредита ПАО «Уралкалий»

Параметры финансирования	Выпуск еврооблигаций	Синдицированный кредит
Отрасль компании	Химическая промышленность	
Формат сделки	Международная	
Синдикация, участники сделки	Открытая подписка среди институциональных инвесторов	Среди международных банков на кредитном рынке
Инструмент	Ноты участия в кредите	Предэкспортное финансирование
Объем сделки, валюта	500 млн долларов	725 млн долларов и 650 млн евро
Цель финансирования	Общекорпоративные цели и рефинансирование	
Срок финансирования	5 лет	
Дата сделки	Октябрь 2019	Май 2019

Список литературы

1. Тарасов А. А. Маркетинг облигаций // Маркетинг в России и за рубежом. – 2016. – № 5. – С. 84–88.
2. Тарасов А. А. Процесс синдикации на кредитном рынке // Экономика. Бизнес. Банки. – 2017. – № 1. – С. 112–120.
3. Тарасов А. А. Роль топ-менеджера в привлечении международного финансирования // Управление. – 2018. – № 1. – С. 20–24.

4. Baker H., Martin G. Capital Structure and Corporate Financing Decisions: Theory, Evidence, and Practice. – Wiley, 2011.
5. Campbell M., Weaver C. Syndicated Lending: Practice and Documentation. – 7th edition. – Harriman House, 2019.
6. Gole W., Hilger P. Due Diligence: An M&A Value Creation Approach. – Wiley, 2009.
7. Iannotta G. Investment Banking: A Guide to Underwriting and Advisory Services. – Springer, 2010.
8. Liaw K. Th. The Business of Investment Banking: A Comprehensive Overview. – 3rd edition. – Wiley, 2011.
9. Rhodes T. Encyclopedia of Debt Finance, 2nd edition. – Euromoney Books, 2012.
10. Strumeyer G., Swammy S. The Capital Markets: Evolution of the Financial Ecosystem. – Wiley, 2017.

References

1. Tarasov A. A. Marketing obligatsiy [Marketing Bonds]. *Marketing v Rossii i za rubezhom* [Marketing in Russia and Abroad], 2016, No. 5, pp. 84–88. (In Russ.).
2. Tarasov A. A. Protsess sindikatsii na kreditnom rynke [The Syndication Process in the Loan Market]. *Ekonomika. Biznes. Banki* [Economy. Business. Banks], 2017, No. 1, pp. 112–120. (In Russ.).
3. Tarasov A. A. Rol top-menedzhera v privlechenii mezhdunarodnogo finansirovaniya [The Role of Top-management in Raising International Finance]. *Upravlenie* [Management], 2018, No. 1, pp. 20–24. (In Russ.).
4. Baker H., Martin G. Capital Structure and Corporate Financing Decisions: Theory, Evidence, and Practice. Wiley, 2011.
5. Campbell M., Weaver C. Syndicated Lending: Practice and Documentation. 7th edition. Harriman House, 2019.
6. Gole W., Hilger P. Due Diligence: An M&A Value Creation Approach. Wiley, 2009.
7. Iannotta G. Investment Banking: A Guide to Underwriting and Advisory Services. Springer, 2010.
8. Liaw K. Th. The Business of Investment Banking: A Comprehensive Overview. 3rd edition. Wiley, 2011.
9. Rhodes T. Encyclopedia of Debt Finance, 2nd edition. Euromoney Books, 2012.
10. Strumeyer G., Swammy S. The Capital Markets: Evolution of the Financial Ecosystem. Wiley, 2017.

Сведения об авторе

Алексей Аркадьевич Тарасов

кандидат экономических наук, Executive MBA, руководитель научно-исследовательских работ по направлению «Математические методы в финансовом менеджменте» кафедры количественных методов в менеджменте Института бизнеса и делового администрирования РАНХиГС.
Адрес: ФГБОУ ВО «Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации», 119571, Москва, проспект Вернадского, д. 82.
E-mail: alexey.tarasov@outlook.com

Information about the author

Alexey A. Tarasov

PhD, Executive MBA, Head of Research for «Mathematical Methods in Financial Management» of the Department of Quantitative Methods in Management of the Institute of Business Studies of the RANEPA.
Address: The Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, 82 Vernadskogo Avenue, Moscow, 119571, Russian Federation.
E-mail: alexey.tarasov@outlook.com