



cutting through complexity

Обзор рынка слияний и поглощений в России в первом полугодии 2015 г.

Июль 2015 г.



Основные результаты



Общая сумма сделок на рынке M&A поставила отрицательный рекорд в первом полугодии 2015 г., снизившись на 58% до минимального за последние шесть лет уровня 22,2 млрд долл. США.



Наиболее значимой по сумме сделкой за этот период стало приобретение «Стройгазконсалтинга» за 7 млрд долл. США.



Объем сделок упал почти вдвое до 217, хотя это еще существенно превышает уровень первого полугодия 2010–2013 гг.



Средняя сумма сделки снизилась на 30% до 131 млн долл. США.



81% сделок были совершены на сумму меньше 100 млн долл. США.



Ряд индикаторов говорит о том, что сумма сделок на рынке M&A в 2015 г. может составить всего 32–43 млрд долл. США.

Основные результаты

Особенно неважно обстоят дела на рынке внутренних сделок — отрасль энергетики и природных ресурсов обновила в первом полугодии очередной минимум.

В секторе технологий и инноваций наблюдалась повышенная активность, хотя в абсолютном выражении объем инвестиций оставался небольшим.

Сделки по покупке российских активов иностранными компаниями стабилизировались на уровне 5 млрд долл. США. Это происходит на фоне незначительных инвестиций со стороны азиатских игроков, которые все еще находятся в режиме ожидания.

Северная Америка и Европа остаются самыми популярными регионами для сделок по покупке российскими компаниями иностранных активов.

Активность на рынке прямых частных инвестиций остается на высоком уровне; DST Global и АФК «Система» являются ключевыми игроками.

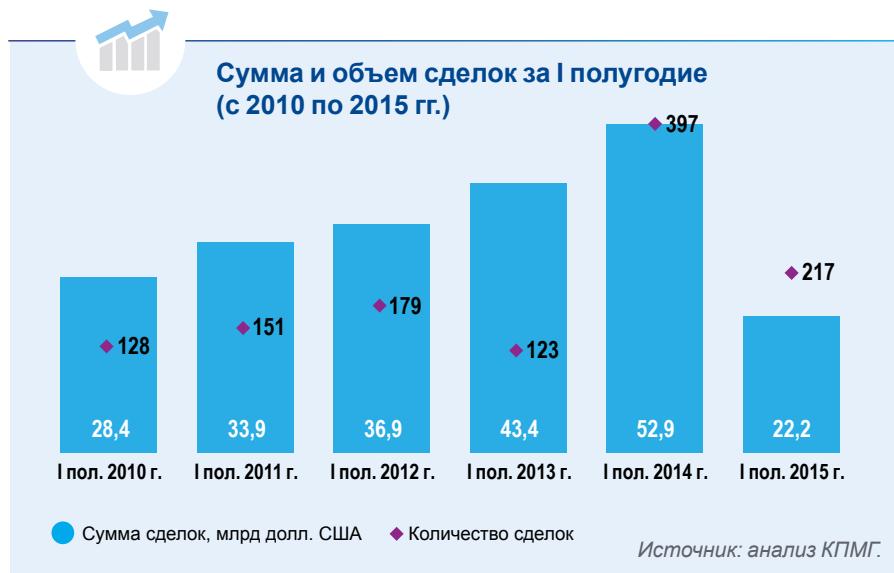


Сумма сделок на рынке M&A в первом полугодии 2015 г. упала до рекордно низкого уровня за последние 6 лет, а количество сделок сократилось почти вдвое

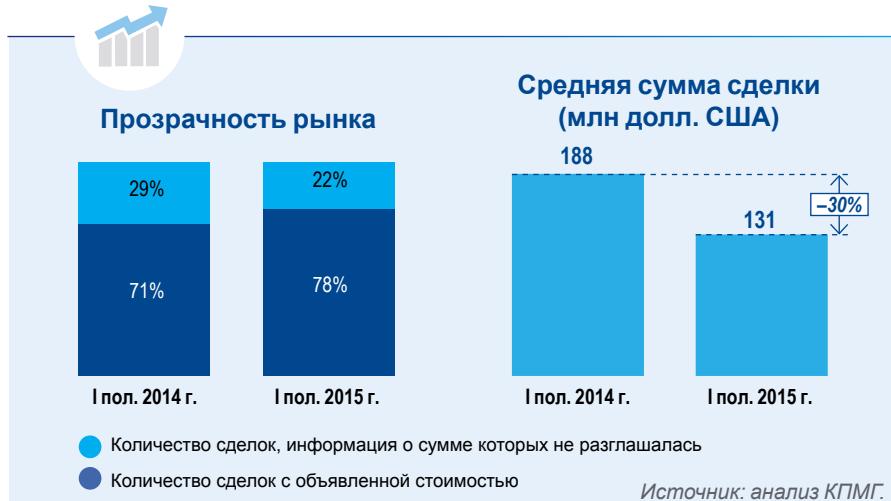
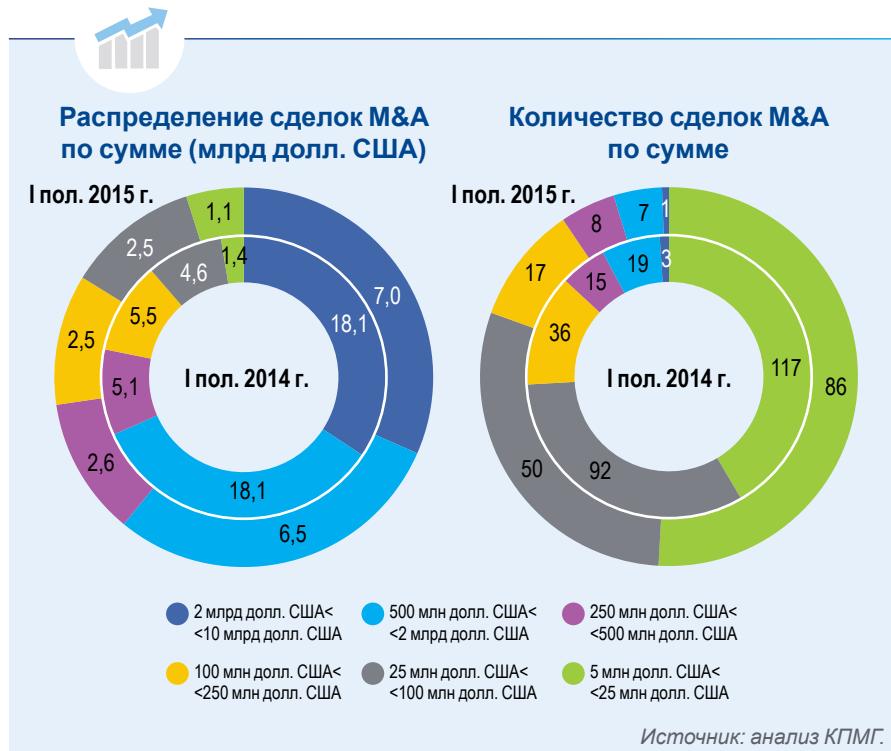
Общая сумма сделок на рынке слияний и поглощений в России в первом полугодии 2015 г. достигла 22,2 млрд долл. США, что на 58% ниже, чем в прошлом году. Количество сделок сократилось на 45% до 217, но по-прежнему превышает показатели 2010–2013 гг.

В I квартале 2015 г. общая сумма объявленных сделок упала до рекордно низкого с III квартала 2010 г. уровня на фоне снижения уверенности в экономических показателях России.

Активность на рынке M&A начала снижаться квартал-к-кварталу, начиная с IV квартала 2014 г. На данный момент остается неясным, продолжится ли падение и каким оно будет в летние месяцы, когда активность на рынке традиционно более низкая.



Наблюдается тенденция к повышению прозрачности рынка, однако средняя сумма сделок уменьшилась



Доля сделок на сумму свыше 500 млн долл. США составила 61% от общей суммы сделок (в I полугодии 2014 г. — 68%) и лишь 5% от общего количества сделок, по которым сумма была раскрыта (в I полугодии 2014 г. — 8%).

Сделки на сумму меньше 100 млн долл. США составили за I полугодие 2015 г. 81% от всех сделок с раскрытым объемом (74% в I полугодии 2014 г.).

Тенденция к повышению прозрачности рынка сохраняется: по 78% от общего количества сделок (169 сделок) раскрыты суммы в I полугодии; в прошлом году этот показатель составлял 71% (282 сделки).

Однако в связи с сокращением объема рынка на фоне небольшого количества крупных сделок средняя сумма сделки упала на 30%, составив 131 млн долл. США.





Основную сумму сделок M&A, как и раньше, в I полугодии 2015 г. обеспечили несколько крупных сделок

Десять крупнейших сделок обеспечили 65% от общей суммы сделок на рынке M&A в России в I полугодии 2015 г. (для сравнения в прошлом году — 52%) на фоне общей тенденции к концентрации основной массы инвестиций в небольшом количестве крупных сделок.

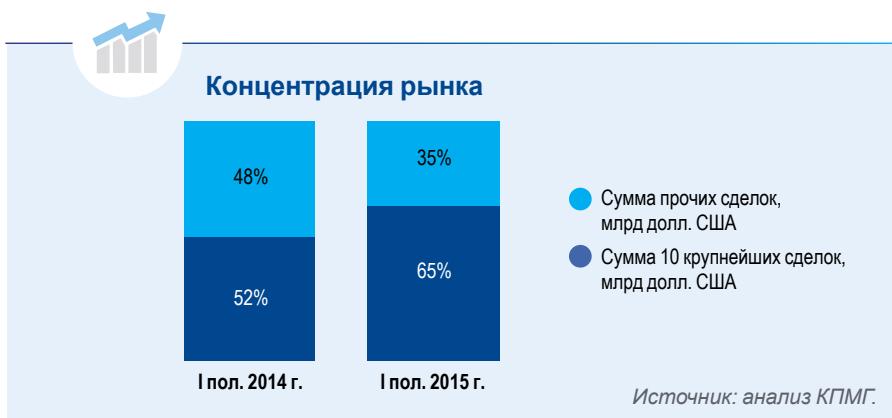
В апреле была объявлена самая крупная сделка за период — приобретение «Стройгазконсалтинга» «Газпромбанком» и «Юнайтэд Кэпитал Партнерс Эдвайзори» за 7 млрд долл. США.

На нефтегазовый сектор пришлось пять из 10 крупнейших сделок в I полугодии, включая предполагаемое приобретение компанией Schlumberger Eurasia Drilling, которому предстоит пройти процедуру одобрения в ФАС.

Компания Юрия Мильнера Digital Sky Technologies приняла в I полугодии 2015 г. участие в инвестировании средств в сектор инноваций и технологий на сумму 0,9 млрд долл. США.

Крупнейшие сделки на российском рынке M&A, I полугодие 2015 г.						
№	Объект сделки	Сектор	Покупатель	Продавец	Приобретенная доля, %	Млн долл. США
1	«Стройгазконсалтинг»	Транспорт и инфраструктура	«Газпромбанк» (Акционерное общество) и ООО «Юнайтэд Кэпитал Партнерс Эдвайзори»	Руслан Байсаров и Зияд Манасир	100,0%	7 000
2	Eurasia Drilling Company	Нефтегазовый сектор	Schlumberger Limited	Не раскрывается	45,7%	1 474
3	ПАО «Уралкалий»	Химическая промышленность	ПАО «Уралкалий»	Не раскрывается	11,6%	1 086
4	ОАО «Орскнефтеоргсинтез»	Нефтегазовый сектор	Михаил Гуцериев и ЗАО «Форте-Инвест»	Sermules Enterprises, Игорь Школьник и Cipation Holdings	77,2%	1 000
5	АО «НК «РуссНефть»	Нефтегазовый сектор	Glencore PLC	Михаил Гуцериев	49,0%	900
6	ПАО «Татнефть»	Нефтегазовый сектор	Не раскрывается	Не раскрывается	6,1%	801
7	ООО «Таас-Юрх Нефтегазодобыча»	Нефтегазовый сектор	BP PLC	АО «НК «Роснефть»	20,0%	750
8	Wish	Инновации и технологии	DST Global	Не раскрывается	16,7%	500
9	ПАО «МТС»	Телекоммуникации и медиа	Lazard Ltd	Не раскрывается	4,7%	439
10	ANI Technologies	Инновации и технологии	Группа инвесторов ¹	Не раскрывается	16,7%	400
Общая сумма 10 крупнейших сделок						14 350
% от общей суммы сделок на российском рынке M&A						64,7%

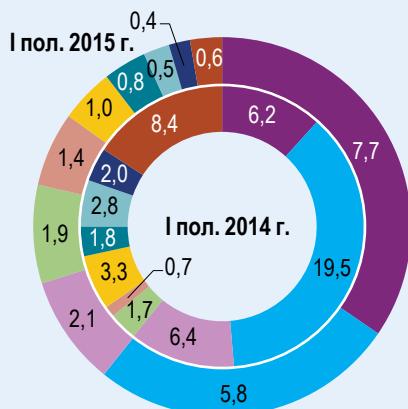
Примечание: (1) DST Global, Tiger Global Management, Falcon Edge Capital, Softbank Corp, GIC Pte Ltd, Accel Partners, Рауль Мехта, Юрий Мильнер, Steadview Capital Management HK Ltd.



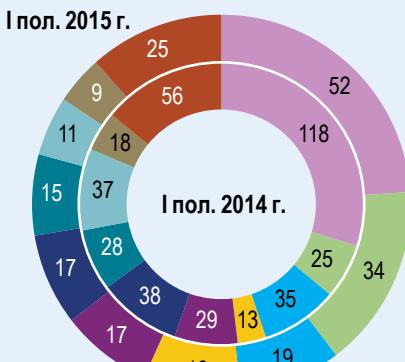
Основная масса инвестиций на рынке M&A в России была сосредоточена в секторе транспорта и инфраструктуры и нефтегазовом секторе



Суммы сделок M&A по секторам (млрд долл. США)



Количество сделок по секторам



- Транспорт и инфраструктура
- Нефтегазовый сектор
- Недвижимость и строительство
- Инновации и технологии
- Химическая промышленность
- Металлургия и горнодобывающая промышленность
- Потребительский сектор
- Телекоммуникации и медиа
- Банковские услуги и страхование
- Сельскохозяйственный сектор
- Прочие сектора

Источник: анализ КПМГ.

На долю сектора транспорта и инфраструктуры и нефтегазового сектора в I полугодии 2015 г. в России пришлись 61% сделок на рынке M&A, причем большая часть инвестиций сконцентрировалась в нескольких крупных сделках:

- сделка по приобретению «Стройгазконсалтинга» составила 91% от всей суммы сделок M&A в секторе транспорта и инфраструктуры;
- пять крупнейших сделок в нефтегазовом секторе обеспечили 85% от всей суммы сделок этого сектора.

Наибольшая активность, как и прежде, была отмечена в секторе недвижимости и строительства, где было совершено 52 сделки, что вдвое меньше объема сделок за аналогичный период 2014 г.

В секторе инноваций и технологий активность выросла на 36%, и общее количество сделок составило 34.





Несмотря на уменьшение количества сделок, объем иностранных инвестиций в российские активы оставался стабильным

Хотя на сегмент внутренних сделок по-прежнему приходилось 2/3 всей суммы сделок M&A, из-за усиления опасений по поводу прогнозов экономического развития совокупная сумма вложений сократилась на 58% до 15,0 млрд долл. США, а активность в сегменте упала более чем на 50% (до 144 сделок).

Несмотря на то что количество сделок по покупке иностранными компаниями российских активов снизилось на 36%, вернувшись на уровень I полугодия 2011–2013 гг., сумма сделок в целом оставалась стабильной на уровне 4,8 млрд долл. США.

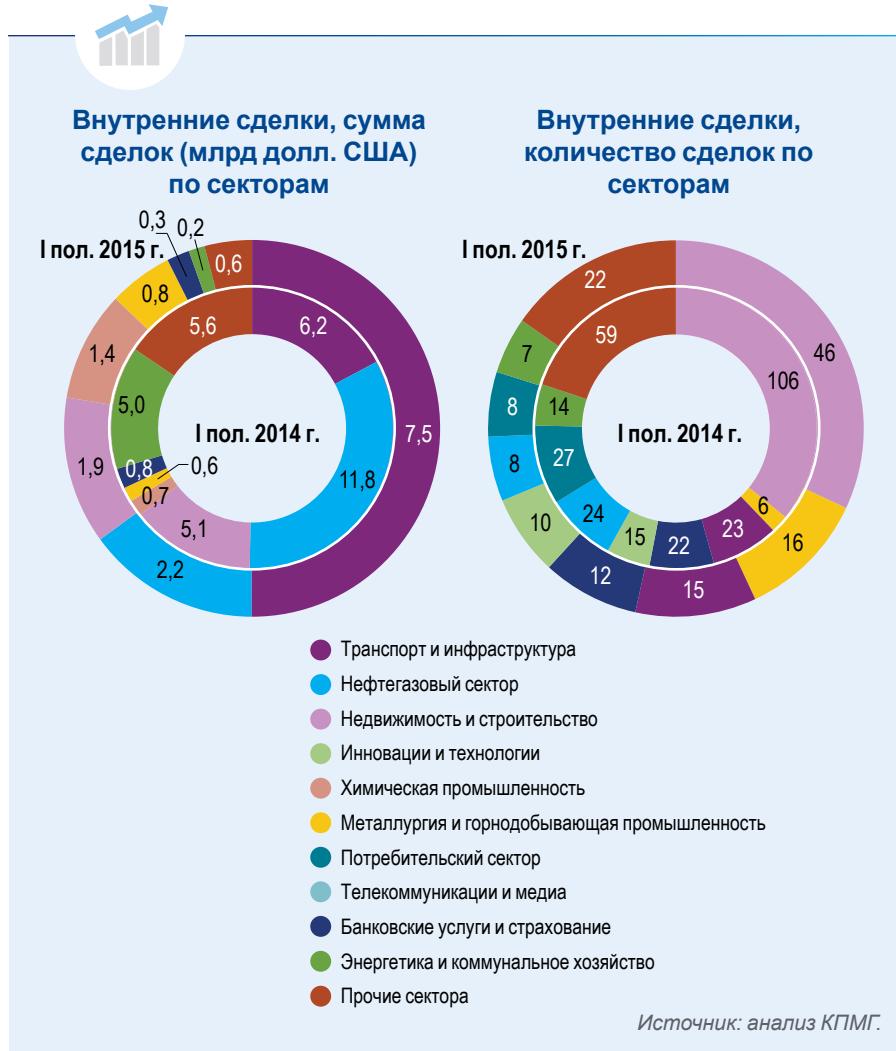
Снижение активности в сегменте покупки российскими компаниями иностранных активов составило 21% и обусловлено тем, что после рекордного оттока капитала в I полугодии 2014 г. (12,1 млрд долл. США) объем рынка M&A вернулся на уровень 2013 г.



Источник: анализ КПМГ.



Спад активности в сегменте внутренних сделок в ключевом секторе энергетики и природных ресурсов установил новый отрицательный рекорд



На сделку по покупке «Стройгазконсалтинга» пришлась почти половина всей суммы в сегменте внутренних сделок, проведенных в I полугодии 2015 г.

Сумма сделок M&A в ключевом секторе энергетики и природных ресурсов (металлургия и горнодобывающая промышленность, нефтегазовый сектор, а также энергетика и коммунальное хозяйство), упала на 81% до 3,3 млрд долл. США, что является самым низким показателем за последние 10 лет.

В результате обратного выкупа акций «Уралкалия» за 1,1 млрд долл. США, ставшего крупнейшей сделкой в химической промышленности, доля Onexim, владельцев акций, находящихся в свободном обращении, и владельцев собственных выкупленных акций в капитале компании снизилась.

Покупка Михаилом Гуцериевым 77,19% акций нефтеперерабатывающего предприятия «Орскнефтеоргсинтез» за 1 млрд долл. США стала крупнейшей сделкой в нефтегазовом секторе.

В сегменте внутренних сделок наибольшую активность продолжал демонстрировать сектор недвижимости и строительства – на него пришлась почти третья всех сделок.



Сегмент сделок по покупке иностранными компаниями российских активов не претерпел существенных изменений

Вложения Schlumberger (Eurasia Drilling), Glencore (НК «РуссНефть») и BP («Таас-Юрях Нефтегазодобыча») составили львиную долю сделок по покупке иностранными компаниями российских активов в нефтегазовом секторе: на остальных инвесторов пришлось всего 0,1 млрд долл. США.

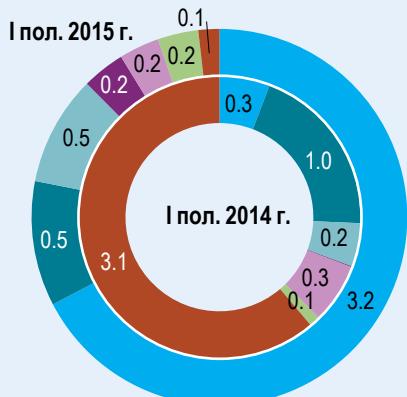
Несмотря на то что количество сделок в секторах недвижимости и строительства и инноваций и технологий было таким же, как и в нефтегазовом секторе, их суммы были куда меньшими.

На страны Северной Америки и Европы пришлось 85% и 55% сумм и количества сделок по покупке российских активов соответственно.

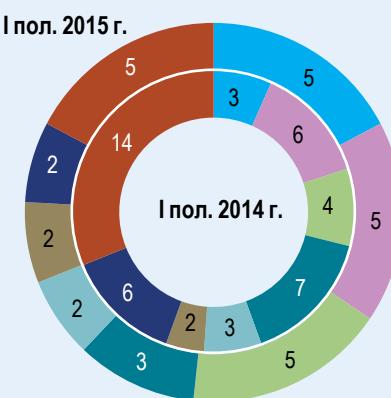
На протяжении нескольких лет большие надежды возлагались на приток инвестиций из АТР, однако фактическая доля данного региона в общей сумме сделок M&A составила лишь 0,1 млрд долл. США.



Покупка иностранными компаниями российских активов, сумма сделок (млрд долл. США) по секторам



Покупка иностранными компаниями российских активов, количество сделок по секторам

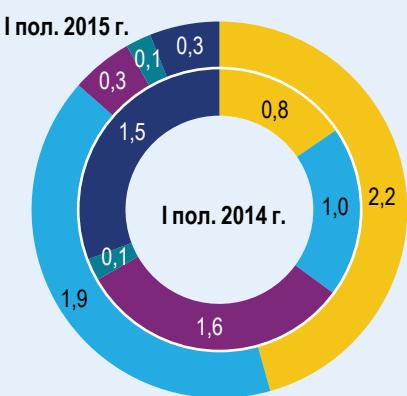


- Инновации и технологии
- Сельскохозяйственный сектор
- Банковские услуги и страхование
- Прочие сектора
- Транспорт и инфраструктура
- Недвижимость и строительство

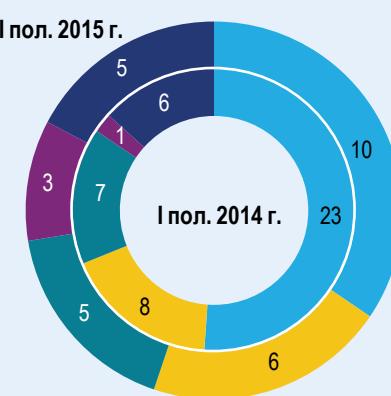
Источник: анализ КПМГ.



Покупка иностранными компаниями российских активов, сумма сделок (млрд долл. США) по регионам



Покупка иностранными компаниями российских активов, количество сделок по регионам



- Северная Америка
- Европа
- СНГ
- Азиатско-Тихоокеанский регион
- Другие регионы

Источник: анализ КПМГ.



Инвестиции в сегменте сделок по покупке иностранных активов были сосредоточены в основном в секторе инноваций и технологий



Покупка российскими компаниями иностранных активов, сумма сделок (млрд долл. США) по секторам



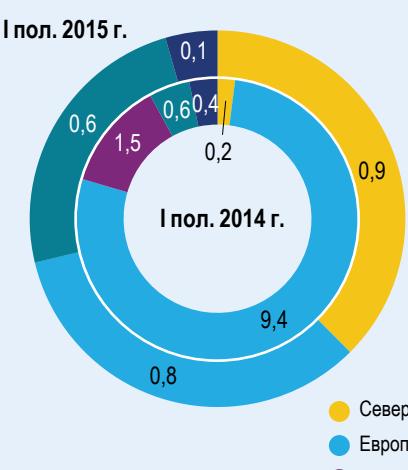
Покупка российскими компаниями иностранных активов, количество сделок по секторам



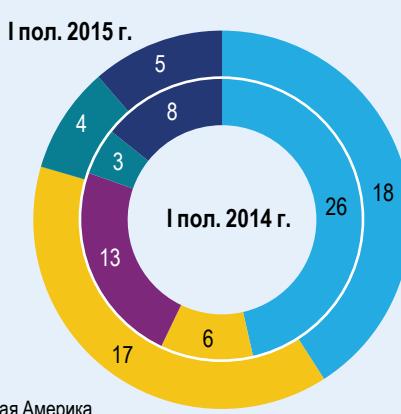
Источник: анализ КПМГ.



Покупка российскими компаниями иностранных активов, сумма сделок (млрд долл. США) по регионам



Покупка российскими компаниями иностранных активов, количество сделок по регионам



Источник: анализ КПМГ.

В отсутствие мегасделок, таких как покупка в I полугодии 2014 г. за 7,1 млрд долл. США компании RWE Dea (Европа) компанией LetterOne и покупка компаний Polymetal за 1,1 млрд долл. США компаний Altynalmas Gold (СНГ), сумма сделок по покупке иностранных активов вернулась на уровень I полугодия 2013 г.

Наибольший объем инвестиций в иностранные активы сосредоточен в секторе инноваций и технологий, что объясняется активностью фондов прямых частных инвестиций, которые провели в секторе в общей сложности 16 сделок.

Наиболее привлекательными регионами для покупки зарубежных активов продолжали оставаться Северная Америка и Европа, а сумма сделок по покупке активов в странах АТР по-прежнему в шесть раз превышала объем инвестиций компаний АТР в российские активы.





Сделка по покупке «Стройгазконсалтинга» отчасти улучшила ситуацию в сегменте сделок прямого частного инвестирования

Сумма сделок прямого частного инвестирования выросла в I полугодии 2015 г. на 62% до 10,4 млрд долл. США по большей части за счет сделки по покупке «Стройгазконсалтинга» на фоне умеренного роста активности в сегменте.

Общая сумма сделок в сегменте прямого частного инвестирования, если исключить сделку по покупке «Стройгазконсалтинга», упала на 47% до 3,4 млрд долл. США.

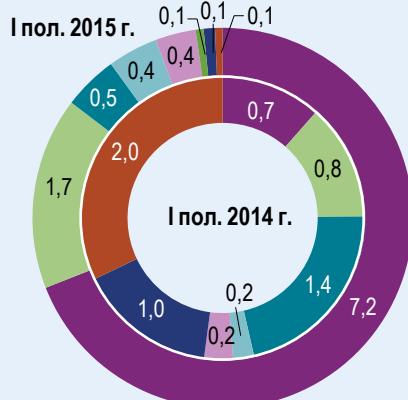
Доля сделок по покупке в общем количестве сделок прямого частного инвестирования составила 89% (для сравнения: в I полугодии 2014 г. этот показатель составлял 71%). Свыше половины сделок по покупке (24 сделки) было проведено в секторе инноваций и технологий, причем 2/3 из них (16 сделок) представляли собой сделки по покупке иностранных активов.

Наибольшую активность в сегменте прямых частных инвестиций в рассматриваемом периоде продемонстрировали DST Global Юрия Мильнера (6 сделок) и АФК «Система» (5 сделок).

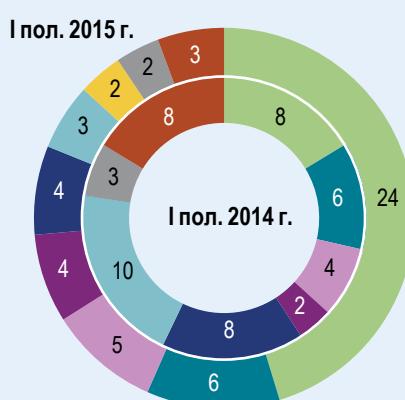
Сделки прямого частного инвестирования, сумма и количество (I полугодие 2010–2015 гг.)



Сделки прямого частного инвестирования, сумма (млрд долл. США) по секторам



Сделки прямого частного инвестирования, количество по секторам



Источник: анализ КПМГ.

Ряд индикаторов говорит о том, что сумма сделок на российском рынке M&A в 2015 году может составить всего 32–43 млрд долл. США

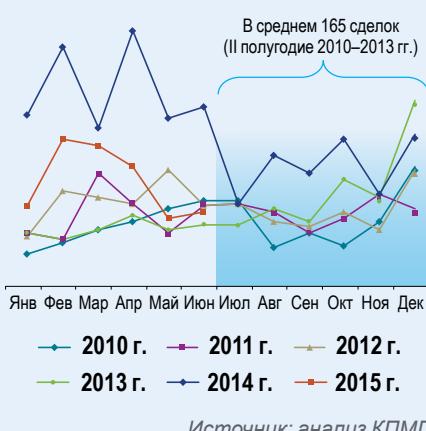


Информационный бюллетень KPMG M&A Predictor по России



Примечания: (1) Информация за июнь 2014 г. отражает данные по 16 компаниям, за июнь 2015 г. – по 11 компаниям, см. раздел «Методология».

Ежемесячное количество сделок (2010–2015 гг.)



В прошлом году рыночная капитализация крупнейших российских компаний упала на 31%; в следующем году аналитики ожидают снижения на 8% прогнозных показателей относения рыночной цены акций к прогнозируемой прибыли на акцию и чистой задолженности к EBITDA.

Ежемесячное количество сделок резко сократилось; и, вероятно, количество сделок вернется к уровню 2010–2013 гг. во II полугодии 2015 г.

В I полугодии 2015 г. количество ожидаемых сделок сократилось по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 38%. В 2010–2014 гг. соотношение фактически объявленных во II полугодии сделок к количеству ожидаемых сделок на середину года составило в среднем 2:3.

Начиная с 2009 г. во II полугодии каждого года объявлялось по меньшей мере об одной крупной сделке на сумму свыше 2 млрд долл. США.

Результаты проведенного нами анализа показывают, что в 2015 г. сумма сделок на российском рынке слияний и поглощений может «просесть» до 32–43 млрд долл. США (ранее мы прогнозировали этот показатель на уровне 40–50 млрд долл. США).



Ожидаемые сделки (по данным I полугодия) и фактически объявленные сделки во II полугодии

В среднем на 3 ожидаемых в I полугодии сделки приходилось 2 официально объявленных во II полугодии



Примечание: (а) Ориентировочное количество сделок, объявленных в 2015 г., рассчитано с использованием среднего соотношения ожидаемых в I полугодии сделок к официально объявленным во II полугодии сделкам (за 2010–2014 гг.). Источник: (1) Ожидаемые сделки приведены на основе таблицы Intelligence Heat Chart, подготовливавшейся Mergersmarket, в которой перечислены компании, запланированные к продаже – за период с 1 января по 30 июня каждого года; данные из базы данных KPMG о сделках, объявлявшихся в период с 1 июля по 31 декабря каждого года.

Источник: анализ КПМГ.

Источник: анализ КПМГ.

Источник: анализ КПМГ.



Прогнозные показатели по сделкам M&A в 2015 г.



Примечания: (1) Для получения более подробной информации о каждом сценарии см. раздел «Методология».

(2) По данным подготовленного КПМГ Обзора рынка слияний и поглощений в России в 2014 г.

Источник: анализ КПМГ.

Методология

База данных КПМГ по российскому рынку слияний и поглощений

Настоящее исследование подготовлено с использованием информации из базы данных КПМГ по российскому рынку слияний и поглощений, включающей сделки, в которых объектом приобретения (при покупке иностранными компаниями) или покупателем (при покупке иностранных активов) или и объектом, и покупателем (при внутренних сделках) являются российские компании.

Все данные отражают сделки, завершенные в период с 1 января по 30 июня 2015 г. или объявленные в этот период, но не завершенные по состоянию на 30 июня.

Данные за прошлые периоды могут отличаться от представленных в более ранних версиях настоящего исследования, поскольку база данных КПМГ по российскому рынку слияний и поглощений обновляется ретроспективно в части отмененных сделок и информации, впоследствии размещенной в открытом доступе.

Данные отражают сделки стоимостью свыше 5 млн долл. США, а также сделки, информация о сумме которых не разглашалась, в случаях, когда выручка объекта сделки превышала 10 млн долл. США. Данные о суммах сделок основываются на пресс-релизах компаний, а также на рыночных оценках, которые приводятся в открытых источниках.

База данных КПМГ по российскому рынку слияний и поглощений ведется на протяжении нескольких лет с использованием информации из базы данных Mergermarket по указанным сделкам и отчета EMIS DealWatch, а также результатов изучения других источников информации.

Для классификации сделок по отраслям мы можем применять собственное профессиональное суждение, в связи с чем классификация может быть субъективной. Мы не проводили подробной проверки всех данных, отраженных в базе данных КПМГ по российскому рынку слияний и поглощений, и не можем нести ответственность за их абсолютную точность и полноту.

Анализ различных баз данных по сделкам, а также альтернативных источников информации может привести к результатам, отличающимся от тех, которые представлены в настоящем исследовании.

МЕТОДОЛОГИЯ



Информационный бюллетень KPMG M&A Predictor

В бюллетене анализируется готовность и способность компаний совершать сделки слияний и поглощений путем отслеживания и прогнозирования важнейших показателей на ближайшие 12 месяцев. Для оценки готовности компаний совершать сделки (т.е. общего уровня доверия к рынку) используется коэффициент «рыночная цена акции/прогнозируемая прибыль на акцию», а для оценки способности компаний финансировать будущие сделки – коэффициент «чистая задолженность/EBITDA (прибыль до вычета процентов, налогов, износа и амортизации)».

В бюллетене приводится разбивка как по отраслям, так и по регионам. M&A Predictor выходит дважды в год; в его основе лежат данные по 1 000 крупнейших компаний мира по показателю рыночной капитализации. В выпуске за август 2014 г. представлены данные по 16 российским компаниям, в выпуске за август 2015 г. – по 11. Из нашего бюллетеня мы исключили сектор финансовых услуг и недвижимости, поскольку показатели «чистая задолженность/EBITDA» для указанных секторов не актуальны. Источником исходных данных для M&A Predictor является издание Capital IQ, публикуемое рейтинговым агентством S&P. Там, где это возможно, данные по прибыли и EBITDA даются без учета чрезвычайных статей.

Mergermarket Intelligence Heat Chart

Таблица Intelligence Heat Chart основана на данных по компаниям, запланированным к продаже (ожидаемые сделки) за период с 1 января по 30 июня за каждый анализируемый год. Данные по ожидаемым сделкам отбираются исходя из основного региона и сектора, в котором работает компания – потенциальный объект сделки, а поток сделок прогнозируется на базе официально подтвержденной и не подтвержденной информации о планируемых продажах компаний в России, собранной в базе данных Mergermarket.

Соответственно, Intelligence Heat Chart содержит ориентировочную информацию о секторах, в которых с большой долей вероятности в следующие месяцы будут проводиться сделки. Информация поступает из самых разных источников, в том числе из пресс-релизов и отчетов компаний, а также от штатных журналистов Mergermarket, получающих неофициальные данные от практикующих специалистов по слияниям и поглощениям во всех регионах. Данные не дифференцируются ни по признаку суммы сделки (небольшая или, наоборот, крупная), ни по признаку временного горизонта (кратко- или долгосрочный).

Данные по России взяты из публикуемого Mergermarket раз в полгода издания Deal Drivers EMEA за 2010, 2011, 2012, 2013, 2014 и 2015 гг.

Прогнозные показатели по сделкам M&A в 2015 г.

За I полугодие 2015 г. средняя сумма сделок составила 70,3 млн долл. США (если не брать во внимание сделку по приобретению «Стройгазконсалтинга» за 7 млрд долл. США).

В вторых полугодиях 2009 – 2014 гг. на российском рынке M&A было объявлено всего 23 крупных сделки на сумму

от 2 до 10 млрд долл. США — не менее одной каждый год. За этот же период на рынке были объявлены четыре особо крупных сделки (мегасделки), сумма которых превышала 10 млрд долл. США. Для целей нашего анализа особо крупные сделки считались исключительными, а потому при анализе не учитывались.

Прогноз по российскому рынку M&A на II полугодие 2015 г. был составлен исходя из следующих трех сценариев:

- **Сценарий 1:** прогнозный показатель по некрупным сделкам 7,6 млрд долл. США, основанный на минимальном соотношении объявленных на II полугодие и предполагаемых по слухам в I полугодии сделок с 2010 по 2014 гг. (2011 г. — 53,8%), помноженном на количество предполагаемых по слухам в I полугодии 2015 г. сделок (200), среднюю сумму сделок в I полугодии 2015 г. (70,3 млн долл. США), плюс одна крупная сделка, являющаяся самой маленькой крупной сделкой за II полугодие с 2010 по 2014 гг. (2 млрд долл. США).
- **Сценарий 2:** прогнозный показатель по некрупным сделкам 9,6 млрд долл. США, основанный на среднем соотношении объявленных на II полугодие и предполагаемых по слухам в I полугодии сделок с 2010 по 2014 гг. (68%), помноженном на количество предполагаемых по слухам в I полугодии 2015 г. сделок (200), среднюю сумму сделок в I полугодии 2015 г. (70,3 млн долл. США), плюс одна крупная сделка, рассчитанная исходя из средней суммы крупных сделок за II полугодие с 2010 по 2014 гг. (3,8 млрд долл. США).
- **Сценарий 3:** прогнозный показатель по некрупным сделкам 13,6 млрд долл. США, основанный на максимальном соотношении объявленных на II полугодие и предполагаемых по слухам в I полугодии сделок с 2010 по 2014 гг. (2013 г. — 96,7%), помноженном на количество предполагаемых по слухам в I полугодии 2015 г. сделок (200), среднюю сумму сделок в I полугодии 2015 г. (70,3 млн долл. США), плюс самая крупная сделка за II полугодие с 2010 по 2014 гг. (7,4 млрд долл. США).



Контакты:

[Шон Тирнан](#)

**Руководитель Департамента
консультационных услуг**

Партнер

T: + 7 495 937 4477

E: seantiernan@kpmg.ru

[Лидия Петрашова](#)

**Руководитель направления
Инвестиций и рынков капитала**

Партнер

T: + 7 495 937 4477

E: lydiapetraшova@kpmg.ru

[Питер Латос](#)

**Руководитель Практики по работе
с фондами прямых частных
инвестиций**

Директор

T: + 7 495 937 4477

E: peterlatos@kpmg.ru

www.kpmg.ru

Информация, содержащаяся в настоящем документе, носит общий характер и подготовлена без учета конкретных обстоятельств того или иного лица или организации. Хотя мы неизменно стремимся представлять своевременную и точную информацию, мы не можем гарантировать того, что данная информация окажется столь же точной на момент получения или будет оставаться столь же точной в будущем. Предпринимать какие-либо действия на основании такой информации можно только после консультаций с соответствующими специалистами и тщательного анализа конкретной ситуации.

© 2015 АО «КПМГ», компания, зарегистрированная в соответствии с законодательством Российской Федерации, член сети независимых фирм КПМГ, входящих в ассоциацию KPMG International Cooperative ("KPMG International"), зарегистрированную по законодательству Швейцарии. Все права защищены.

KPMG, логотип KPMG и слоган "cutting through complexity" являются зарегистрированными товарными знаками или товарными знаками ассоциации KPMG International.