

МІСЦЕ ТА РОЛЬ АНДЕРРАЙТИНГУ В ПЕРВИННОМУ РОЗМІЩЕННІ АКЦІЙ ПІДПРИЄМСТВ

В статті висвітлюються актуальні проблеми, пов'язані з первинним розміщенням корпоративних прав на ринку капіталів. Визначено місце та роль андеррайтера як організатора та гаранта первинного розміщення. Обґрунтовано пропозиції щодо оптимізації взаємовідносин між емітентом та андеррайтором, а також щодо удосконалення нормативно-правової бази, що їх регулює.

Менеджмент та власники багатьох вітчизняних компаній, розуміючи переваги, пов'язані з публічним розміщенням корпоративних прав, переходять до практичної реалізації стратегії залучення фінансових ресурсів через IPO (від англ. *Initial Public Offering*). Під IPO слід розуміти пропозицію щодо продажу акцій підприємства, яка адресована необмеженому колу осіб і здійснюється шляхом випуску цінних паперів на основі відкритої (публічної) підписки. Термін IPO застосовується переважно при характеристиці процесу розміщення акцій на міжнародних ринках капіталу, однак, первинне розміщення може здійснюватися і на вітчизняних фондових біржах, зокрема на ПФТС. У цьому разі позитивний ефект від IPO не бути таким відчутним, як за первинного розміщення на фондових біржах Лондона, Нью-Йорка чи Франкфурта на Майні. Здійснивши вихід на відкритий фондовий ринок, компанія, у разі необхідності, через певний період може здійснювати наступні залучення коштів в результаті збільшення статутного капіталу та додаткової емісії акцій.

Питання первинного розміщення акцій на фондових ринках набуло особливої актуальності в останні роки, коли у світі спостерігається тенденція до суттєвого збільшення обсягів залучення коштів через IPO. Так, 1996р. став

рекордним роком щодо залучення ресурсів. Протягом 2005-2007рр. експансію на міжнародні ринки здійснили також окремі українські компанії. Однак, обсяги залучень коштів українськими підприємствами як на міжнародному, так і на внутрішньому фондовому ринку, порівняно зі світовими тенденціями є досить незначними. Це зумовлено тим, що використання IPO як інструменту залучення ресурсів пов'язано з цілим рядом проблемних питань, без вирішення яких, спроби публічного розміщення для цілей оптимізації політики фінансування компаній приречені на невдачу. Ці питання пов'язані з необхідністю оптимізації фінансових відносин, що виникають у процесі первинного розміщення, скорочення строків здійснення IPO та мінімізації витрат на розміщення. Суттєвого удосконалення потребує також вітчизняна нормативно-правова база, яка регулює процеси оподаткування операцій на фондовому ринку, захист прав власності, порядок здійснення фінансового посередництва на фондовому ринку.

Можна констатувати, що в Україні спостерігається також брак наукового забезпечення прийняття рішень у сфері залучення коштів через IPO. У той час, як на заході крупні компанії та банки мають у своїх структурах цілі науково-дослідні інститути, які, окрім іншого забезпечують наукову підтримку процесів розміщення цінних паперів на ринках, в українських фахових виданнях можна зустріти поодинокі наукові праці з відповідної проблематики. У наукових працях основні акценти зосереджуються переважно на питаннях ролі та значення ринку цінних паперів як інституції, регуляторних важелях впливу Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, технічних питаннях, пов'язаних з реєстрацією емісії цінних паперів, фінансовим аналізом підприємств емітентів. Беззаперечно, зазначені питання потребують ґрунтовного дослідження, на що і спрямовані праці таких вітчизняних економістів, як: О.Є. Андрощук, Д.В. Леонова, А.М. Мороз, О.М. Мозговий, А.В. Пересада, С.В. Приймак, М.Ф. Пуховкіна та ряду інших. Водночас, вивчення вітчизняних науково-практичних джерел показує, що поза увагою

дослідників залишаються питання зменшення витрат та оптимізації процесу первинного розміщення. Всі ці чинники зумовлюють актуальність та необхідність подальших досліджень проблематики первинного розміщення цінних паперів.

Метою пропонованої статті є дослідження місця андеррайтингу у процесі первинного розміщення цінних паперів та обґрунтування його значення для забезпечення досягнення цілей IPO.

Надзвичайну динамічність міжнародного ринку IPO підтверджує той факт, що в 2006 році на основних фондових площадках світу компаніями було залучено рекордний обсяг ресурсів - 246 млрд. дол. США.¹ Найбільшими фондовими ринками на яких здійснюється публічне розміщення акцій є Лондон (LSE та AIM – до 40% всіх IPO), Нью-Йорк (NYSE та NASDAQ, майже 11 % всіх операцій IPO), Франкфурт на Майні (Deutsche Börse – 4% всіх IPO), Париж (Euronext – 3%). Характеристика найкрупніших залучень коштів через IPO в 2006 р. наведена в таблиці 1.

Таблиця 1.
Найкрупніші первинні розміщення корпоративних прав (IPO)
на міжнародних фінансових ринках в 2006 р.²

№	Компанія	Країна походження	Сектор економіки	Обсяг залучених коштів, млн. дол. США	Місце розміщення емісії
1	ІНДУСТРІАЛЬНИЙ КОМЕРЦІЙНИЙ БАНК КИТАЮ (ICBC)	Китай	Фін. послуги	21 929	Гонконг
2	BANK OF CHINA	Китай	Фін. послуги	11 186	Гонконг
3	РОСНЕФТЬ	Росія	Енергетика	10 656	Лондон
4	NATIXIS	Франція	Фін. послуги	5296	Euronext (Париж)
5	STANDARD LIFE ASSURANCE CO	Велика Британія	Фін. послуги	4444	Лондон
6	LOTTE SHOPPING LTD	Південна Корея	Роздрібна торгівля	3738	Корея

¹ Dealogic, Thomson Financial, Ернст энд Янг, 2007. - <http://www.ey.com>

² Dealogic, Thomson Financial, Ернст энд Янг, 2007. - <http://www.ey.com>

7	AOZORA BANK LTD	Японія	Фін. послуги	3218	Токіо
8	SARAS SPA	Італія	Енергетика	2637	Мілан
9	MASTERCARD INC	США	Споживчі товари, послуги	2579	Нью Йорк NYSE
10	CHINA COMMUNICATIONS CONSTRUCTION	Китай	Промисловість	2379	Гонконг
11	PETROPLUS HOLDINGS AG	Швейцарія	Енергетика	2318	Цюріх
12	РАЗВЕДКА И ДОБЫЧА КАЗМУНАЙГАЗ	Казахстан	Енергетика	2255	Лондон
13	CHINA COAL ENERGY CO LTD	Китай	Промислові матеріали	1945	Гонконг
14	DEBENHAMS LTD	Велика Британія	Роздрібна торгівля	1924	Лондон
15	DAQIN RAILWAY CO	Китай	Промисловість	1921	Шанхай
16	SYMRISE AG	Німеччина	Споживчі товари	1846	Франкфурт
17	RELIANCE PETROLEUM LTD	Індія	Енергетика	1832	Бомбей
18	SNS REAAL GROEP NV	Нідерланди	Фінан. послуги	1724	Euronext (Париж)
19	BIFFA PLC	Велика Британія	Енергетика	1691	Лондон
20	SPIRIT AEROSYSTEMS HOLDINGS INC.	США	Промисловість	1647	NYSE

Найкрупніше у світі залучення коштів через IPO було здійснене в 2006 р. Індустріальним комерційним банком Китаю (ICBC), який мобілізував майже 22 млрд. дол. США. Другий за обсягом розмір емісії також належить китайській фінансовій установі. Bank of China в результаті емісії залучив більше 11 млрд. дол. США. Досить динамічний розвиток засвідчують російські компанії. Зокрема, енергетичним гігантом «Роснефть» було залучено більш як 10,5 млрд. дол. США. За оцінками експертів, найближчим часом ще близько 70 російських підприємств планують залучити кошти на лондонській фондовій біржі. Водночас, близько 20 українських підприємств також планують вихід на публічне розміщення своїх акцій. Вихід на фондовий ринок є перш за все чинником зростання вартості компанії. Так, власник мережі «Велика Кишеня» у грудні 2005 р. продав 10% акцій своєї компанії за 27,5 млн. дол., тобто ринкова капіталізація мережі становила 275 млн. дол. Нині, відповідно до котирувань акцій, ринкова капіталізація «Великої Кишені» становить 775 млн.

дол. Основному акціонеру належать 88% акцій, які коштують 682 млн. дол. — на 150% більше, ніж вартість усієї мережі півтора року тому.³

Первинне розміщення корпоративних прав є складним, витратним і довготривалим процесом. Досить високим є рівень ризику недорозміщення акцій на ринку, або суттєвого падіння курсу одразу після розміщення. До певної міри, полегшити процес первинного розміщення корпоративних прав та зменшити зазначені ризики може андеррайтер та консультант розміщення. Саме тому, важливим етапом здійснення IPO є вибір консультанта та андеррайтера. Зупинимося більш детально на дослідженні ролі андеррайтера у механізмі залучення коштів через IPO. Первинне розміщення, як правило, здійснюється здебільшого із залученням інвестиційних банків як андеррайтерів — організаторів розміщення (Lead Manager). Відомості про андеррайтера, якщо емітент користується його послугами щодо розміщення даного випуску, включаються до проспекту емісії.

Термін „андеррайтинг” в економічній літературі зустрічається досить часто при характеристиці різних аспектів фінансової та посередницької діяльності, у тому числі у страховій справі. Так, Закони України „Про цінні папери та фондовий ринок” та „Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” дають досить розпливчате визначення терміну „андеррайтинг”, як розміщення (підписка, продаж) цінних паперів торговцем за дорученням, від імені та за рахунок емітента. В законі зазначається, що вимоги до операцій, що здійснює андеррайтер, встановлюються Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку. Однак, затверджені ДКЦПРФ „Правила (умови) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами” містять лише вимоги до договорів андеррайтингу та до договорів на придбання цінних паперів. Проблема полягає в тому, що у

³ Кукса В. Це солодке слово IPO. Українські підприємства відкривають для себе прогресивний спосіб інтеграції у світову економіку. // Дзеркало тижня, № 35 (664) 22 — 28 вересня 2007.

згаданих нормативно-правових актах відсутнє детальне визначення механізму здійснення андеррайтингу.

Більш детальне визначення андеррайтингу дається в Законі „Про банки і банківську діяльність”. Під цим терміном розуміється купівля на первинному ринку цінних паперів з наступним їх перепродажем інвесторам; укладання договору про гарантування повного або часткового продажу цінних паперів емітента інвесторам, про повний чи частковий їх викуп за фіксованою ціною з наступним перепродажем або про накладання на покупця обов'язку робити все можливе, щоб продати якомога більше цінних паперів, не беручи зобов'язання придбати будь-які цінні папери, що не були продані. Це визначення у деякій мірі узгоджується з положенням закону „Про цінні папери на фондовий ринок”, згідно з яким, у разі публічного розміщення цінних паперів андеррайтер може брати на себе зобов'язання за домовленістю з емітентом щодо гарантування продажу всіх цінних паперів емітента, що підлягають розміщенню, або їх частини. Якщо випуск цінних паперів публічно розміщується не в повному обсязі, андеррайтер може здійснити повний або частковий викуп нереалізованих цінних паперів за визначеною в договорі фіксованою ціною на засадах комерційного представництва відповідно до взятих на себе зобов'язань. З цих положень, однак, не зрозуміло, які ж головні функції андеррайтера при первинному розміщенні акцій.

Для визначення андеррайтингу, як важливої функції, що є складовою процесу первинного публічного розміщення акцій звернемося до вітчизняної та зарубіжної практики IPO. Емпіричні дослідження показують, що андеррайтер залучається для оптимізації процесу розміщення корпоративних прав. Оптимізація передбачає мінімізацію строків та витрат на IPO, максимізацію обсягів залучення ресурсів за мінімальною вартістю, формування цільової структури інвесторів та стабілізація ринкового курсу. Досить часто андеррайтер виконує також функцію консультанта. Однак, можливі випадки, коли емітент залучає окремо консультанта (наприклад, авторитетну аудиторську компанію) та андеррайтера (наприклад, крупний банк). Так, наприклад, консультантом

компанії Ferrexpo AG була фірма JPMorgan Cazenove, а андеррайтером Deutsche Bank.

Основна функція емісійного банку як менеджера розміщення полягає у тому, що він як правило, викупляє весь обсяг емісії в емітента і здійснює комплекс заходів щодо подальшого розміщення акцій серед інституційних та приватних інвесторів. Така практика розміщення переважає на найбільших фондових ринках, зокрема, в Німеччині, США, Великобританії. Правові взаємовідносини між андеррайтером, емітентом та акціонерами регулюються спеціальною угодою (Underwriting Agreement). Такого роду угоди мають укладатися відповідно до англо-американської форми контрактів на придбання підприємств.⁴ Угода має містити зобов'язання емісійного банку щодо придбання (підписки) певної кількості акцій та послідуєчого їх публічного розміщення. Може бути також передбачено положення, згідно з яким перед публічним розміщенням, акції пропонуються існуючим акціонерам, тобто їм надається можливість скористатися переважними правами. Отже, за цього підходу (у міжнародній практиці він отримав назву андеррайтингу з гарантованими зобов'язаннями), андеррайтер гарантує емітенту виручку від продажу акцій, і фактично здійснює їх викуп.

Згідно з вітчизняними нормативно-правовими актами, предметом договору андеррайтингу є надання послуг торговцем клієнту щодо розміщення цінних паперів емітента на первинному ринку за дорученням від імені та за рахунок клієнта.⁵ Таким чином, має місце однобічний підхід (андеррайтинг за принципом максимальних зусиль) до трактування андеррайтингу і вихолощується основна його суть, оскільки постулюються лише послуги з розміщенні акцій, а не зобов'язання щодо викупу емісії чи гарантування викупу і розміщення. Мова йде про форму андеррайтингу, за якої фінансовий посередник бере на себе зобов'язання щодо реалізації максимального обсягу

⁴ Picot G. Handbuch Mergers & Acquisitions. – Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag, 2002. – S.230.

⁵ Про затвердження Правил (умов) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами: Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 12.12.2006 №1449.

акцій, знімаючи з себе ризик недорозміщення. Щоправда, андеррайтер має право (однак, не зобов'язаний) „у разі публічного розміщення цінних паперів брати на себе зобов'язання за домовленістю з емітентом щодо гарантування продажу всіх цінних паперів емітента, що підлягають розміщенню, або їх частини; здійснити повний або частковий викуп нереалізованих цінних паперів за визначеною в договорі фіксованою ціною на засадах комерційного представництва”⁶.

Схема розміщення акцій через андеррайтера (емісійний банк), яка поширена у міжнародній практиці, передбачає, що право власності на акції банк набуває з початком підписки на акції та реєстрації у відповідному органі збільшення статутного капіталу. Причому, грошові кошти, що відповідають сумі номінальної вартості емісії емітент отримує через деякий час після початку біржових торгів та розміщення акцій серед інвесторів. У цьому контексті слід зазначити, що підписка емісійного банку на акції здійснюється зазвичай за номінальним курсом. Різниця між емісійною виручкою та сумою за номіналом перераховується емітенту після закінчення розміщення. Придбання андеррайтером емісії за номінальною вартістю дає переваги у більш гнучкому режимі вести переговори з інвесторами щодо курсу емісії.

У разі здійснення крупних за обсягом IPO організатор розміщення формує банківський консорціум. Створення банківського консорціуму зумовлене необхідністю зменшення та диверсифікації фінансових ризиків, дотримання нормативного показника максимального розміру ризику на одного клієнта, підтримання ліквідності банків. Банківські консорціуми формуються у вигляді тимчасових об'єднань банків, які створюються для координації дій при проведенні різного роду ризикових банківських операцій, зокрема фінансування однієї, але великої угоди з розміщення IPO. Банком-координатором у IPO-консорціумі є банк-менеджер розміщення.

⁶ Про затвердження Правил (умов) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами: Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 12.12.2006 №1449.

Враховуючи вищевикладене, під IPO-андеррайтингом слід розуміти діяльність фінансових установ (переважно банків) з керівництва публічного розміщення акцій на фондовому ринку, яка здійснюється у двох формах: викупу цінних паперів у емітента з наступним їх розміщенням на відкритому ринку або розміщення цінних паперів за дорученням, від імені та за рахунок емітента без фінансової відповідальності за недорозміщену частину емісії. Предметом договору андеррайтингу, на наш погляд, має бути надання послуг андеррайтера емітенту щодо організації, викупу та публічного розміщення цінних паперів емітента на первинному ринку.

Для узгодження сприятливих умов співпраці з емісійним банком, емітент має позиціонувати себе як інвестиційно-привабливе підприємство з високим потенціалом зростання ринкової вартості. Вибір банку-андеррайтера рекомендується здійснювати на конкурентних засадах, наприклад, через організацію круглого столу з провідними банками, що є можливими кандидатами на роль менеджера розміщення. Якщо мова йде про планування крупного IPO на міжнародних ринках, то серед претендентів на роль андеррайтера мають бути структури глобально діючих банків чи брокерів. У своїй презентації („Beauty Contest”) перед представниками банків, емітент має показати свої конкурентні переваги та фактори успішного виходу на фондовий ринок. Мають бути також представлені середньострокові плани діяльності (щонайменше на три роки). Основні критерії вибору андеррайтера при здійсненні IPO можна сформулювати таким чином:

- успішний досвід посередницької роботи банку з IPO;
- авторитетність на міжнародному фінансовому ринку;
- наявність достатніх ресурсів для забезпечення IPO;
- успішний досвід коопераційних відносин між емітентом та банком;
- витрати на проведення емісії через відповідний банк;
- комплекс супутніх робіт, які зобов'язується виконати банк у рамках IPO, наприклад, різного роду інформаційна підтримка, підтримка у здійсненні досліджень щодо тенденцій на ринку після розміщення;

- перспективи подальшої співпраці з банком.

Проведені автором емпіричні дослідження показують, що до функціональних завдань андеррайтера, окрім безпосередньої фінансової участі у розміщенні акцій, належать також:

- проведення (або здійснення замовлення на проведення) дью-діліженс, який полягає в перевірці та детальному аналізі найбільш суттєвих обставин „за” та „проти емісії”, визначення факторів зростання вартості та оцінці потенційної привабливості компанії для учасників фінансового ринку⁷.

- погодження з емітентом проспекту емісії:

- визначення рекомендації та погодження основних засад інформаційно-комунікаційної політики;

- застосування обраного методу встановлення курсу емісії та остаточного погодження курсу емісії;

- здійснення стабілізаційних заходів у період після розміщення.

У період після розміщення акцій на ринку важливого значення набувають заходи щодо стабілізації курсу. Такі заходи мають вживатися як підприємством-емітентом, так і менеджером розміщення, зокрема емісійним банком. Для стабілізації курсу щойно розміщених акцій у перші тижні їх обігу на фондовому ринку, менеджер розміщення має забезпечити інформаційну підтримку та вжиття ряду технічних заходів. До таких заходів можна віднести використання так званих „опціонів дорозміщення”, які у міжнародній практиці отримали назву „опціони-гріншу” (greenshoe-option). Емісійний банк (lead-manager) приймає рішення про додаткове розміщення у разі суттєвого перевищення фактичного попиту на акції від запланованого, у результаті чого ринковий курс одразу суттєво зростає і перевищує курс емісії. Додаткове розміщення складає за звичай 10-15% узгодженого обсягу емісії. При реалізації опціонів оговорюється, що банк для їх виконання має у розпорядженні 30 днів. Для виконання опціонів акції можуть бути придбані в старих акціонерів або

⁷ Терещенко О., Стецько М. Дью діліженс (Due Diligence) як інструмент зменшення інформаційних ризиків на ринку капіталів. // Економічні науки: Збірник наукових праць. Вип. 3. — Чернівці: Буковинський університет, — 2007. — С.84-94.

емітовані в результаті додаткового збільшення статутного капіталу. Якщо протягом періоду виконання опціону ринковий курс акцій падає нижче курсу емісії, то додаткові акції банк мобілізує в результаті їх придбання на ринку. Якщо ж ринковий курс тримається на вищому рівні, ніж курс розміщення. То рекомендується здійснити додаткову емісію. Таким чином, опціони-гріншу слугують ефективним стабілізуючим інструментом у перші тижні після IPO.

Щодо вартості послуг андеррайтера, то вона залежить від багатьох чинників, зокрема від характеру відносин між емітентом та банком, ринкової привабливості емітента, обсягів емісії, торгової площадки тощо. Так, в 2007 р. один із найкрупніших державних банків Росії „Внешнторгбанк” (ВТБ) залучив у результаті IPO близько 8 млрд. дол. США. Бюджет на проведення розміщення склав близько 160 млн. дол., тобто 2% від обсягу залучених коштів, з них близько 124 млн. дол. (або близько 1,6% від суми розміщення) було заплановано спрямовувати на оплату послуг організаторів розміщення: три глобальних координатора – „Citibank”, „Deutsche Bank” та „Goldman Sachs” по 30-37 млн. дол., а «Ренессанс Капитал», як координатор розміщення акцій в Росії, отримав 7 млн. дол. Загалом же у міжнародній практиці стандартним є діапазон накладних витрат на здійснення IPO в межах 1,5 – 15 відсотків. Причому, витрати є тим меншими, чим краще виконує функції андеррайтер.

Слід підкреслити, що досліджені вище аспекти первинного публічного розміщення акцій на фондовому ринку у значній мірі стосуються також і подальших розміщень цінних паперів на первинному ринку капіталів.

Висновки. Проведене дослідження значення первинного розміщення корпоративних прав на фондовому ринку, місця та ролі у цьому процесі андеррайтера можна констатувати:

- залучення фінансових ресурсів підприємствами на відкритих фондових ринках є надзвичайно привабливим як з точки зору розширення умов фінансування, так і з позиції зростання вартості емітента. Переваги первинного публічного розміщення як інструменту досягнення стратегічних цілей підприємств підтверджується бумом IPO на міжнародних ринках. Водночас,

використання українськими підприємствами цього надзвичайно привабливого джерела фінансування стримується цілим рядом суб'єктивних та об'єктивних чинників. До таких чинників слід віднести складність, витратність, довготривалість та високий рівень ризиковості процесу IPO.

- оптимізувати процедуру IPO, тобто сприяти прискоренню процесу розміщення, зменшенню витрат та можливих ризиків допомагає залучення як організатора IPO андеррайтера, який, як правило, відіграє функцію емісійного банку. Окрім цієї функції андеррайтер має забезпечити проведення (або здійснення замовлення на проведення) дью-діліженс; погодження з емітентом проспекту емісії; погодження основних засад інформаційно-комунікаційної політики; застосування обраного методу встановлення курсу емісії та остаточне погодження курсу емісії з емітентом; здійснення стабілізаційних заходів у період після розміщення.

- у вітчизняних нормативно-правових актах має місце однобічний підхід до трактування андеррайтингу (за принципом максимальних зусиль). Постулюються лише послуги з розміщенні акцій, а не зобов'язання щодо викупу емісії чи гарантування викупу і розміщення. Під IPO-андеррайтингом слід розуміти діяльність фінансових установ (переважно банків) з керівництва публічного розміщення акцій на фондовому ринку, яка здійснюється у двох формах: викупу цінних паперів у емітента з наступним їх розміщенням на відкритому ринку або розміщення цінних паперів за дорученням, від імені та за рахунок емітента без фінансової відповідальності за недорозміщену частину емісії. Предметом договору андеррайтингу має бути надання послуг андеррайтера емітенту щодо організації, викупу та публічного розміщення цінних паперів емітента на первинному ринку.

Практична імплементація окреслених вище висновків та пропозицій дозволить інтенсифікувати процеси первинного розміщення корпоративних прав вітчизняними підприємствами. До перспективних напрямків подальших наукових досліджень у цій сфері є обґрунтування етапів здійснення IPO,

критичний аналіз методі встановлення курсу емісії, визначення ролі інформаційно-комунікаційної політики у процесі IPO.

Література

1. Кукса В. Це солодке слово IPO. Українські підприємства відкривають для себе прогресивний спосіб інтеграції у світову економіку. // Дзеркало тижня, № 35 (664) 22 — 28 вересня 2007.
2. Про затвердження Правил (умов) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами: Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 12.12.2006 №1449.
3. Терещенко О., Стецько М. Дью діліженс (Due Diligence) як інструмент зменшення інформаційних ризиків на ринку капіталів. // Економічні науки: Збірник наукових праць. Вип. 3. — Чернівці: Буковинський університет, — 2007. — С.84-94.
4. Dealogic, Thomson Financial, Эрнст энд Янг, 2007. - <http://www.ey.com>.
5. Picot G. Handbuch Mergers & Acquisitions. — Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag, 2002. — S.230.