



Источник финансов.  
Цена финансовых ресурсов.  
Рынок денег.

## Оглавление

<b>1. Источники финансов</b> .....	<b>3</b>
1.1. Капитал компании .....	3
1.2. Характеристики капитала компании.....	3
1.3. Основные принципы формирования капитала компании.....	5
1.4. Систематизация видов капитала по основным классификационным признакам .....	7
1.5. Стоимость капитала предприятия.....	8
1.6. Рыночная стоимость капитала предприятия.....	9
1.7. Процесс создания стоимости капитала предприятия .....	10
1.8. Структура собственного капитала .....	11
1.9. Источники формирования собственных финансовых ресурсов .....	12
1.10. Классификация источников формирования заемных финансовых ресурсов .	13
1.11. Классификация привлекаемых заемных средств .....	14
1.12. Два аспекта роста цены капитала .....	15
<b>2. Цена финансовых ресурсов</b> .....	<b>16</b>
2.1. Цены собственного капитала и заемных средств .....	16
2.2. Размещение корпоративных долговых обязательств .....	16
2.3. Участники подготовки и проведения IPO Андеррайтер.....	17
2.4. Этапы организации первичного размещения.....	18
2.5. Фиксированная цена или аукцион? .....	22
<b>3. Рынок денег</b> .....	<b>24</b>
3.1. Схемы финансирования и критерии выбора кредитного источника .....	24
3.2. Возможности финансирования для предприятий-эмитентов при выходе на рынок ценных бумаг .....	29
3.3. Потенциал к финансированию предприятия .....	30
3.4. Основные этапы эмиссии облигаций для корпоративных заемщиков .....	34
<b>4. Заключение</b> .....	<b>35</b>
<b>5. Список литературы и Интернет-ресурсов</b> .....	<b>36</b>
5.1. Список рекомендуемых Интернет-ресурсов .....	36

## 1. Источники финансов

### 1.1. Капитал компании

Капитал компании характеризует общую стоимость средств в денежной, материальной и нематериальной формах, инвестированных в формирование ее активов.

Любой бизнес начинается со стартового капитала, вне зависимости от того, организуется компания с нуля или является объектом выделения в дочернюю структуру какого-то объема активов материнской компании.

Безусловно, выделенные инвестиции ориентированы на приумножение, т.е. собственники предполагают, как правило, получить дополнительный денежный поток, который будет способен увеличить стоимость активов (материальных и нематериальных) и увеличить стоимость бизнеса.

Увеличивая денежный поток через денежную прибыль, менеджеры выполняют поставленные задачи перед общим собранием акционеров.

Конечно, основным и наиболее приемлемым источником финансирования любого бизнес-проекта является чистая прибыль. Однако если компания может воспользоваться благоприятными условиями внешней среды, когда есть возможность продвигать на рынок конкурентоспособный, привлекательный для клиента товар/услугу, необходимо быстрое экстенсивное развитие для занятия ведущей рыночной позиции. Здесь очень важно не упустить время и возможности. Те компании, которые по тем или иным причинам имеют ограничения по использованию заемного капитала, ослабляют свою конкурентоспособность и дают окрепнуть своим более удачливым в плане доступа к заемным средствам соперникам. Иными словами, при реализации стратегии компания не должна испытывать ограничений в требуемом для ее исполнения капитале.

### 1.2. Характеристики капитала компании

- **Капитал является основным фактором производства**

Без капитала практически невозможен ни запуск нового, ни поддержание уже существующего производства.

Существует такое понятие, как «порог входа в бизнес»: предпринимательская компания должна обладать определенным объемом стартовых капитальных инвестиций, которые позволят сформировать инфраструктуру для бизнеса, обеспечить ему последующий оборотный капитал и т.п.

Капитал может быть сформирован только из двух источников: собственный капитал (в первую очередь — ресурсы акционеров и ранее полученная чистая прибыль компании) и заемный (привлеченный из внешней среды с использованием банков, инвестиционных финансовых компаний, с помощью продажи собственных долговых

обязательств в виде векселей или корпоративных облигаций; возможно также увеличение капитала через эмиссию акций).

- **Капитал характеризует финансовые ресурсы компании, приносящие доход.**

Каждый акционер всегда будет стремиться к тому, чтобы инвестировать ресурсы в те области, которые дают максимальный доход, максимальную отдачу на минимально вложенные ресурсы. Кроме того, они ориентируются на такой критерий, как время, чтобы при минимальных инвестициях и максимальном доходе на вложенный капитал бизнес мог еще обеспечить такие результаты в течение длительного времени. Таким образом, инвестиции необходимы для поддержки, развития бизнеса и сохранения достигнутого результата.

- **Капитал является главным источником формирования благосостояния его собственников.**

Чистая прибыль как результат деятельности компании является в балансовом отчете любой предпринимательской организации частью собственного капитала, или той добавочной стоимостью к общей стоимости компании, которую за определенный период времени получили менеджеры компании, управляющие ее активами. Благосостояние акционеров оценивается не только в формате тех дивидендов, которые они получают, но и как увеличение стоимости самого бизнеса компании и способности ее генерировать с каждым годом все более высокую отдачу на инвестиции (а именно на это ориентируются акционеры последние годы).

Стоимость бизнеса может расти, в частности, благодаря внешним факторам (например, если в целом для отрасли сложилась благоприятная рыночная ситуация; ярчайший образец этого — повышение мировых цен на нефть, и, соответственно, стремительный рост стоимости акций нефтяных компаний).

- **Капитал компании является главным измерителем его рыночной стоимости.**

Для покупателя и для продавца предприятия, а также и для независимого оценщика, формирующего коммерческое предложение, наиболее понятной будет денежная оценка его стоимости. Величина собственного капитала формируется из уставного капитала, добавочного капитала как результата переоценки активов (в первую очередь, в части внеоборотных активов и основных средств) и чистой прибыли предыдущих и текущего периода. Эти три основных компонента являются составляющими собственного капитала компании. Часто для оценки стоимости компаний вводят такой термин, как скорость прироста собственного капитала, учитывая динамику его изменения во времени.

- **Динамика капитала компании является важнейшим барометром уровня эффективности ее хозяйственной деятельности.**

Чистую прибыль можно представить как логический вычет из объема выручки от реализации, который есть в распоряжении компании, всех профинансированных затрат текущего характера. При этом выручку от реализации можно рассматривать как

результат благоприятного взаимодействия с клиентами, когда их удовлетворяет цена, качество и сервис компании. С другой стороны, затраты компании — это, в первую очередь, следствия управленческих решений, которые принимают менеджеры компании (любое управленческое решение по своей сути затратно: как только менеджер принимает решение, компания начинает тратить деньги, как минимум в формате фонда оплаты труда менеджера и его подчиненных, которые воплощают решение в жизнь). То есть чистая прибыль может рассматриваться как результат эффективной работы менеджеров компании, а динамика изменения капитала компании демонстрирует эффективность управления ею.

### 1.3. Основные принципы формирования капитала компании

- **Учет перспектив развития хозяйственной деятельности предприятия.**

Капитал всегда эффективен при экстенсивном развитии предприятия (открытии новых филиалов, строительстве новых производственных площадок, наборе более квалифицированных кадров). Однако если компания находится в зоне стагнации, нестабильной рыночной ситуации, возможны различные цели и стратегии использования капитала.

1. Мы хотим переждать, пережить кризис, сохранив капитал. Сохранение капитала при условии сокращения выручки от реализации возможно только за счет эффективного управления затратами, их оптимизации, то есть когда мы сокращаем затраты на содержание своего бизнеса и затраты, связанные с основными производственными или технологическими процессами.
2. Одновременно с этим может быть стратегически целесообразным увеличение инвестиционной активности, например, в целях поглощения и скупки конкурентов, ведь именно в условиях кризиса они дешевле всего.

Таким образом, может быть благоприятным привлечение дополнительного объема заемного капитала и в кризисных ситуациях.

- **Обеспечение соответствия объема привлекаемого капитала и объема формируемых активов предприятия.**

У акционеров есть определенные ожидания относительно рентабельности компании, и если они не оправдываются, акционеры, как правило, не стремятся развивать такой бизнес. Через определенный период времени (как правило, через один календарный год) можно сделать замер фактического баланса компании и определить, на какую величину выросли активы/имущество компании за счет реинвестирования чистой прибыли в ее развитие.

Акционеры могут ограничивать привлечение заемного капитала. Это связано с рисками финансовой устойчивости (то есть соотношения собственного и заемного капитала). В данном курсе мы не будем глубоко анализировать данный термин, так как он будет раскрыт в последующих темах.

- **Обеспечение оптимальности структуры капитала с позиций эффективного его функционирования.**

Капитала должно быть ровно столько, сколько требуется для максимально эффективной деятельности.

В последующих темах Вы ознакомитесь с такими понятиями как финансовый рычаг, который позволяет подобрать такое соотношение между объемом заемного и собственного капитала, которое будет наиболее выгодно компании.

Если объединяющаяся крупная структура, требующая большого объема капитальных инвестиций, достигает предельного уровня эффективности в рамках текущей деятельности (а предельную эффективность текущей деятельности можно оценить, исходя из оценки чистой рентабельности продаж), может быть принято решение относительно прекращения роста активов, которые есть в распоряжении компании и проведения мероприятий по децентрализации, или распределению активов, когда через выделение отдельных или дочерних компаний предпринимаются попытки сократить объем затрат в целом по консолидированной отчетности группы.

В условиях кризиса практически во всех областях можно наблюдать приемы, связанные с децентрализацией. В условиях роста рынка, напротив, децентрализованные структуры начинают консолидироваться (например, в холдинг).

- **Обеспечение минимизации затрат по формированию капитала из различных источников.**

Это так называемая диверсификация заимствования (принцип «не складывайте все яйца в одну корзину») — рассредоточение капитала между различными объектами вложений с целью снижения экономических рисков.

**Различают:**

1. диверсификацию банковских активов, то есть размещение их среди возможно большего числа заемщиков с целью сокращения кредитного риска, связанного с неспособностью отдельных заемщиков вернуть кредит;
2. диверсификацию валютных резервов банков и государства путем включения в них (резервы) разных иностранных валют с целью
3. бесперебойного обеспечения расчетов и защиты их от валютных рисков;
4. диверсификацию инвестиций, то есть рассредоточение их по различным сферам вложения и на разные сроки (долгосрочные, краткосрочные) с целью минимизации потерь, связанных с возможными изменениями условий конъюнктуры мирового и внутреннего рынков;
5. диверсификацию вложений в ценные бумаги, то есть распределение имеющегося капитала на покупку разных ценных бумаг по видам, отраслям, срокам погашения с целью снижения экономических рисков.

Используются и другие способы диверсификации.

Таким образом, кредитный портфель предприятия может представлять собой сегментацию, когда она работает с 3-5 и более банками, которые обслуживают ее долги и не имеет единственного ключевого партнера для заимствования капитала.

- **Обеспечение высокоэффективного использования капитала в процессе хозяйственной деятельности.**

Как уже говорилось, индикатор эффективности использования капитала — это, в первую очередь, чистая рентабельность продаж, во вторую — показатель стоимости бизнеса компании в целом.

#### 1.4. Систематизация видов капитала по основным классификационным признакам

Практическая значимость этой классификации состоит в попытке от общего к частному прийти к некоторым рычагам, областям управления капиталом в компании. Финансовые менеджеры компании проводят систематизацию капитала компании по основным классификационным признакам для определения областей постоянного контроля над состоянием капитала компании и его структуры в рамках реализации стратегии развития компании.

**Таблица 1.** Систематизация видов капитала

По принадлежности предприятию	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Собственный капитал</li> <li>• Заемный капитал</li> </ul>
По целям использования	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Производственный капитал</li> <li>• Ссудный капитал</li> <li>• Спекулятивный капитал</li> </ul>
По формам инвестирования	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Капитал в финансовой форме</li> <li>• Капитал в материальной форме</li> <li>• Капитал в нематериальной форме</li> </ul>
По объектам инвестирования	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Основной капитал</li> <li>• Обратный капитал</li> </ul>
По форме нахождения в процессе кругооборота	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Капитал в денежной форме</li> <li>• Капитал в производственной форме</li> <li>• Капитал в товарной форме</li> </ul>
По формам собственности	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Частный капитал</li> <li>• Государственный капитал</li> </ul>
По организационно-правовым формам деятельности	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Акционерный капитал</li> <li>• Паевой капитал</li> <li>• Индивидуальный капитал</li> </ul>
По характеру использования в производственном процессе	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Работающий капитал</li> <li>• Неработающий «мертвый» капитал</li> </ul>

По характеру использования собственниками	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Потребляемый «проедаемый» капитал</li> <li>• Накапливаемый/реинвестируемый капитал</li> </ul>
По источникам привлечения	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Национальный отечественный капитал</li> <li>• Иностраный капитал</li> </ul>

### 1.5. Стоимость капитала предприятия

Стоимость капитала представляет собой цену, которую предприятие платит за его привлечение из различных источников.

Привлечение капитала является частью поисковой функции любого предприятия.

**Основные сферы использования показателя стоимости капитала в деятельности предприятия**

**Стоимость капитала служит мерой доходности операционной деятельности.**

Собственный капитал компании прирастает за счет увеличения прибыли. При этом и прибыль тем выше, чем эффективнее работает компания, и заемные средства можно привлечь на более выгодных условиях, когда компания стабильно показывает высокую прибыльность бизнеса. Это значит, что прирост собственного капитала за счет чистой прибыли, которую получает компания, можно условно оценить как меру доходности операционной деятельности.

**Показатель стоимости капитала используется как критериальный в процессе осуществления реального инвестирования.**

Если у нас есть диверсифицированные направления деятельности, у каждого из этих направлений есть определенные перспективы, то компания может вывести определенные критерии, которые заключаются в показателе стоимости капитала отдельных направлений деятельности.

**Стоимость капитала служит базовым показателем формирования эффективности финансового инвестирования.**

Иными словами, стоимость капитала — неоспоримый показатель эффективности компании.

**Показатель стоимости капитала выступает критерием принятия управленческих решений относительно использования аренды (лизинга) или приобретения в собственность производственных/основных средств.**

В зависимости от приоритетов компании: если она только вошла в рынок, в первую очередь ориентирована на эффективность текущей деятельности и рост деловой активности, но привлечь дешевый заемный капитал в данной ситуации не может, тогда в первую очередь ей надо сформировать эффективную инфраструктуру, и в этот



период лизинг целесообразен. Если же Вы уже выступаете как публичная компания, у которой сформирован имидж на рынке, то следует ориентироваться не на лизинг, а на заемные средства, т.к. компания способна привлечь более дешевый капитал.

**Показатель стоимости капитала в разрезе отдельных его элементов используется в процессе управления структурой этого капитала на основе механизма финансового рычага.**

Суть финансового рычага заключается в том, если компания при меньших издержках, связанных с обслуживанием долга, получает больший объем чистой прибыли за счет эксплуатации привлекаемого капитала, и рыночная ситуация позволяет увеличивать объем выручки от реализации, и соответственно — объем выпуска производимой продукции, то эффект финансового рычага достигнут. Если же обслуживание долга более затратно, чем тот эффект от деловой активности, который компания получает в виде чистой прибыли, то эффект финансового рычага не работает, и основной акцент по функции финансового директора сконцентрирован именно на управлении собственным капиталом, когда за счет оптимизации оборотных средств, сокращения затрат мы ищем резервы для более эффективной эксплуатации собственного капитала компании (более подробно данный эффект рассматривается в других темах модуля).

Еще раз подытожим: уровень стоимости капитала предприятия является важнейшим измерителем его рыночной стоимости.

Показатель стоимости капитала является критерием оценки и формирования соответствующего типа политики финансирования компанией своих активов (в первую очередь — оборотных).

## 1.6. Рыночная стоимость капитала предприятия

- **Основные факторы, влияющие на рыночную стоимость предприятия**

1. **Генерирование текущей прибыли в объеме, достаточном для выплаты дивидендов и реинвестирования.**

Часто акционеры ставят задачу: помимо объема потребляемого капитала достичь состояния, когда компания за счет реинвестирования чистой прибыли в текущую деятельность покрывает собственными силами весь инвестиционный бюджет. На самом же деле очень мало компаний справляется с этой задачей.

2. **Минимизация риска деятельности и структуры источников средств.**

Это означает эффективное соотношение собственного и заемного капитала, управляемость заемного капитала, возможность предприятия растягивать во времени события по погашению того или иного кредитного транша, умение финансового директора не допустить риски возникновения кассовых разрывов (ввиду того, что надо отдать один кредит, а второй — еще не получен).

### 3. Привлечение опытного управленческого персонала.

Это ключевая составляющая, обеспечивающая возможность достижения достаточного уровня рыночной стоимости капитала. Управленческий персонал, компетентный как в финансовой, так и в коммерческой (в том числе маркетинговой) составляющей деятельности предприятия, оказывает опосредованное, качественное, но, в то же время, наиболее существенное влияние на рыночную стоимость капитала компании.

#### 1.7. Процесс создания стоимости капитала предприятия

Осуществление успешных финансовых альтернативных решений — основная движущая сила в процессе создания стоимости капитала предприятия.

Разумные вложения ресурсов определяются в рамках формирования акционерами стратегии предприятия. Одновременно с этим менеджеры формируют инвестиционный бюджет для реализации этой стратегии.

Зона ответственности при выборе источников финансирования смещается на тактический уровень, и финансово-экономические службы проводят политику диверсификации ресурсов, связанных с заемным рынком, проводят мероприятия по минимизации стоимости данных ресурсов, по реструктуризации кредитного портфеля, с точки зрения обслуживающих банков, увеличения количества этих банков, распределения финансовых потоков, возможности «выторговывать» у банков большие преференции. Одновременно с этим главное — в полном объеме выполнять обязательства по обслуживанию долгов.

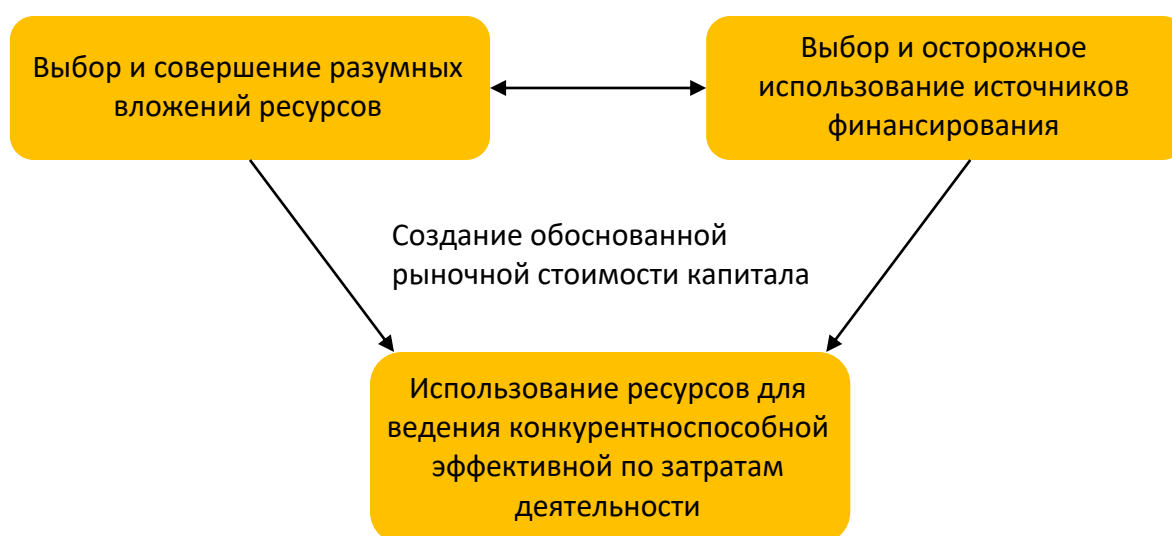
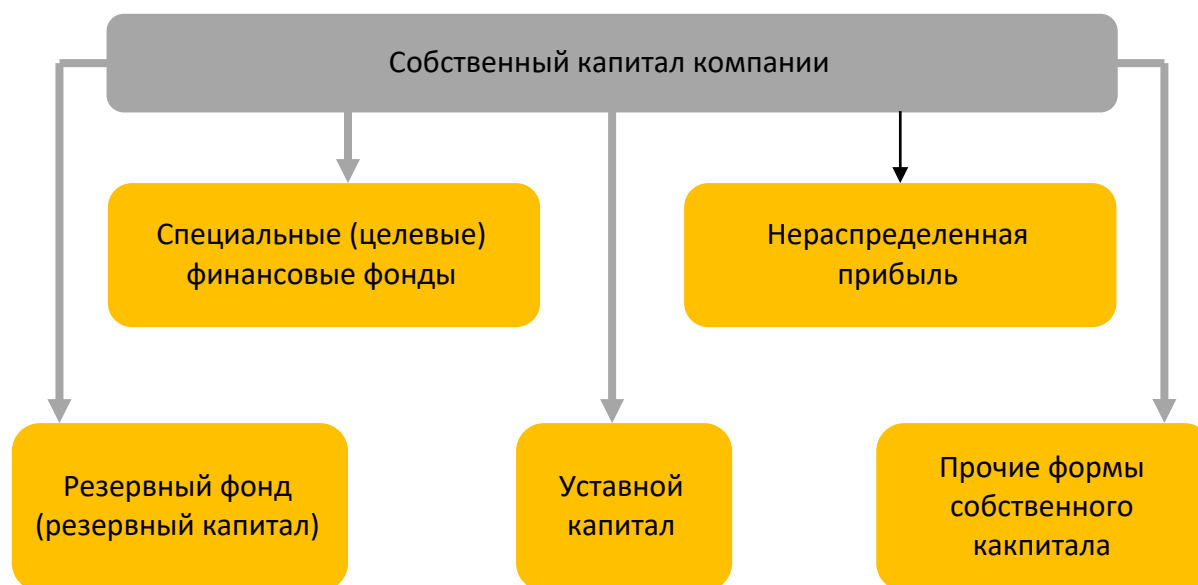


Рис.1. Процесс создания стоимости капитала предприятия

## 1.8. Структура собственного капитала

Выше говорилось о ключевых компонентах структуры капитала — уставном капитале, добавочном капитале (который формируется из оценки оборотных и внеоборотных активов предприятия) и чистой прибыли.



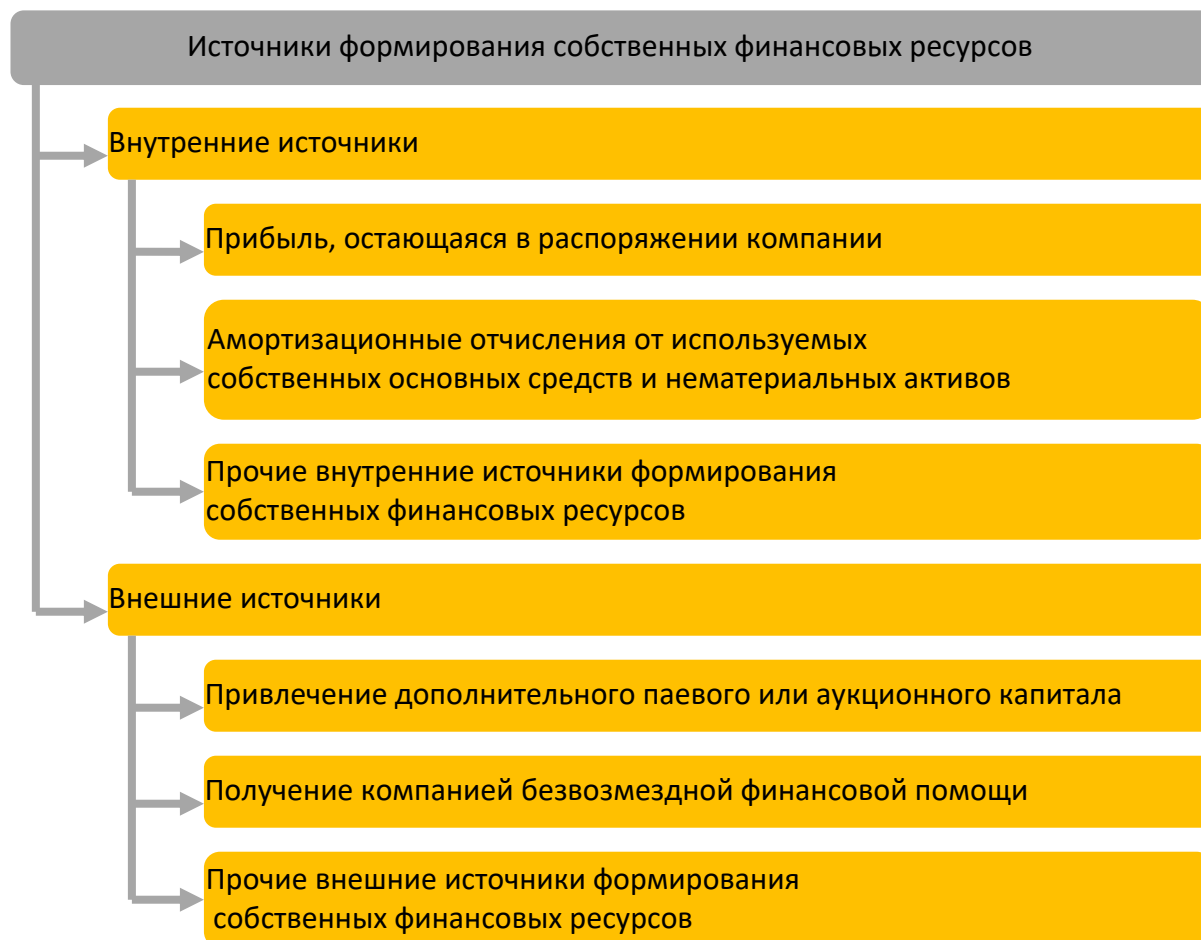
**Рис. 2.** Структура собственного капитала

Кроме этого в структуре капитала могут выделяться специальные (целевые) финансовые фонды, наполняемые из чистой прибыли, которую получает компания.

Могут формироваться так называемые резервные фонды для преодоления возможных негативных условий, как прогнозируемых, так и форс-мажорных (например, потеря части имущественного комплекса). Часто использование резервных фондов связано с взаимодействием со страховыми компаниями.

Существуют и иные формы собственного капитала: различные виды касс взаимопомощи, внутренние фонды компании, фонды стимулирования молодых сотрудников, фонды НИОКР и т.п.

### 1.9. Источники формирования собственных финансовых ресурсов



**Рис. 3.** Источники формирования собственных финансовых ресурсов

Отметим, что на Западе амортизационные отчисления являются основным источником инвестиционных вложений (в среднем от 45 до 50 % от всех инвестиций).

### 1.10. Классификация источников формирования заемных финансовых ресурсов

<b>Долгосрочные</b>	<b>Краткосрочные</b>
<ul style="list-style-type: none"><li>• Долгосрочные кредиты банков, срок возврата которых еще не наступил (кредиты более года)</li><li>• Долгосрочные заемные средства</li><li>• Долгосрочные кредиты и займы, не погашенные в срок</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Краткосрочные кредиты банков, срок возврата которых еще не наступил</li><li>• Краткосрочные заемные средства, срок возврата которых еще не наступил</li><li>• Краткосрочные кредиты и займы, неполученные в срок</li><li>• Расчеты с кредиторами</li><li>• Другие краткосрочные финансовые</li></ul>

**Рис. 4.** Источники формирования заемных финансовых ресурсов

Комментарий: В связи с началом работы бюро кредитных историй информация о компании попадает в централизованную базу данных, и компании начали очень осторожно и эффективно относиться к погашению собственных долговых обязательств.

## 1.11. Классификация привлекаемых заемных средств

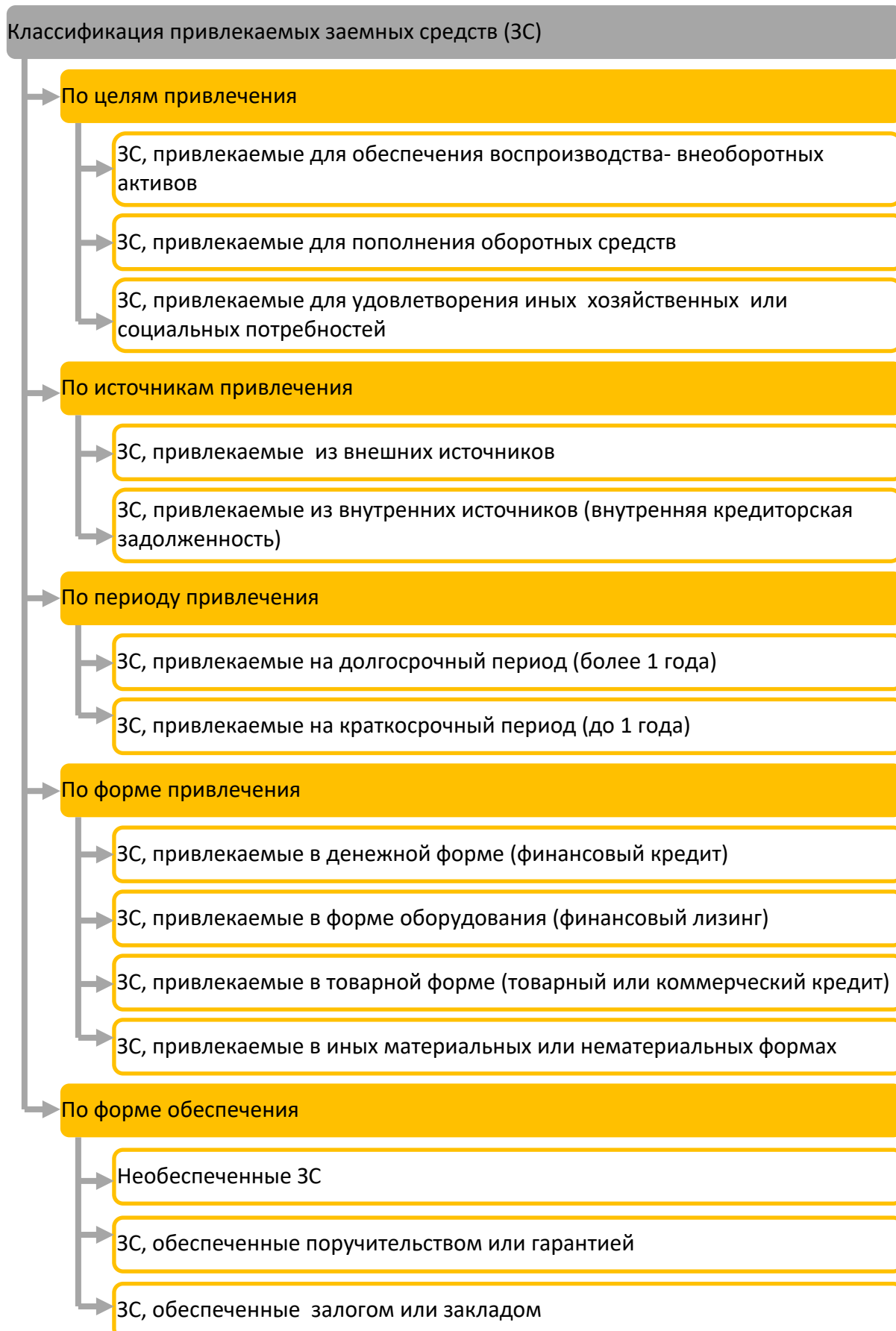
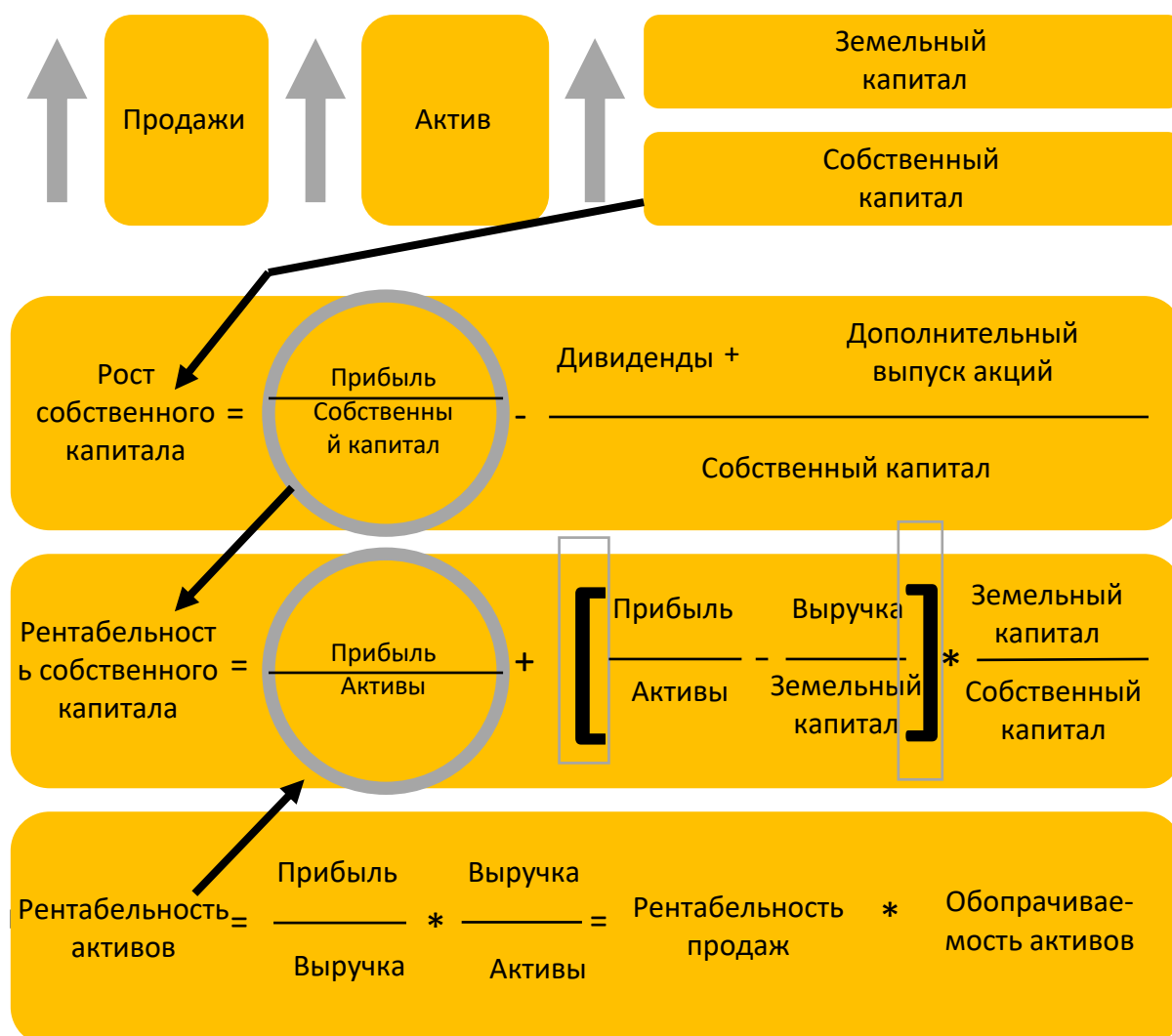


Рис. 5. Классификация привлекаемых заемных средств.

### 1.12. Два аспекта роста цены капитала

В стратегии компании присутствует два аспекта — управленческий и финансовый, но какой-то из них в отдельной ситуации может являться приоритетным. Управленческий аспект связан с ростом объема продаж, финансовый — с ростом активов компании.

Что касается задачи, которая ставится перед менеджерами в комплексе, независимо от разделения их функциональной ответственности, то акционеры, как правило, ее ставят именно в разрезе этих двух аспектов. Поэтому приведем несколько важных формул, которые дают возможность оценить качество управления компанией и мотивационную составляющую менеджерской команды в целом.



- **Источники финансов: выводы**

Управление капиталом компании — прерогатива финансово-экономических служб, и финальную ответственность за управление капиталом несет финансовый директор. Одновременно с этим финансовый директор испытывает ограничения со стороны акционеров по доле собственного и заемного капитала, который может эксплуатировать компания, но опять же, одновременно с этим, перед ним стоит еще задача по поддержанию рентабельности компании. Он отвечает за распределение финансовых ресурсов и за затратную часть компании, может требовать со стороны коммерческих функциональных блоков и маркетинговых функциональных звеньев выполнения определенных норм по отгрузкам и по цене, которые позволяли бы выполнять поставленные акционерами задачи по обеспечению рентабельности текущей деятельности предприятия.

На финансовую политику компании управление капиталом оказывает очень существенное влияние, так как это связано с окончательным результатом деятельности компании в целом.

## 2. Цена финансовых ресурсов

### 2.1. Цены собственного капитала и заемных средств

Топ-менеджер должен знать цену финансовых ресурсов своей компании по следующим причинам:

1. **цена собственного капитала** представляет собой отдачу на вложенные инвесторами в деятельность компании ресурсы, поэтому управленческий персонал должен предугадывать возможное изменение цен на акции в зависимости от изменения ожидаемых акционерами величины прибыли и дивидендов;
2. **цена заемных средств** ассоциируется с уплачиваемыми процентами, поэтому нужно уметь выбирать наилучшую возможность из нескольких вариантов привлечения средств.

Таким образом, цена финансовых ресурсов является одним из ключевых факторов при анализе инвестиционных проектов и планирования финансового бюджета компании.

### 2.2. Размещение корпоративных долговых обязательств

Еще один из перспективных видов привлечения дополнительных средств в совокупный капитал компании — размещение корпоративных долговых обязательств. Компания, с одной стороны, ориентируется на диверсификацию вариантов привлечения ресурсов, а с другой — потенциально готова обеспечить определенный уровень прозрачности производимым в компании операциям, чтобы приобретатели облигаций были уверены в том, что риск должника приемлем, и он сможет рассчитаться по своим обязательствам. Можно сказать, что основной целью компании



при размещении корпоративных долговых обязательств является получение известности от присутствия на долговом фондовом рынке.

Каждый эмитент сам решает, обратиться ли ему к услугам сторонних юристов и специалистов по инвестиционно-банковским операциям или же обойтись своими ресурсами. Для содействия в проведении IPO (initial Public Offering) со стороны обычно привлекаются консультанты инвестиционно-банковских подразделений крупных банков и консалтинговых компаний, которые лучше знакомы со стандартными требованиями инвесторов к IPO.

Специалисты инвестиционно-банковских подразделений обладают, как правило, большей информацией о специфике рынка IPO, текущей рыночной конъюнктуре, регламенте работы инфраструктуры фондового рынка и находятся в курсе планируемых событий, поэтому их опыт позволит оптимально выбрать время размещения на рынке корпоративных долговых обязательств.

### 2.3. Участники подготовки и проведения IPO Андеррайтер

**АНДЕРРАЙТЕР** — лицо, принимающее на себя обязанности по размещению, реализации ценных бумаг (акций) на рынке, то есть содействующее эмитенту (компания, которая выпускает корпоративные облигации), фондовый посредник, торговый участник биржи.

Для проведения процедуры IPO эмитенту необходимо назначить андеррайтера, который должен являться торговым участником биржи. По договору с эмитентом, он проводит размещение ценных бумаг от своего имени, по поручению и за счет клиента.

В практике нередки случаи, когда создается пул андеррайтеров в составе 3-4 крупных инвестиционных банков, организующих размещение совместно. Это увеличивает размер комиссионных, но, с другой стороны, пул является определенной гарантией или положительной рекомендацией для фондового рынка.

- **Выбор андеррайтера — один из важнейших этапов подготовки к IPO**

Нередко для определения андеррайтера эмитент проводит тендер. Обычно все ключевые решения, касающиеся параметров эмиссии и выбора торгово-расчетных технологий, эмитент предварительно обсуждает с выбранным андеррайтером.

В условиях соглашения между эмитентом и андеррайтером может быть прописано, что в любом случае, найдутся ли на рынке покупатели для всей эмиссии ценных бумаг или нет, андеррайтер обязуется выкупить весь объем эмиссии. Впрочем, такие обязательства со стороны андеррайтера, естественно, увеличивают размер его комиссионных.

Прежде чем приступить к выбору посредника, лучше ознакомиться с текущим рейтингами андеррайтеров, опубликованными, в том числе, на сайтах ряда информационных агентств, к примеру, CBONDS.

- **Фондовая биржа и другие участники**

**Фондовая биржа** — организованный и регулярно функционирующий рынок по купле – продаже ценных бумаг: акций, облигаций и т.д. Фондовая биржа мобилизует и перераспределяет временно свободные денежные средства между компаниями, отраслями хозяйства и другими сферами приложения, устанавливает рыночную стоимость ценных бумаг.

Фондовая биржа является организатором торговли при первичном размещении ценных бумаг. Биржа оказывает эмитентам помощь на всех этапах — от разработки условий, каким образом информировать игроков рынка, проводить маркетинговые мероприятия для подготовки рынка к размещению до размещения ценных бумаг.

Аукционный порядок определения цены размещения облигаций или размера купонной ставки по облигациям, позволяет эмитенту привлекать ресурсы по более оптимальной рыночной цене.

Если мы рассматриваем целесообразность размещения корпоративных долговых обязательств, то для того, чтобы минимизировать объем затрат, связанных с вознаграждением андеррайтера, а также комиссии биржи, пороговый уровень рентабельности деятельности и чистой прибыли, которую получает компания, должен составлять по результатам работы за год не менее 20 млн. долларов. При меньших объемах бизнеса целесообразнее использовать традиционные способы привлечения дополнительных ресурсов, работая с коммерческими банками или эмитируя объем векселей.

Другими участниками подготовки и проведения IPO являются:

- уполномоченный;
- депозитарий;
- регистратор;
- расчетный депозитарий (осуществляет расчетное обслуживание организатора торгов (биржи));
- расчетный банк (банк или небанковская кредитная организация, обеспечивающая денежные расчеты по сделкам, заключаемым на бирже, в том числе при осуществлении расчетов между покупателями ценных бумаг и андеррайтером при проведении IPO).

## 2.4. Этапы организации первичного размещения.

- **Выход на первичное публичное размещение для компании проходит в несколько этапов:**

### **Этап 1: Готовим компанию к публичному статусу**

Уже на этом этапе желательно предварительно определиться, на какой бирже будет происходить первичное публичное размещение акций вашей компании. Ведь

требования различных торговых площадок к объему и срокам предоставления финансовой отчетности, аудиту, корпоративному управлению компании-эмитента могут отличаться. Кроме того, различными будут и затраты на размещение.

Но в любом случае, какую бы торговую площадку вы не выбрали – подготовка к публичному размещению включает определенный неизменный порядок действий. «Проблемы, с которыми сталкивается компания, выходящая на IPO, это оценка интереса в целом к возможности инвестирования в компанию, а также оценка самой компании. Эти проблемы в свою очередь связаны с восприятием страны с высокими рисками, с качеством менеджмента конкретной компании, а также с доверием инвесторов к открытости компании и качеству ее корпоративного управления. На решение этих проблем и стоит направить основные усилия на начальном этапе.

Прежде всего, юридическая структура акционерного общества должна быть понятной потенциальным инвесторам. Возможно, придется изменить организационную структуру, чтобы упорядочить и упростить связи между подразделениями. Изменения могут коснуться и руководства компании – иногда акционерные общества специально вводят в его состав менеджеров, уже проводивших успешные IPO.

Следующим шагом может стать составление консолидированной финансовой отчетности, которая убедит инвестора в платежеспособности, прибыльности и устойчивости компании, а также проведение аудита по международным стандартам.

Важный аспект, на который обращают внимание инвесторы – качество корпоративного управления компании. Здесь речь идет о нормах деловой этики в отношениях с акционерами, а значит – и непосредственно о защите интересов инвесторов. В странах постсоветского пространства нет законодательно закрепленных требований к корпоративному управлению компаний, однако при подготовке к публичному размещению акций можно ориентироваться на правила корпоративного управления, действующие на основных мировых фондовых площадках.

Также в процессе подготовки к публичному размещению акций компании стоит поработать над своим имиджем: повысить известность бренда компании, улучшить кредитную историю, заработать репутацию благонадежного заемщика.

## **Этап 2: Выбираем партнеров и готовимся к размещению**

На втором этапе компании следует окончательно определиться с биржей, на которой будет происходить размещение, и составить запрос на проведение IPO в комиссию по ценным бумагам.

Эмитенты акций чаще всего выбирают для публичного размещения одну из двух площадок: Варшавскую или Лондонскую биржу. Выбор зависит от масштабов самой компании и планов по привлечению капитала: на Лондонской бирже возможности гораздо шире, однако и затраты на размещение и требования к эмитентам тут существенно выше. Объемы сделок на Варшавской бирже в несколько раз меньше, но

и требования к компаниям более либеральные, а потому эта площадка доступна для большего количества эмитентов.

На этом этапе компания уже не может действовать сама и должна определиться со своими партнерами по проведению IPO.

Важнейший из них – андеррайтер, то есть инвестиционный банк, который и будет выводить компанию на биржевой публичный рынок. Вместе с андеррайтером обсуждаются детали IPO: диапазон возможной цены размещения, размер выставляемого на торги пакета акций, желаемая структура инвесторов.

Также вместе с андеррайтером составляется предварительный проспект эмиссии и начинается процедура Due Diligence – всестороннее исследование деятельности компании, ее финансового состояния и положения на рынке.

«Важным звеном в процессе IPO является финансовый советник и брокер. Первый организует и координирует все этапы работы и участников процесса, проводит оценку. Задача брокера – собственно размещение акций среди инвесторов. Правильный подбор всех действующих лиц – также непростая задача для компании.

В команду по подготовке IPO могут входить также юристы, аудиторы, специалисты по отчетам и другие эксперты.

К слову, основные издержки компаний при проведении IPO приходятся именно на комиссионные выплаты партнерам и советникам.

Так, издержки компании, проводившей в 2005 году IPO на Лондонской Бирже, составили 12% от стоимости размещения, или примерно 700 тысяч фунтов стерлингов. Половина этих расходов пришлась на комиссионные платежи брокеру и «номинальным советникам», которые проверяют заявителей на соответствие стандартам Лондонской Биржи. Оставшаяся часть – расходы на консультантов и аудиторов.

Отметим, что для компании недостаток опыта в сферах финансового аудита и управленческой отчетности может значительно увеличить расходы на услуги советников. Важно помнить, что сами по себе консультанты не делают компанию лучше или привлекательнее для инвесторов. Скорее наоборот – они стараются выискать все недостатки компании, чтобы максимально объективно оценить возможные риски.

### **Этап 3: Размещаем акции на бирже**

Зачастую эксперты советуют не торопиться, а тщательно подготовиться к IPO заранее, а затем ждать удачного момента для размещения акций на бирже. Традиционно неудачными моментами для первичного размещения считаются периоды рождественских праздников и август – период летних отпусков. Также нужно

учитывать рыночную конъюнктуру – не стоит проводить первичное размещение в тот момент, когда это делают еще несколько компаний аналогичного направления.

За один-два месяца до запланированного размещения проводится ознакомительное road show (роуд-шоу) – серия встреч с потенциальными инвесторами, на которых последние могут задать руководству компании-эмитента все интересующие их вопросы. По сути роад-шоу – это рекламная кампания, цель которой – привлечение интереса потенциальных инвесторов к предлагаемым акциям.

При размещении акций на бирже эмитенту понадобится еще один партнер – маркет-мейкер (компания, осуществляющая операции с ценными бумагами). На его счет акционерное общество переводит предназначенные для размещения акции, и непосредственно после этого начинаются торги.

### **После размещения**

Может показаться, что размещение акций на бирже – это и есть завершение IPO. Однако это не так: с этого момента IPO только начинается. Ведь успех и достижение компанией поставленных целей в большей мере зависит от того, какие действия будут предприняты после размещения.

В первую очередь за размещением должен следовать анализ проведенных сделок. По какой цене продавались акции? Соответствует ли она запланированному уровню, и если нет – что способствовало снижению цены? Каким был спрос на акции со стороны инвесторов? Ответы на эти вопросы помогут эмитенту оценить успешность первичного размещения. А анализ структуры инвесторов позволит сделать прогноз о цене и ликвидности акций на вторичном рынке.

Кроме анализа, компании предстоит приложить немалые усилия для поддержания интереса к своим акциям. Так, из 12-ти компаний, проводивших первичное публичное размещение своих акций в 2005-2010 годах, только пять принесли прибыль инвесторам. Акции остальных эмитентов продемонстрировали обвальное падение. И если для компаний строительной отрасли («ТММ» и «XXI Век») обвал цены акций был обусловлен глобальными событиями, мало связанными с обоими застройщиками – то падение котировок остальных бумаг зачастую свидетельствует о неудовлетворительной оценке инвесторами самих компаний.

Чтобы избежать такой ситуации, после IPO компания должна оправдывать ожидания инвесторов. А для этого ей придется тратить все больше денег на поддержание ликвидности своих акций: расширять производство, выходить на новые рынки, нанимать новых специалистов, платить аудиторам и PR-консультантам.

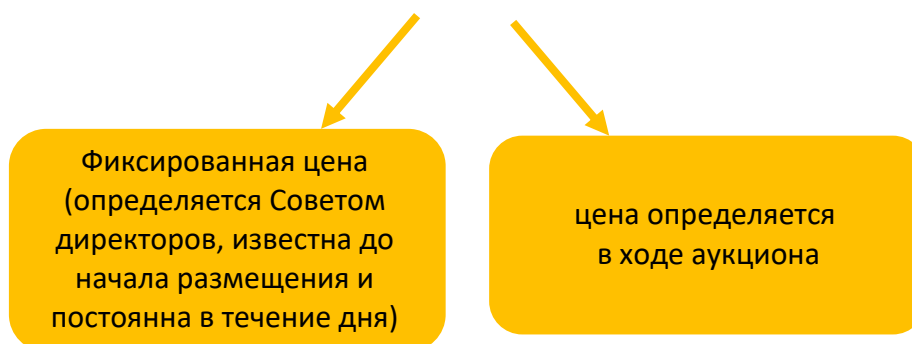
«IPO открывает доступ к широкому пулу инвесторов: инвестиционным и пенсионным фондам, страховым компаниям и физическим лицам. Компания становится публичной и может рассчитывать на более дешевый источник капитала в будущем, например выпуск еврооблигаций или кредиты от зарубежных банков.

Однако при всех многочисленных преимуществах IPO, не стоит ожидать от него чуда. Ведь в конечном итоге компания может не получить ожидаемого притока капитала, что подтверждает опыт некоторых компаний.

А потому эксперты не советуют проводить IPO на последние деньги – если ваша компания еще не достаточно окрепла в финансовом плане, лучше поискать другие способы финансирования. Представьте, что вы вложили миллион долларов (а именно эту сумму специалисты считают минимально необходимой для проведения IPO) в то, чтобы сделать вашу компанию публичной, а существенного притока инвестиций не получили – и если это не станет большим уроном для вашей компании, то можете смело задумываться о выходе на IPO.

## 2.5. Фиксированная цена или аукцион?

Существует два способа определения цены размещения:



В настоящее время большинство размещений осуществляется по заранее определенной цене и лишь немногие эмитенты с развитым рынком собственных ценных бумаг решаются на проведение аукциона, в ходе которого и определяется цена продажи.

Аукцион — это перспектива будущего. Очень часто рынок реагирует на интересные долговые обязательства, связанные, например, с экстенсивным ростом крупных компаний или с базовыми отраслевыми компаниями, и инвесторы соревнуются за выкуп ценных бумаг и готовы предоставлять большой объем финансовых ресурсов в гарантированные долговые обязательства эмитентов и покупать эти обязательства по чрезвычайно выгодным ценам, исходя из минимальной оплаты за обслуживание долга эмитентом.

- Технологии IPO с фиксированной ценой

Имеется достаточно большое количество вариантов определения фиксированной цены. Например, она может быть указана в долларах или привязана к какому-либо экономическому показателю (например, баррель нефти или тройская унция

золота/серебра). Соответственно, каждый день может устанавливаться новое значение цены или эта цена может определяться на основании предварительных заявок покупателей, но при этом значение цены размещения известно до начала торгов и постоянно в течение одной торговой сессии.

В случае определения цены в ходе аукциона ее значение неизвестно до момента окончания аукциона.

В настоящее время большинство выпусков размещаются по заранее определенной цене. Однако использование аукциона может способствовать снижению цены заимствования, выбору оптимального соотношения цены заимствования и объема привлекаемых ресурсов.

При размещении облигаций по фиксированной цене на условиях предварительного депонирования инвесторами денежных средств, сделки заключаются на основании адресных заявок.

При этом:

1. участники торгов направляют заявки на покупку ценных бумаг в адрес андеррайтера (андеррайтеров);
2. андеррайтер акцептует (соглашается с условиями) полученные заявки в порядке их поступления;
3. расчеты по заключенным сделкам проводятся по окончании торговой сессии.

До момента акцепта заявок продавцом участник, выставивший заявки, может отозвать свою заявку или направить новую с другими параметрами (новая заявка при этом окажется последней в очереди). При акцепте заявок андеррайтер пропускает заявки, не удовлетворяющие объявленным условиям первичного размещения (например, имеющие неверную цену).

- **Цена капитала: выводы**

Заемный капитал обладает стоимостью, которая, в первую очередь, выражается в обслуживании собственного долга. Если мы работаем с кредитными организациями, то это связано с выплатой процентов банкам, которые обслуживают нашу задолженность. Если это касается выпуска корпоративных ценных бумаг, то это уровень доходности, который либо фиксированным образом определяет сам эмитент совместно с посредником-андеррайтером, либо эту доходность определяет для инвесторов аукцион, который существует на биржевой площадке. В зависимости от объема привлекаемых ресурсов, в зависимости от размера самого бизнеса заемщика можно выбрать ту или иную форму привлечения заемных ресурсов.

До тех пор, пока компании не достигли порогового значения — 20 млн. долларов по результатам работы за финансовый год чистой прибыли — рекомендуется работать с банками, диверсифицировать кредитный портфель между несколькими банками и

выбирать наиболее приемлемые условия, работать с банком, который даст более выгодные процентные ставки, условия кредитования, сроки, суммы и т.п.

Если у нас есть возможность декларировать по результатам отчетного финансового года прибыль более 20 млн. долларов, то мы можем претендовать на более эффективное привлечение финансовых ресурсов с фондового рынка, когда инвесторы будут покупать наши долговые обязательства по более низким ставкам, нежели коммерческие процентные ставки в кредитных организациях.

С точки зрения размещения долговых обязательств на фондовом рынке, необходимо учитывать, что кроме прямых выгод относительно возможности более дешевого привлечения, мы получаем еще массу опосредованных или косвенных выгод, связанных с тем, что оценочная стоимость бизнеса может резко возрасти по той причине, что компания должна быть прозрачной, она должна быть готова работать по требованиям фондового рынка, а это означает раскрытие информации и, соответственно, повышение ее инвестиционной привлекательности.

### 3. Рынок денег

#### 3.1. Схемы финансирования и критерии выбора кредитного источника

Существуют четыре базовых схемы финансирования, которые могут использовать компании.

1. Наиболее традиционной и популярной является банковская схема кредитования.
2. Вексельные программы.
3. Облигационные займы.
4. Процедура IPO — первоначального публичного выпуска акций.

В идеале, компания, которая ориентирована на диверсификацию заимствований как банковских кредитов, так и корпоративных облигаций, вексельных программ, должна применять все 4 способа привлечения финансирования.

Сформулируем критерии выбора кредитного источника.

- **Стоимость финансирования**

Все, что касается процентной ставки по обслуживанию долга и затраты нулевого цикла, когда необходимо оплатить или понести издержки, связанные с подготовкой сделки.

- **Сроки и условия финансирования**

На протяжении последних лет условия финансирования все больше приближаются к западным стандартам.



- **Обеспечение, необходимое для привлечения средств**

Наиболее весомым считается сегодня залоговое обеспечение и поручительство третьих лиц. Кроме этого работает институт страховых компаний, когда страхуются риски невозврата привлеченных средств. Также возможны поручительства со стороны всевозможных неформальных, но организованных финансовых групп на основе региональных объединений и ассоциаций предпринимателей, которые имеют соответствующие фонды под обеспечение и развитие своих собственных членов через предоставление коллективных гарантий под поручительство обязательств отдельно взятых членов подобных ассоциаций.

- **Сроки, необходимые для организации и привлечения финансирования**

С одной стороны, в зависимости от вида финансирования, длительность срока привлечения начинает приобретать ярко очерченные характеристики (вспомним, что минимум 125 дней необходимо для подготовки эмиссии корпоративных облигаций). Сроки становятся с каждым годом все более предсказуемыми.

- **Характеристика банковского кредита**



Рис. 11. Преимущества и недостатки банковского кредита

**Банковский кредит** — самый распространенный и безопасный кредит с точки зрения предпринимательской деятельности.

- **Характеристика вексельной программы**



**Рис. 12.** Преимущества и недостатки вексельной программы

К сожалению, вексельная программа до сих пор является малозащищенной: векселя часто подделывают (поддельные векселя называют «бронзовыми»).

- **Характеристика выпуска акций**



**Рис. 13.** Преимущества и недостатки выпуска акций

Увеличение общего количества акционеров приводит к эффекту размывания капитала и означает дополнительные организационные сложности при проведении собраний акционеров. К примеру, у новых владельцев акций могут быть точки зрения, несопоставимые с точкой зрения руководства компании и основных акционеров компании, а, согласно законодательству, нужно учитывать и эти интересы, иначе деятельность компании может быть парализована посредством различных судебных разбирательств.

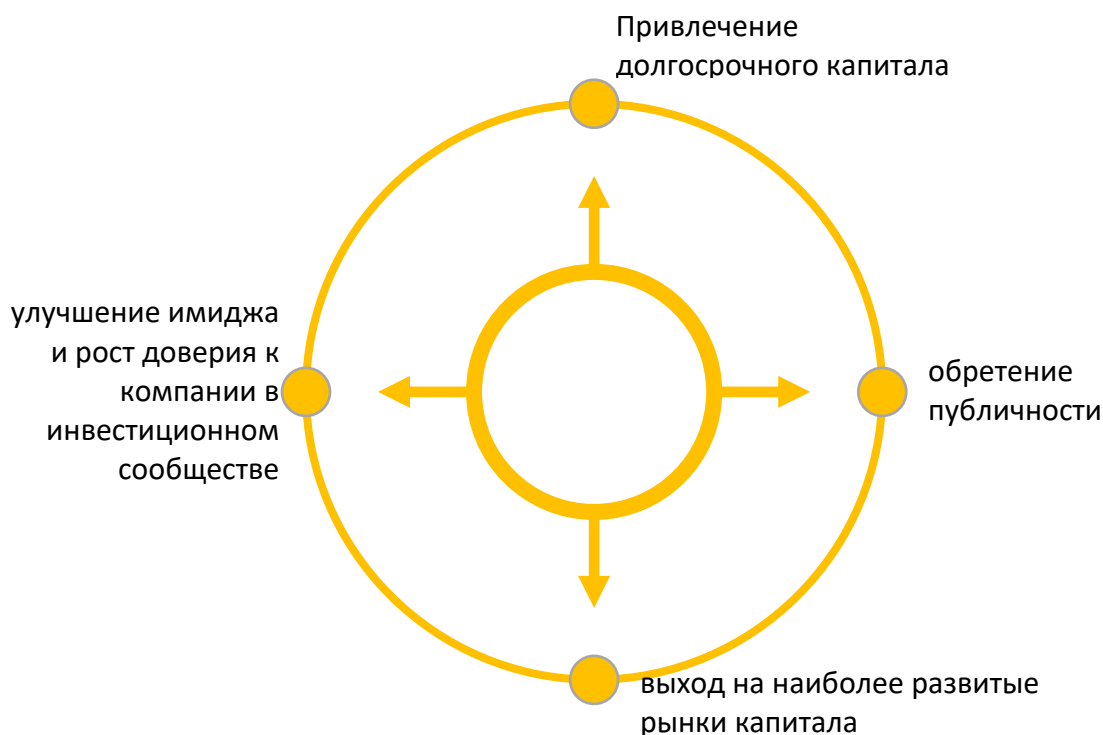
- **Характеристика выпуска облигаций**



**Рис. 14.** Преимущества и недостатки выпуска облигаций

**В среднем, корпоративные облигации выпускаются на срок около трех лет.**

### 3.2. Возможности финансирования для предприятий-эмитентов при выходе на рынок ценных бумаг



**Рис. 15.** Возможности финансирования для предприятий-эмитентов при выходе на рынок ценных бумаг

Возможности предприятия-эмитента по привлечению заемного капитала, как правило, выше возможностей незэмитирующих ценных бумаг предприятий, так как:

- эмитент имеет возможность привлечения долгосрочного капитала: деньги всегда дешевле, если они «длительны» во времени;
  - эмитент обретает публичность: компания становится дисциплинированной, она несет ответственность не только за результаты деятельности перед действующим составом акционеров, но и перед расширенным кругом акционеров или держателями корпоративных облигаций;
  - улучшение имиджа и рост доверия к компании привлекает все больше внимания инвестиционного сообщества;
  - выход на более развитые рынки капитала (в частности, на Лондонскую, Нью-Йоркскую и Парижскую фондовые площадки), позволяет компании капитализировать свою стоимость.
- 
- **Требования к предприятию при выходе на рынок ценных бумаг**

Согласно существующим требованиям при выходе на рынок ценных бумаг предприятие должно обладать следующим:

- **производимыми конкурентоспособными и перспективными товарами и услугами;**
- **высококвалифицированной командой руководящего состава;**
- **испытанной временем собственной бизнес-моделью** (имеются в виду все процедуры, связанные с организационным устройством, с описанием основных бизнес-процессов, с планированием, бюджетированием, анализом достигнутых результатов, принятием решений по отклонениям, по корректировке курса развития компании, по изменению нормативных показателей отдельных бизнес-процессов, с точки зрения их стоимости и временного цикла. Компания должна существовать на рынке длительное время в рамках планового стратегического развития);
- **прибыльностью (как основное ожидание инвесторов);**
- **серьезными инструментами** финансового контроля;
- **утвержденной системой отчетности** (должны быть выработаны стандарты предприятия по формированию как управленческой, так и публичной отчетности);
- **качественным и своевременным предоставлением финансовой информации заинтересованным пользователям.**

Сегодня система бухгалтерского учета не позволяет представить достоверную картину финансового состояния предприятия, так как:

- не все активы могут быть отражены в составе активов (например, приобретаемые в лизинг);
- оценка активов не отражает их справедливую стоимость;
- оценка основных средств занижена и не отражает реальную степень использования активов;
- оценка запасов завышена, так как не учитывает чистую цену реализации;
- оценка дебиторской задолженности завышена, так как не учитывает безнадежные долги;
- расходы и кредиторская задолженность могут быть отражены несвоевременно — как правило, позднее их возникновения;
- обязательства могут быть некорректно классифицированы по срокам погашения.

### 3.3. Потенциал к финансированию предприятия

**Положительный** финансовый потенциал компании предполагает:

- инвестиционную привлекательность в сравнении с крупными публичными компаниями (а новые игроки всегда пользуются повышенным вниманием инвесторов);
- отсутствие открытой отрицательной информации;

- высокий уровень рентабельности;
- устоявшуюся систему управления;
- отлаженные системные уровни деятельности;
- обозримость бизнеса;
- новые рынки сбыта;
- жесткий контроль над использованием привлекаемых средств;
- потенциал неиспользованных сегментов привлечения финансирования;
- потенциал роста

**Негативно** на потенциал компании в плане возможности привлечения внешнего финансирования могут повлиять:

- отсутствие источников крупного финансирования;
- скрытые и непрозрачные формы финансирования;
- отсутствие открытой кредитной истории;
- недооцененность активов и бизнеса;
- низкая стоимость чистых активов;
- отсутствие современных систем управления и учета деятельности;
- низкий уровень развития технологий;
- изношенность производственных мощностей;
- низкий уровень соблюдения корпоративных интересов;
- отсутствие практики раскрытия информации.

- **Схема финансирования**

На рисунке 16 представлена схема финансирования в рамках действующей инвестиционной программы. Алгоритм таков, что если инвестиционная программа есть, то нам требуются параметры финансирования. Три основных параметра — срок, сумма, стоимость. Отсутствие такой программы означает отсутствие формализованной стратегии. И, таким образом, цели компании либо имеют проектную характеристику, либо должны быть квалифицированы через параметры финансирования.

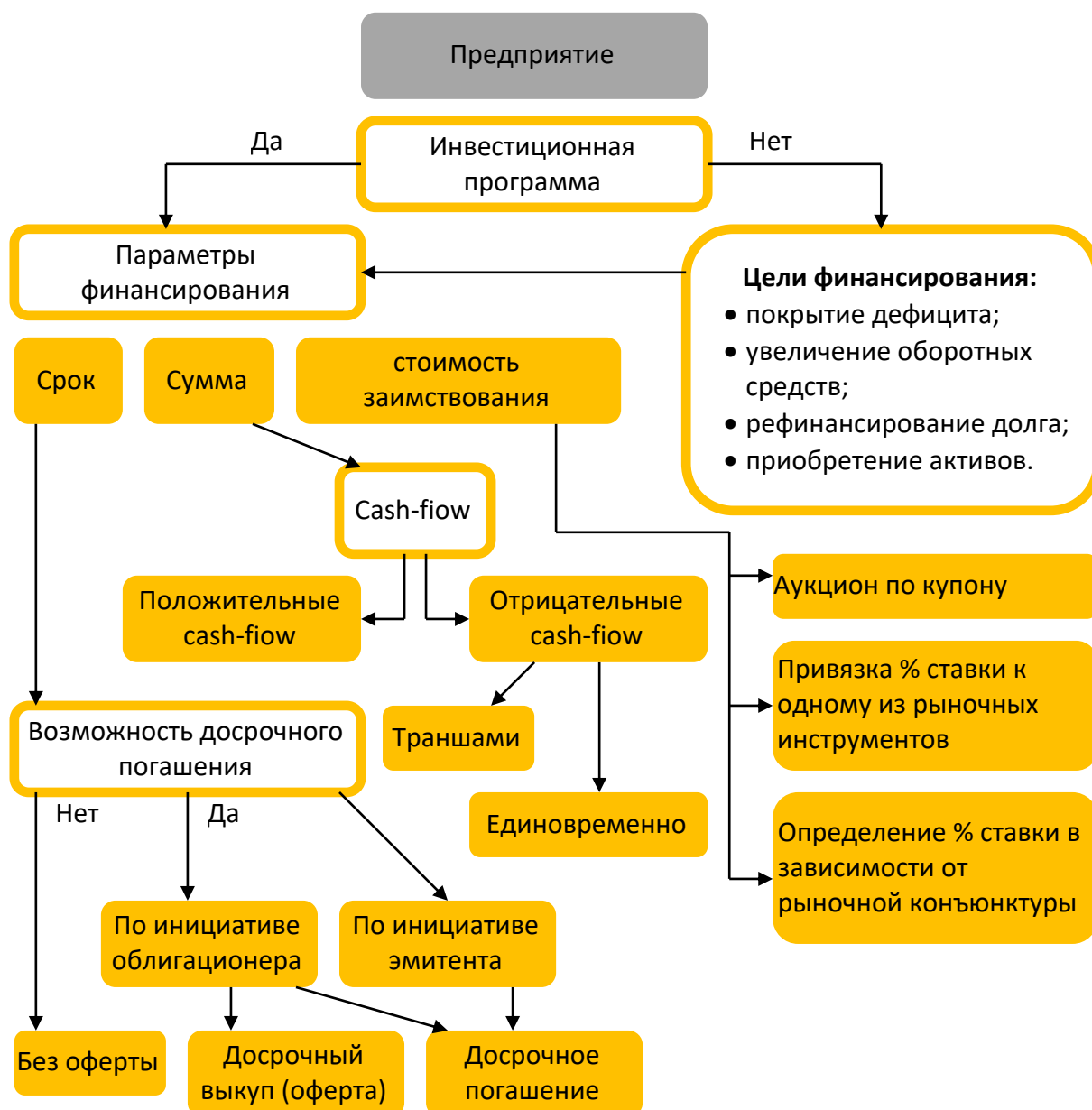


Рис. 16. Схема финансирования

Из параметров финансирования мы получаем требования по объему средств, у нас может быть положительный или отрицательный cash-flow (денежный поток). Положительный — если объем денежных поступлений способен покрыть все текущие затраты; если же этот поток дотируется, или компенсируется дополнительными финансовыми заимствованиями, получением средств от продажи каких-то активов компании, то он называется отрицательным. Отрицательные потоки нужно компенсировать заимствованиями, и параметры финансирования ориентируют нас на долгосрочное погашение, одновременно с этим предполагая, что у нас есть возможность досрочного погашения долга.

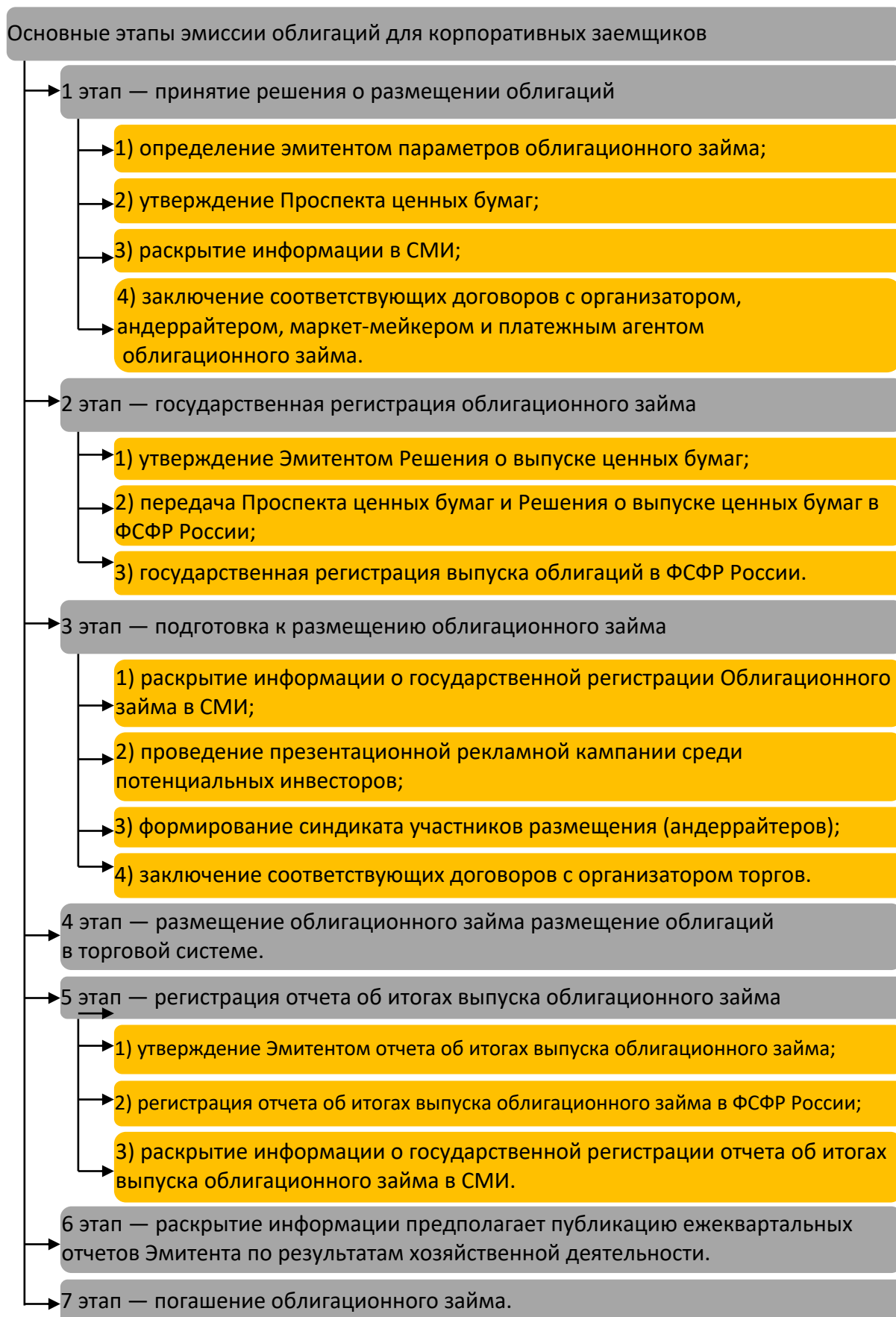


Далее необходимо информирование рынка со стороны андеррайтера, облигационера или самого эмитента о том, что эмитент или компания, которая выполнила долговые обязательства, согласна погасить досрочно свои долги.

По стоимости заимствования мы используем аукционную схему, привязку стоимости наших долговых обязательств к определенному рыночному инструменту или определяем процентную ставку в зависимости от рыночной конъюнктуры.



### 3.4. Основные этапы эмиссии облигаций для корпоративных заемщиков



- **Рынок денег: выводы**

Сама процедура выхода на долговой рынок предполагает серьезные организационные преобразования внутри компании. Компания вынуждена отказаться от некоторых привлекательных, но неперспективных, с точки зрения публичной открытой компании, приемов ведения финансовой деятельности.

Это, безусловно, сопряжено с потерей мнимой или скрытой доходности, с необходимостью открытия фактов хозяйственной деятельности, обеспечения прозрачности по результатам ежеквартальных отчетов своей работы для сторонних инвесторов. Но в результате данных процедур достигается главное: компания начинает работать над стоимостью своего бизнеса, она способна привлечь максимальный объем финансирования для реализации самых амбициозных стратегий развития.

Если мы рассматриваем закрытые, то есть непубличные компании, то увидим, что зачастую большой объем внимания менеджеров или управленческих акцентов сконцентрирован именно на регулировании, управлении так называемыми серыми, или находящимися в зоне риска легитимности или законности, операциями.

## 4. Заключение

Источник финансов является основным способом и основным требованием развития и поддержки бизнеса любой предпринимательской организации. Одновременно с этим, если компания обладает потенциалом продвижения на рынок собственных товаров или услуг, но имеет ограничения с финансированием, это считается упущением деловой выгоды.

Ключевым фактором, который влияет на эффективность эксплуатации капитала в компании, является профессионализм и опыт ведущих сотрудников компании.

Есть две группы капитала, которые использует любая предпринимательская организация: собственный и заемный. В случае роста и развития рынка, при увеличении платежеспособности спроса наших клиентов, и, соответственно, увеличении объема потребления производимых продуктов или продвигаемых услуг как в натуральных показателях (штуках, тоннах, единицах), так и в ценах, по которым можно благоприятно продавать нашу продукцию, компании необходимо использовать для экстенсивного роста заемные финансовые ресурсы. Заемный капитал дает эффект финансового рычага, когда плата за его эксплуатацию несоизмеримо меньше, чем получаемая чистая прибыль в абсолютном выражении.

Если компания может использовать благоприятные рыночные возможности, то в условиях роста рынка увеличивается имущественный комплекс компании за счет прироста собственного капитала.

## 5. Список литературы и Интернет-ресурсов

1. Брег С. Настольная книга финансового директора. Альпина Бизнес Букс.
2. Новые подходы к отношениям с инвесторами. Альпина Бизнес Букс.
3. Хиггинс Р. Отношения с инвесторами: передовой опыт. Альпина Бизнес Букс.
4. Hujer, R. Grammig, J. Kokot, S. Time varying trade intensities and the Deutsche Telekom IPO // Jb. fur Nationalokonomie u. Statistik. — Stuttgart ; N.Y., 2010. — Bd 220, H. 6.
5. Champion, D. Too soon to IPO? // Harvard business rev. — Boston., — Vol. 79, N 2. — P. 35-46.
6. Vitols, S. Frankfurt's Neuer Market and the IPO explosion: is Germany on the road to Silicon Valley? // Economy a. soc. — Henley on Thames etc., — Vol. 30, N 4. — P. 553-564.
7. Torstila, S. The distribution of fees within the IPO syndicate // Financial management. — Tampa, 2008. — Vol. 30, N 4. — P. 25-43.
8. IPO underpricing in Italy / Cassia L. et al. // Appl. Financial economics. — L., — Vol. 14, N 3. — P. 179-194
9. Unlu, E. Ferris, S.P. Noronha, G. IPO underpricing over time: evidence from the UK // Appl. Economics letters. — L.,. — Vol. 11, N 1.

### 5.1. Список рекомендуемых Интернет-ресурсов

1. [www.rcb.ru](http://www.rcb.ru) (Журнал «Рынок ценных бумаг»)
2. [www.nyse.com](http://www.nyse.com) (Нью-Йоркская биржа)
3. [www.londonstockexchange.com](http://www.londonstockexchange.com) (Лондонская биржа)
4. [www.micex.com](http://www.micex.com) (Биржа ММВБ)
5. [www.rts.ru](http://www.rts.ru) (Биржа РТС)
6. [www.deutsche-boerse.com](http://www.deutsche-boerse.com) (Немецкие биржи)
7. [www.se.omxgroup.com](http://www.se.omxgroup.com) (Стокгольмская биржа)
8. [www.ey.com](http://www.ey.com) (Комментарий Закона Сарбейнса-Оксли)
9. [www.headwork.ru](http://www.headwork.ru) (Требования к IR на LSE)
10. [www.ipohome.com](http://www.ipohome.com) (Новости IPO в США)
11. [www.ipocongress.ru](http://www.ipocongress.ru) (Форум)
12. [www.k2kapital.com](http://www.k2kapital.com) (Консалтинг по фондовому рынку)
13. [www.ipodesktop.com](http://www.ipodesktop.com) (Новости IPO в США)
14. [www.IPOfinancial.com](http://www.IPOfinancial.com) (Финансовые новости)