

С. А. Костев

*Студент,
mixacka@mail.ru*

*Факультет финансовых рынков им. профессора В.С. Геращенко,
Финансовый университет при Правительстве РФ,
Москва, Российская Федерация*

Научный руководитель

Е. И. Куликова

*Кандидат экономических наук, доцент
Департамент финансовых рынков и банков,
Финансовый университет при Правительстве РФ,
Москва, Российская Федерация*

Этапы проведения сделок по выкупу менеджментом пакета акций компании

Аннотация: В статье рассмотрены основные этапы проведения сделки по выкупу предприятия управляющей командой менеджеров, а также основные проблемы возникающие на при их проведении. Рассмотрены способы финансирования подобных сделок. Даны рекомендации по работе с основными рисками аозникающими в процессе оформления сделок.

Ключевые слова: M&A, кредитование покупки бизнеса, выкуп менеджментом организации, сделки LBO/MBO, стоимость компании, слияния и поглощения.

S. A. Kostev

*Student,
mixacka@mail.ru*

*Professor V. S. Gerashchenko Faculty of financial markets,
Financial University under the Government of the Russian Federation,
Moscow, Russian Federation*

Scientific adviswe

E. I. Kulikova

*Ph. D. (Econ.), associate Professor
Department of financial markets and banks,
Financial University under the Government of the Russian Federation,
Moscow, Russian Federation*

Stages of management buy-out

Annotation: *The article describes the main stages of the transaction for the purchase of the enterprise by the current team of managers, as well as the main problems that arise during their implementation. The ways of financing such transactions are considered. Recommendations for dealing with the main risks arising in the process of registration of transactions are given.*

Keywords: *M&A, lending to buy a business, management buy-out, and Finance using borrowed funds.*

Правила игры на рынке меняются от года к году, и в сложившейся конъюнктуре, скорость таких изменений высока как никогда прежде, конкуренция ужесточается, и порой владельцы бизнеса перестают успевать адаптироваться к новым рыночным вызовам, что в свою очередь, наводит их на мысль, а иногда и вынуждает продавать бизнес. Однако продажа, а соответственно, и покупка готового бизнеса является чрезвычайно сложным процессом, с бесчисленным множеством факторов, влияющих на цену приобретения актива.

В мировой практике сделки подобного толка получили название M&A (Mergers and Acquisitions). Слияния и поглощения (M&A) – это общий термин, используемый для описания консолидации компаний или активов посредством различных типов финансовых операций, включая слияния, поглощения, консолидации, тендерные предложения и покупку активов. Так как создание нового бизнеса крайне трудоемкий и не в меньшей степени рискованный процесс, сделки M&A становятся все популярнее. И Россия не исключение из данного правила. Так по данным консалтинговой компании CMS Legal [7], Российский рынок M&A в 2019 году практически не изменился: в общей сложности зарегистрировано 602 сделки, что на 0,5% ниже уровня 2018 года. Поскольку многие заключенные сделки имели более высокую стоимость, общая сумма сделок увеличилась с 27,08 млрд. евро до 35,82 млрд. евро, что на 32,2% больше, чем в предыдущем году. Наблюдается тенденция к слияниям и поглощениям в горнодобывающем секторе (включая нефтегазовый сектор), а также в сфере телекоммуникации и ИТ. Начиная с 2015 года количество сделок снизилось на 81, но сумма сделок за тот же период увеличилась на 17 млн. евро. В России очень активный внутренний рынок, и большинство из 20 наиболее крупных сделок – это инвестиции местных финансовых групп и корпораций.

Как указывалось ранее, термин М&А включает в себя все сделки по слиянию и поглощению, в данной же статье внимание будет сосредоточено на сделках по выкупу компаний.

Под выкупом понимается инвестиционная сделка, в которой одна сторона приобретает контроль над компанией либо путем прямой покупки, либо путем получения контрольного пакета акций (не менее 51% голосующих акций компании). Обычно выкуп также включает в себя покупку непогашенной задолженности компании. Стоит заметить, что, как правило, у покупающей стороны недостаточно денежных средств для самостоятельной покупки, в этом случае необходимо использовать заемные денежные средства. Сделки по выкупу с использованием заемных средств в мировой практике получили название Leveraged Buyout (LBO). Наиболее распространено соотношение 90% заемных средств к 10% собственного капитала.

LBO проводятся по трем основным причинам. Во-первых, сделать публичную компанию частной; во-вторых – выделить подразделение существующего бизнеса, продав его; и третье – передача частной собственности, как в случае смены владельца малого или среднего бизнеса. Однако обычно требуется, чтобы приобретаемая компания или субъект в каждом сценарии были прибыльными и развивались. Однако, решение о продаже прибыльной компании не является легким или очевидным для владельца бизнеса. Во многих случаях есть несколько причин, по которым бизнес решают продать:

1) выход на пенсию руководителя компании является самой распространенной причиной продажи компаний. Зачастую, наследники или члены семьи не хотят заниматься или не имеют навыков, необходимых для ведения бизнеса;

2) конфликт между существующими владельцами;

3) проблемы со здоровьем или выгорание;

4) неудовлетворенность существующей прибыльностью бизнеса;

5) другое.

Но помимо внешних инвесторов и текущих владельцев бизнеса существуют и третья заинтересованная в этом бизнесе сторона: это – топ-менеджмент организации. Топ-менеджмент, как минимум, не хочет потерять место работы (что произойдет практически наверняка при смене владельца), а, как максимум, хочет владеть управляемым бизне-

сом, более того менеджмент также может найти необходимое финансирование или использовать собственные средства для выкупа компании, которой они управляют. Порой такой риск может быть щедро вознагражден, так, например, Майкл Делл стал богаче на 12 млрд. долларов благодаря выкупу им компании Dell Technologies при содействии фонда Silver Lake Partners в 2013 году [9].

Итак, в простейшей форме сделки по выкупу компании менеджментом (management buyout – MBO) – это транзакция, в которой управленческая команда использует собственные и/или заемные ресурсы для приобретения всего или части бизнеса, которым они управляют. MBO могут встречаться в любой отрасли с любым размером бизнеса. Их можно использовать для монетизации доли владельца в бизнесе или для отделения конкретного отдела от основного бизнеса. В некоторых случаях MBO переводит компанию из публичной формы в частную.

По своей сути MBO является частным случаем LBO, поскольку управленческие команды редко располагают финансовыми ресурсами для прямой покупки компании, им необходимо получить заем для финансирования выкупа. Единственным существенным отличием является сохранение текущей управляющей команды, а не приглашение новой.

Как уже отмечалось ранее, существуют веские причины для обеих сторон (продавца и покупателя) для выполнения сделки MBO. Для владельца, который хочет уйти в отставку и обналичить деньги, MBO предоставит уверенность в том, что он передает компанию группе людей, которую они знают и доверяют. Это может быть особенно важно для семейного бизнеса или для компании, в которой работает большое количество людей в небольшом городе. Помимо этого, заключение сделки с руководством компании снижает риск утечки конфиденциальной информации, раскрываемой в процессе продажи. Кроме того, процесс закрытия будет более быстрым, поскольку покупатель, хорошо знаком с активом. MBO также могут быть заманчивыми и для корпорации, поскольку они могут использовать MBO для ухода из поля зрения общественности (как в случае Dell) или для продажи подразделения, которое не является основным видом деятельности и/или больше не представляет интерес для своих акционеров.

Менеджмент, в свою очередь, хочет получать больше прямых финансовых вознаграждений за свой вклад в повышение стоимости компании. Управленческая команда, проводящая MBO, уверена, что смо-

жет использовать свой опыт и знания для развития бизнеса и улучшения его бизнес-процессов. Поэтому они хотят инвестировать в себя, вкладывая капитал в компанию, которой они управляют. Для уверенных управленческих команд МВО часто является самым простым, быстрым и наименее рискованным способом получения значимой доли участия в бизнесе. В МВО покупатели знают актив изнутри, что снижает риск инвестиций.

Кредиторы, помогающие финансировать эти транзакции, клиенты, поставщики и сотрудники — также могут быть заинтересованы в МВО, поскольку существующая управленческая команда остается на месте, указанные группы могут не переживать, что деятельность и обслуживание компании ухудшится.

Выполнение МВО является многошаговым процессом. Во-первых, управленческая команда должна накопить доверие существующего владельца. На это требуется время. Помимо семьи, компания, вероятно, является наиболее ценным активом владельцев — они оставят ее только управленческой команде, которую они считают компетентной и заслуживающей доверия. Затем команда менеджеров определит возможность покупки компании, в которой они работают, и разработает план покупки актива. «Идентификация» возможности может быть катализирована рядом событий:

- нынешние владельцы бизнеса могут выходить на пенсию и не иметь наследника;
- бизнес может быть неэффективным, и команда менеджеров (или даже бывшая команда менеджеров) может иметь другую стратегию, отличную от текущей;
- команда менеджеров может просто решить, что они хотят быть владельцами бизнеса.

Независимо от того, что станет катализатором, управленческая команда должна четко понимать, чем они будут платить за актив, и как будут управлять им после покупки. Этот этап планирования включает в себя ряд задач, в том числе построение финансовой модели, определение условий оценки, разработку стратегии управления бизнесом и определение индивидуальных обязанностей членов команды в рамках этой стратегии. С точки зрения оценки, менеджмент должен быть готов к расхождению в большую сторону справедливой цены, и цены которой считают справедливой текущие владельцы бизнеса.

Закончив подготовительную работу, команда менеджеров обращается к владельцам с предложением купить компанию. Этот шаг — больше искусство, чем наука, и его можно выполнить по-разному в зависимости от отношений между менеджерами и владельцами. В некоторых случаях у управленческой команды может быть неформальная беседа с владельцами, в которой они выражают свою заинтересованность и высказывают соображения об их условиях оценки. В других случаях управляющая команда может отправить владельцам официальное письмо, в том числе конкретные условия сделки. Независимо от используемого метода, цель управленческой команды (потенциального покупателя) на данном этапе — адекватно выразить свою заинтересованность в сделке.

Иногда этот шаг происходит в обратном порядке. Владельцы могут самостоятельно предложить условия выкупа, а группа должна будет решить, смогут ли они заплатить эту сумму, и в конечном итоге получить приемлемый возврат своих инвестиций.

Следующий шаг для команды менеджеров — собрать деньги на покупку бизнеса. У управленческой команды обычно не хватает денег, чтобы полностью финансировать покупку. Следовательно, она будет искать финансовых партнеров, в число которых могут входить частные фонды, банки, мезонинные кредиторы. Этот этап процесса требует, чтобы команда менеджеров продала как актив, так и себя (и свое видение перспектив покупаемого бизнеса) потенциальным партнерам по финансированию во время презентаций и личных встреч с инвесторами и кредиторами.

Последний шаг перед закрытием сделки — это дью-дилидженс. Цель проведения процедуры дью-дилидженса — это получение подтверждения предположения, что решение инвестора экономически оправдано. [6]

Можно выделить следующие задачи финансового дью-дилидженса [2]:

1. Определение и оценка потенциальных рисков, возникающих у покупателя при принятии им инвестиционного решения.

2. Оценка суммы потенциальных прибылей/убытков и распознавание драйверов сделки.

3. Подтверждение или опровержение гипотезы покупателя касательно финансового положения компании-цели.

4. Определение событий, которые могут каким-то образом повлиять на сделку по купле-продаже.

5. Оценка сильных и слабых сторон компании-цели и ее систем учета.
6. Оптимизация структуры сделки.
7. Распознавание областей, на которые следует обратить особое внимание после завершения сделки.

Часто покупатели передают задачи такой экспертизы различным экспертам. Действия, предпринятые на данном этапе, могут включать анализ качества доходов, анализ размера рынка и анализ правовых, нормативных вопросов и обязательств. Учитывая специфику сделки МВО процесс должен быть максимально сокращен (по сравнению со сделкой, в которой актив приобретается внешней стороной), учитывая глубокие знания покупателя об активе. Тем не менее, для команды менеджеров и их партнеров важно проводить тщательную проверку.

Стоит заметить, что успешность процесса МВО в большей части обусловлена качеством планирования: планирования стратегии для бизнеса, планирования обязанностей по функциональным областям и планирования целей и временных рамок для сделки и инвестиций. До того, как сделка будет закрыта, управленческая команда полностью завершить этап планирования и начать вести бизнес так, как они это будут делать после фактической покупки компании. Это означает, что все критически важные функции объекта МВО должны контролироваться покупателями, включая продажи, исследования и разработки, обслуживание клиентов и управленческий и бухгалтерский учет. Это, во-первых, снижает риск возникновения «скелетов в шкафу» и во-вторых, демонстрирует инвесторам, что команда менеджеров может успешно управлять бизнесом, искать новые источники финансирования, включая более дешевые варианты заимствования.

В большинстве случаев группе менеджеров потребуются финансовая помощь при покупке компании, и борьба за поиск спонсоров будет очень серьезная. МВО, как правило, требуют огромных капиталовложений, которые вряд ли будут собраны полностью командой МВО. Финансирование часто предоставляется из нескольких источников. Вот самые популярные варианты финансирования:

Команда МВО. Как уже было замечено ранее, маловероятно, что менеджерам удастся собрать все необходимую сумму только своими силами, однако это не означает что они не должны внести своего вклада в долю капитала. Это не только помогает уменьшить сумму долга, но и создает доверие и впечатление у сторонних инвесторов, что новое

руководство серьезно относится к своему инвестиционному проекту. Это почти всегда является обязательным условием при привлечении финансирования от Private Equity фондов. Однако на практике встречаются случаи, когда сделка финансируется без наличия собственного капитала менеджеров.

Так, например, в процессе выкупа менеджерами Atchafalaya Measurement, Inc., фонд прямых инвестиций предоставил 100% капитала для сделки и предложил руководству возможность получить 20% акций с возможностью заработать значительно больше по мере роста бизнеса. В результате, после закрытия структура капитала AMI состояла из долга и капитала (собственников); частной акционерной компании принадлежало 80% компании, а группе управления принадлежали оставшиеся 20% компании [11].

Банковские кредиты. Банковские кредиты зависят от того, насколько успешным будет бизнес после завершения транзакции. Банки будут неохотно вкладывать средства, если сумма слишком велика, а бизнес слишком рискован. Тем не менее они все еще остаются прямым и относительно простым способом финансирования МВО. В данном случае, организация будет обязана выполнять строгие условия (ковенанты) в процессе погашения долга. Однако данный факт можно рассматривать так же и как положительный момент, т.к. данные жёсткие условия будут стимулировать проведения менеджментом более качественного аудита и контроля за деятельностью предприятия, с применением принципов разумной осмотрительности.

Private Equity Houses. Это еще один популярный вариант наряду с банками. Тем не менее, венчурный капитал и частные займы являются условными и обычно требуют участия в капитале. Это может быть не выгодно для команды МВО, так как это дает PE Houses право голоса при принятии решений. При выборе подходящего партнера важно соблюдать осторожность, чтобы избежать его чрезмерного вмешательства в операционную деятельность компании. Двумя основными источниками дохода для PE Houses являются процентные ставки по предоставленной сумме и рост стоимости их пакета акций, на основании этого, PE будет планировать свой выход из проекта.

Отложенные обязательства перед текущим владельцем бизнеса. В большинстве случаев текущие владельцы не ожидают получения платежа единовременно и обычно рассматривает возможность отсрочки ча-

сти суммы. Такая ситуация наблюдается в тех случаях, когда результаты деятельности компании не позволяют ей использовать другие варианты финансирования (например, банковские и частные займы). Данный вид финансирования является умеренно рискованным, и его возможность всецело зависит от эффективности нового руководства.

Прибыль. Это особый вид отложенного обязательства. Текущий владелец может считать, что организация стоит намного больше, чем его текущая финансовая оценка. В таких случаях могут применяться условия, обязывающие передачу части доходов предыдущим владельцам, в том случае если бизнес превосходит согласованный уровень производительности (доходности). Это защищает финансовые интересы текущих владельцев бизнеса и позволяет команде МВО несколько уменьшить текущую выкупную сумму.

На первый взгляд МВО может стать отличной инвестицией. Команда, казалось бы, способных менеджеров покупает бизнес, который они хорошо знают и реализует свою хорошо продуманную стратегию, тем самым увеличивая прибыль и ценность компании. В результате группа управления и их финансовые партнеры пожинают плоды владения этим более ценным активом. Однако, МВО может пойти совсем не по плану. Список причин, по которым это может произойти включает в себя:

1. Отсутствие явного лидера. Руководящей группе (покупателю) необходимо определить генерального директора, человеческий фактор (тщеславие, жадность и т.д.) может заметно усложнить процесс определения того, кто должен занять эту должность, но это абсолютно необходимо сделать до того, как группа инвесторов приобретет актив.

2. Разные ожидания партнеров – команда менеджеров и их партнеры (другие инвесторы) могут иметь разные взгляды в отношении временного горизонта инвестиций или стратегии бизнеса. Несовпадение продолжительности является распространенной проблемой, когда группа управления вступает в партнерские отношения с группой прямых инвестиций – группа управления может принимать решения с учетом 20-летнего горизонта инвестирования, в то время как группа прямых инвестиций имеет пятилетний горизонт.

3. Финансирование сделки со слишком большим долгом – этот риск характерен любому выкупу, а не только при финансировании со стороны руководства. Тяжесть долгового бремени может свести на нет

все усилия менеджмента по увеличению маржинальности, или в крайнем случае привести к банкротству.

4. Отсутствие опыта владения. Выкупная сделка, зачастую является первым опытом управляющей команды в отношении владения активом. На практике же существует большая разница между владением и управлением.

5. Управленческая команда, которая хочет купить компанию, может быть заинтересована в том, чтобы ослабить краткосрочные результаты компании (до заключения сделки), чтобы снизить цену покупки, что может повлечь за собой невозможность в дальнейшем восстановить утраченное, например, восстановить занимаемую на рынке долю.

Многих из этих ловушек можно избежать с помощью хорошо продуманного процесса выкупа менеджмента. Одним из лучших способов является привлечение консультанта со стороны. Хороший консультант расскажет руководству, что им следует ожидать на каждом этапе, проведет анализ и даст оценку бизнесу, облегчит переговоры внутри команды управления, а также между командой управления, продавцом и финансовыми партнерами.

На основании всего вышесказанного, а также рекомендаций данных Deloitte [8] можно составить чек-лист советов при проведении сделок МВО:

1. Прозрачность – все стороны сделки должны четко понимать условия и иметь одинаковые ожидания в отношении ключевых условий сделки и стратегии бизнеса после закрытия сделки.

2. Устойчивость – стоит убедиться, что приобретаемый бизнес может комфортно обслуживать долг, который на него возлагается. Стоит провести анализ чувствительности и удостовериться что даже при наихудшем сценарии бизнес сможет по-прежнему обслуживать свои долги.

3. Совмещение навыков – группа менеджеров, которая покупает компанию, должна иметь оптимальное сочетание навыков, так, например, три финансовых директора, вероятно будут менее эффективны, чем три директора различных направлений (финансы, маркетинг, операционная деятельность, IT и т.д.).

4. Разделить получаемую прибыль – группа управления должна рассмотреть вопрос о разделении капитала с сотрудниками компании.

Это может быть сделано путем прямой эмиссии акций или сочетания опций на основе результатов. Общая структура стимулов будет мощным драйвером успешных результатов для бизнеса.

5. Сильный бизнес. Бизнес должен быть изначально коммерчески успешным и генерировать свободный денежный поток для его владельцев.

6. Частный капитал, готовый войти в сделку и требующий разумную доходность по своим инвестициям.

В России, однако сделки LBO, и как следствие MBO не получили широкого распространения. Как указывалось выше, подобные сделки требуют достаточно больших объёмов заемных средств, причем на долгий (реже средний) срок. Однако в России наблюдается явная диспропорция в кредитовании, крупные банки, обладающими средствами в необходимых объёмах, предпочитают выдавать потребительские краткосрочные кредиты, ставки по которым в среднем превышают среднюю рентабельность бизнеса в России, нежели предоставление длинных денег бизнесу. Причиной тому является существующая система вкладов до востребования, а также высокие риски, сопутствующие кредитованию таких сделок. Риски обязывают банки увеличивать резервы на покрытие данных кредитов, что автоматически понижает доходность от предоставления займа и как следствие увеличивает процентную ставку.

Выходом из сложившейся ситуации мог бы стать выход на рынок ценных бумаг, и более того Московская биржа, сравнительно недавно упростила возможность привлечения долгового финансирования, предоставив возможность выпуска коммерческих облигаций, однако объем ликвидности на Российском фондовом рынке не позволяет привлечь необходимое финансирование и там. Тем не менее, автор считает, что у сделок MBO есть будущее в России, стоит заметить, что Центральный банк в очередной раз снизил ключевую ставку (07.02.2020 года) до 6%, что неизменно повлечет за собой снижение ставок по депозитам, и, вероятно, вынудит население искать возможности увеличения доходности своих сбережений. Учитывая данное обстоятельство можно предположить, развитие в России Private equity фондов, одним из основных видов деятельности которых и являются финансирование сделок LBO, и как следствие MBO.

Список литературы

1. Гвардии С.В., Чекун И.Н. Финансирование слияний и поглощений в России. — М.: БИНОМ. Лаборатория знаний, 2006.
2. Гузов Ю.Н., Савенкова Н.Д. Дью-Дилидженс: аудиторский алгоритм применения согласованных процедур при слияниях и поглощениях АПК // Технологии XXI века в легкой промышленности. 2012. № 6. Исследовано в России [Электронный ресурс]: много-предмет. науч. журн. / Моск. гос. ун-т технологий и управления имени К.Г. Разумовского. — Режим доступа: http://www.mgut.ru/jurnal/tehnologii_21_veka/.
3. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов. — М.: Альпина Пабlisher, 2020.
4. Куликова Е.И. О государственном регулировании российского рынка ценных бумаг // Финансы. 2011. № 7. С. 72–75.
5. Куликова Е.И. Перспективы активизации выхода российских компаний на рынок IPO. Путеводитель предпринимателя. 38. 2018. С. 96–104.
6. Розенбаум Дж., Перл Дж. Инвестиционный банкинг. Оценка, выкуп с заёмными средствами, слияния и поглощения. (2nd University Edition). — John Wiley and Sons, Ltd., 2013.
7. Романовский М.В. Применение процедуры Дью-Дилидженс в современной России. Финансовые исследования №4 [Электронный ресурс]: <https://cyberleninka.ru/article/n/primenenie-protsedury-dyu-dilidzhens-v-sovremennoy-rossii/viewer>.
8. CMS Legal. Российский рынок слияний и поглощений в 2019 году [Электронный ресурс] URL: <https://cms.law/en/int/publication/emerging-europe-m-a-report-2019-2020/russia>.
9. Deloitte. Анатомия сделок по выкупу предприятия менеджерами [Электронный ресурс] URL: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ca/Documents/deloitte-private/ca-en-14-2672t-anatomy-of-a-management-buy-out-aoda.PDF>.
10. Fortune. Майкл Дел заработал 12 миллиардов долларов после выхода из публичного поля зрения [Электронный ресурс] URL: <https://fortune.com/2019/01/11/michael-dell-net-worth/>.
11. The Irish Times. Плюсы и минусы выкупа предприятия менеджерами — 2019. [Электронный ресурс] URL: <https://www.irishtimes.com/special-reports/mergers-acquisitions/the-pros-and-cons-of-management-buy-outs-1.3795169>.
12. KLN Capital. Изучение выкупа компании менеджментом. [Электронный ресурс] URL: <http://www.klncapital.com/case-study-management-buyout/>.

References

1. Gvardii S.V., Chekun I.N. Finansirovanie sliyanii i pogloshchenii v Rossii. — М.: BINOM. Laboratoriya znaniy, 2006.
2. Guzov Yu.N., Savenkova N.D. D'yu-Dilidzhens: auditorskii algoritm primeneniya soglasovannykh protsedur pri sliyaniyakh i pogloshcheniyakh APK // Tekhnologii XXI veka v legkoj promyshlennosti. 2012. № 6. Issledovano v Rossii [Elektronnyy

- resurs]; mnogo-predmet. nauch. zhurn. / Mosk. gos. un-t tekhnologii i upravleniya imeni K.G. Razumovskogo. – Rezhim dostupa: http://www.mgmtm.ru/jurnal/tehnologii_21_veka/.
3. Damodaran A. Investitsionnaya otsenka. Instrumenty i metody otsenki lyubykh aktivov. – M.: Al'pina Publisher, 2020.
 4. Kulikova E.I. O gosudarstvennom regulirovanii rossiiskogo rynka tsennykh bumag // *Finansy*. 2011. № 7. S. 72–75.
 5. Kulikova E.I. Perspektivy aktivizatsii vykhoda rossiiskikh kompanii na rynek IPO. *Putevozhitel' predprinimatel'ya*. 38. 2018. S. 96–104.
 6. Rozenbaum Dzh., Perl Dzh. Investitsionnyi banking. Otsenka, vykup s zaemnymi sredstvami, sliyaniya i pogloshcheniya. (2nd University Edition). – John Wiley and Sons, Ltd., 2013.
 7. Romanovskii M.V. Primenenie protsedury D'yu-Dilidzhens v sovremennoi Rossii. *Finansovye issledovaniya №4* [Elektronnyi resurs]: <https://cyberleninka.ru/article/n/primenenie-protsedury-dyu-dilidzhens-v-sovremennoy-rossii/viewer>.
 8. CMS Legal. Rossiiskii rynek sliyaniy i pogloshcheniy v 2019 godu [Elektronnyi resurs] URL: <https://cms.law/en/int/publication/emerging-europe-m-a-report-2019-2020/russia>.
 9. Deloitte. Anatomiya sdelok po vykupu predpriyatiya menedzherami [Elektronnyi resurs] URL: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ca/Documents/deloitte-private/ca-en-14-2672t-anatomy-of-a-management-buy-out-aoda.PDF>.
 10. Fortune. Maikl Del zarabotal 12 milliardov dollarov posle vykhoda iz publichnogo polya zreniya [Elektronnyi resurs] URL: <https://fortune.com/2019/01/11/michael-dell-net-worth/>.
 11. The Irish Times. Plyusy i minusy vykupa predpriyatiya menedzherami – 2019. [Elektronnyi resurs] URL: <https://www.irishtimes.com/special-reports/mergers-acquisitions/the-pros-and-cons-of-management-buy-outs-1.3795169>.
 12. KLH Capital. Izuchenie vykupa kompanii menedzhmentom. [Elektronnyi resurs] URL: <http://www.klhcapital.com/case-study-management-buyout/>.