

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение
высшего образования «**Московский государственный университет имени
М. В. Ломоносова**»

Юридический факультет

Кафедра истории государства и права

Курсовая работа по теме:

«Ретроспективный взгляд на сделки слияния и поглощения:
исторические этапы становления и эволюция»

Выполнила: студентка

Прошина Яна Константиновна

Научный руководитель: д. ю. н., профессор

Томсинов Владимир Алексеевич

Дата представления курсовой работы в учебный отдел:

«__» _____ 201__ г

Дата сдачи научному руководителю: «__» _____ 201__ г.

Дата защиты курсовой работы: «__» _____ 201__ г.

Оценка: _____

Москва, 2019

Оглавление

Введение	3
1. Первая волна сделок М&А	6
1.1. Предпосылки возникновения института М&А.....	6
1.2. Основные характеристики Первой волны М&А	7
1.3. Правовое регулирование	8
1.4. Выводы по главе.....	9
2. Вторая волна сделок слияния и поглощения	10
2.1. Эволюция концепции М&А.....	10
2.2. Основные характеристики сделок Второй волны.....	10
2.3. Правовое регулирование	12
2.4. Выводы по главе.....	13
3. Третья волна сделок М&А	14
3.1. Движущие силы Третьей волны М&А.....	14
3.2. Основные характеристики Третьей волны.....	14
3.3. Правовое регулирование	15
3.4. Выводы по главе.....	17
4. Четвертая волна М&А	19
4.1. Изменение концепции М&А	19
4.2. Основные характеристики Четвертой волны М&А	20
4.3. Правовое регулирование	21
4.4. Выводы по главе.....	22
5. Пятая волна М&А.....	23
5.1. Движущие силы М&А на рубеже веков	23

5.2. Основные характеристики М&А Пятой волны	23
5.3. Правовое регулирование	24
5.4. Сделки слияния и поглощения в мире	25
5.5. Выводы по главе.....	28
Заключение	30
Список использованной литературы.....	32

Введение

Сделки слияния и поглощения (далее – сделки M&A) – это категория сделок, связанных с объединением двух или более компаний в одну, сопровождающихся передачей управления от одной компании к другой. Стоит оговориться, что легального определения сделок такого рода в российском законодательстве не существует. Так, под M&A может пониматься дополнительная процедура в ходе установления корпоративного контроля¹. Между тем, это словосочетание на практике приобрело устойчивый характер и употребляется в таком виде российским законодателем и правоприменителем².

Традиционно сделки типа M&A связаны со значительными капиталовложениями – крупнейшая в XXI веке мегасделка слияния America Online Inc. и Time Warner, произошедшая в 2000 году, оценивается в \$164,747 млрд. Масштаб таких сделок не может не оказывать влияния на глобальную экономику.

Возникшие в 90-е годы восемнадцатого столетия, сделки M&A характеризуются волнообразной динамикой – периодическим чередованием повышенной активности в течение ряда лет с периодами затухания и, наконец, спада. К критериям отнесения сделок к той или иной волне, помимо временного фактора, можно отнести схожесть видимых мотивов сделки, географическое распространение, идентичность стратегий. История M&A вплоть до настоящего времени насчитывает семь типичных всплесков – волн – сделок; в настоящей работе приведён анализ пяти из них: начиная Великой волной слияний 1890-х – 1900-х годов и заканчивая началом XXI века, ознаменовавшим спад Пятой волны слияний и поглощений.

Являясь неотъемлемой частью современной юридической и экономической практики, тема M&A тем не менее остаётся не вполне осмысленной как теоретически, так и с позиций правового регулирования. В

¹ "Корпоративное право: Учебник" (2-е издание, переработанное и дополненное) (отв. ред. И.С. Шиткина) ("КНОРУС", 2015) {КонсультантПлюс}

<https://student1.consultant.ru/cgi/online.cgi?req=doc&base=CMB&n=17809&dst=102639&date=10.10.2019>

² "Методические рекомендации по разработке и принятию организациями мер по предупреждению и противодействию коррупции" {КонсультантПлюс}

<http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=154292&dst=1000000001&date=10.10.2019>

литературе не решён и вопрос теоретического обоснования волнообразной активности M&A. Существующее множество теорий можно условно разделить на две группы.

Во-первых, это так называемые «теории шока». Подъем активности M&A ими связывается со стремительными изменениями бизнес-среды, которые могут играть роль раздражающего фактора. Эта теория пытается объяснить положительную корреляцию между периодами подъема экономики и повышением M&A-активности. Исследование, проведенное В. Максимовичем и Дж. Филлипсом с использованием данных о состоянии экономики США в период с 1974 по 1992 годы, показывает, что с возрастанием спроса более экономически успешные компании склонны выкупать менее эффективных представителей индустрии, что иллюстрирует взаимосвязь повышения спроса и всплеска сделок слияния и поглощения³.

Помимо собственно экономических факторов происхождение M&A может быть объяснено рядом бихевиористских теорий, наиболее распространенной из которых является агентская теория. Она базируется на признании конфликта интересов агента, который воплощён топ-менеджментом компании, и принципалом, то есть держателями акций компании. Поскольку главным стимулом менеджеров является вознаграждение, ожидаемое, как правило, в ближайшей перспективе, увеличение денежных потоков меняет их поведение – как отмечают Марина Мартынова и Люк Реннебург, это приводит к тому, что они принимают непоследовательные решения об инвестициях, что в долгосрочной перспективе приводит компанию к неизбежности слияния или поглощения⁴.

Исторический опыт правового регулирования M&A демонстрирует множество трудностей. Первым направлением с точки зрения как хронологии, так и интенсивности, является защита свободной конкуренции от сделок, направленных на монополизацию или олигополизацию рынка. Наиболее ранние антитрестовские акты концентрируются на пресечении

³ Maksimovic, V. and Phillips G. (2001). The Market For Corporate Assets: Who Engages In Mergers And Asset Sales And Are There Efficiency Gains? *Journal of Finance*, 56: pp. 2020-2021

⁴ Martynova, M. and Renneboog, L. (2008). A Century Of Corporate Takeovers: What Have We Learned And Where Do We Stand? *Journal of Banking & Finance*, 31: pp. 2150-2152

недобросовестного поведения тех представителей индустрии, что превращают M&A в инструмент наращивания собственной мощи противозаконным путём. При этом усложнение структуры рынка затрудняет однозначное определение противозаконного поведения, делая грань между успешной стратегией управления и недобросовестной конкуренцией призрачной. С другой стороны, законодательное регулирование M&A призвано защищать и частные интересы, в особенности слабой стороны.

Таким образом, наличие ряда спорных аспектов темы подтверждает ее исследовательскую актуальность. Понимание истории M&A как юридического и экономического явления способно заполнить пробелы в понимании его сущности, что является необходимым условием дальнейшего развития дискуссии в научных и деловых кругах.

Данная работа фокусируется на следующих исследовательских задачах. Во-первых, изучение природы, движущих сил и предпосылок возникновения каждой из волн. Во-вторых, исследование основных черт, присущих им. Наконец, анализ правового регулирования сделок M&A на различных исторических этапах их развития.

1. Первая волна сделок M&A

1.1. Предпосылки возникновения института M&A

Первая волна сделок слияния и поглощения приходится на период с середины 1890-х годов по 1904 год в промышленной среде Соединенных Штатов Америки и зарождается как закономерная реакция предпринимателей на вызовы экономики. Можно выделить несколько предпосылок в Америке так называемой «Великой волны слияний».

Во-первых, это охвативший Америку процесс индустриализации, рост промышленного производства и, как следствие, наступление экономического подъема и повышение общего благосостояния населения, чей доход в расчете на человека к 1900-му году возрос на 75% по сравнению с 1865 годом⁵.

Во-вторых, приток иммигрантов, который обеспечил экономику дешевой рабочей силой. Открытая миграционная политика привела к появлению на территории США миллионов приезжих европейцев, преимущественно выходцев из России, Германии и Италии, стремившихся как можно скорее интегрироваться во все процессы общественной жизни⁶.

Наконец, немаловажным фактором был быстрый темп научно-технического прогресса, попытки внедрения передовых технологий того времени в производство. Технологические преобразования затронули передовые отрасли национальной экономики США, в частности, добычу полезных ископаемых, телеграфную связь и железные дороги.

Дж. Маркгэм пишет, что именно эти предпосылки, позволившие местным и региональным рынкам составить конкуренцию крупным фирмам, и подтолкнули индустриальных гигантов наладить массовое производство, а затем и вовсе объединиться в рамках одной отрасли⁷.

1.2. Основные характеристики Первой волны M&A

⁵ U.S. Bureau of the Census, Historical Statistics of the United States (1976) series D726 and D736

⁶ U.S. Bureau of the Census, Historical Statistics of the United States (1976) series C89-C119

⁷ Markham, J. W. (1973). Conglomerate Enterprise and Public Policy. Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University

Основным инструментом M&A первой волны являлись горизонтальные поглощения. Компании одной отрасли, изначально находившиеся в прямой или косвенной конкуренции, в целях минимизации транспортных и иных издержек, поддержания высокого уровня цен на рынке, формируют объединения в форме трестов и в дальнейшем совместными усилиями ведут борьбу за монопольное положение на рынке. Такой путь повышения эффективности бизнеса был особенно актуален для крупных промышленных компаний Соединенных Штатов на рубеже 19-20 веков, когда технически решить проблему стоимости перевозок не представлялось возможным.

Первые сделки слияния и поглощения можно характеризовать как дружественные с относительно простой юридической структурой – они проходили напрямую, без создания подставных компаний и марионеточных фирм. Это было связано в первую очередь с отсутствием должного правового регулирования. Совершенствование финансовых инструментов, качественное улучшение работы Нью-Йоркской биржи и общее оживление рынка привело к распространению сделок типа M&A и увеличению доли компаний, так или иначе прошедших через слияние, до 20% от ВВП в годы пика Великой волны слияний.

1.3. Правовое регулирование

Безусловно, такая ситуация на рынке не могла не вызвать противодействия государственных органов. Запрет на создание монополий восходит к common law, поскольку эти действия направлены на ограничения свободной конкурентной торговли⁸. Первая попытка законодательного ограничения монопольных объединений относится к 1890 году, когда был принят Акт Шермана. Однако на протяжении десятилетия он фактически не применялся. Существует мнение, что истинные причины неэффективности

⁸ Standard Oil Co. of New Jersey v. United States, 221 U.S. 1 (1911)

закона заключались в том, что он изначально имел протекционистскую природу и никогда в действительности не предназначался для защиты конкуренции⁹. Однако с приходом к власти президента Рузвельта государство бесспорно предприняло последовательные попытки борьбы с картелями и трестами, используя Акт Шермана и принятый в 1914 году антитрестовский Акт Клейтона.

Стоит отметить, что первое антимонопольное регулирование не имело своей целью ликвидацию трестов как таковых и различало понятия недобросовестного монополиста и так называемой «innocent monopoly». Один из авторов Акта, сенатор Джордж Ф. Хор отмечал, что «тот, кто в силу исключительных навыков занимает доминирующее положение на рынке, поскольку как никто не в состоянии вести дела так, как удастся ему, не является монополистом».

Любые корпорации, чьи действия выдавали намерение недобросовестным путем ограничить свободу торговли, могли быть подвергнуты штрафу, а их руководители – уголовному преследованию в соответствии с Актом Шермана¹⁰.

1.4. Выводы по главе

На этапе зарождения сделки слияния и поглощения представляли собой прежде всего инструмент установления монополий в сфере тяжелой промышленности. С одной стороны, этому благоприятствовал экономический подъем, обеспечивавший постоянный спрос на продукты промышленности, что стимулировало производителей продолжать жесткую конкурентную борьбу.

С другой стороны, монополизации способствовал недостаток государственного контроля в данной сфере. Правовое регулирование явно отставало от темпов развития экономических отношений. Основным актом в сфере антимонопольного регулирования – Акт Шермана 1890 года – фактически был принят еще до начала Первой волны, однако в первое же десятилетие его

⁹ Гэри Халл и др. Об отмене антимонопольного законодательства в США : [пер.с англ.] /; под ред. Гэри Халла М. : ЭКОМ, 2008 стр. 380-383

¹⁰ United States. Congress; Finch, J.A., (1902). Bills and Debates in Congress Relating to Trusts: Fiftieth Congress to Fifty-seventh Congress, First Session, Inclusive. U.S. Government Printing Office: p. 560

действия сразу в нескольких ведущих отраслях американской промышленности были созданы крупнейшие монополистические структуры.

Таким образом, Первая волна характеризуется отсутствием свободы конкуренции в отдельных сферах экономики и бизнеса за счет распространения горизонтальных слияний и поглощений, фактически не ограниченных правовыми средствами.

2. Вторая волна сделок слияния и поглощения

2.1. Эволюция концепции M&A

С оживлением экономики во второй половине 1910-х годов начинается вторая волна сделок слияния и поглощения, значительно отличающаяся от Великой волны поглощений как в качественных, так и в количественных показателях.

Во-первых, количество успешных слияний и их цена значительно снизились со времен Первой волны – доля соответствующих сделок от совокупной стоимости проведенных на рынке транзакций составила менее 10% ¹¹. Это объясняется совершенствованием и ужесточением антимонопольного регулирования, формированием судебной практики по этой категории дел, а также облегчением входа на рынок, что привело к росту количества компаний-конкурентов и, как следствие, трудности в их поглощении.

Во-вторых, изменяется отраслевая специфика сделок слияния и поглощения. Так, в отличие от M&A Первой волны, когда в слияния вовлекались почти исключительно крупные компании тяжелой промышленности в сфере добычи и переработки нефти, а также железнодорожных перевозок, структурные изменения экономики и возросшее значение сферы услуг привели к распространению сделок слияния и поглощения на новые отрасли. К ним, в частности, относятся пищевая промышленность, типографское дело, электроснабжение.

2.2. Основные характеристики сделок Второй волны

Вторая волна сделок характеризуется дружественными слияниями, проводимыми в рамках двух основных направлений – олигополизации и коллаборации.

¹¹ Sudarsanam, P. S. (2003). Creating Value from Mergers and Acquisitions, the Challenges. Prentic Hall, Financial Times: p. 15

На смену прежним тенденциям приходит модель олигополии, предполагающая одновременное существование нескольких компаний-гегемонов в одной отрасли. Как отмечает Джордж Дж. Стиглер¹², Вторая волна определяется движением к олигополической структуре, когда на отраслевом рынке доминирует не одна компания, а две и более, поскольку борьба за монополистическое господство становится бессмысленной, слишком ресурсозатратной и опасной с точки зрения антимонопольного законодательства при сравнительно небольших выгодах в конечном итоге.

Тенденция к коллаборации компаний проявляется в отходе от прежней модели слияния, когда две или более компании, представленные в одной отрасли и конкурирующие в ней, образуют одну крупную корпорацию с целью усиления собственного положения на рынке, в частности, для контроля цен в отрасли. Вместо этого происходят слияния компаний, занятых обслуживанием разных этапов производства продукта или услуги.

Таким образом, исходная компания образует коллаборационистское объединение с соседствующими с ней в производственном процессе корпорациями, и весь производственный процесс, от начальных этапов (downstream) до конечной реализации (upstream), после серии успешных сделок может оказаться под управлением разных департаментов одной и той же корпорации. Это явление получило название вертикального слияния или вертикальной интеграции.

Главной целью вертикальных слияний было минимизировать издержки, что стало возможным благодаря централизованному управлению стадиями производства, сосредоточенному в руках одной компании. Максимизация прибыли и минимизация издержек, которые стали достигаться все больше путем совершенствования методов управления корпорацией, стали основным стимулом к объединению производственных усилий через дружественные слияния.

¹² Stigler, G. (1950). Monopoly and Oligopoly Power by Merger. American Economic Review, 40: p. 24

Кроме того, Вторую волну М&А отличало активное участие банков в распространении слияний и поглощений в крупном бизнесе, начавшееся с 1927 года. Оживление национальной экономики США привело к появлению большого количества свободных денег, которым кредитно-финансовые учреждения искали применение в инвестициях. Инвестиционные банки с готовностью осуществляли кредитование таких сделок на льготных условиях вплоть до краха американской банковской системы в преддверии Великой Депрессии в 1929 году.

2.3. Правовое регулирование

Со времен Первой волны правовое регулирование слияний и поглощений практически не изменилось. Наряду с Актом Шермана широко применялся Закон Клейтона, принятый в 1914 году. Продолжая курс, заданный Актом Шермана, данный закон запрещает ранее неурегулированные законом практики: например, *exclusive dealings*¹³ и *tying contracts*¹⁴. Закон Клейтона также вводит уведомительный порядок регистрации сделок М&А с участием Федеральной Торговой Комиссии.

Одновременно с ужесточением правил охраны свободы торговли Закон Клейтона устранял те старые положения Акта Шермана, которые могли трактовать профсоюзные, спортивные и иные некоммерческие союзы как направленные на монополизацию рынка объединения.

Несмотря на предпринятые меры, законодательство, регулировавшее М&А, оставалось далеким от совершенства. Запреты по-прежнему распространялись лишь на прямое участие компаний в деятельности друг друга, под чем, как правило, подразумевалось держание долей.

¹³ Под *exclusive dealing* понимается сделка, совершенная с условием, что должник не будет вступать в договорные отношения с конкурентом кредитора

¹⁴ Под *tying contract* понимается сделка, совершенная с условием о покупке должником иного продукта или услуги помимо основного предмета договора

2.4. Выводы по главе

Принятие Акта Клейтона 1914 года, ужесточившего антимонопольное законодательство, а также обнаружившаяся неэффективность модели монополистического господства привели к концептуальным изменениям М&А. Организации, занимающие соседствующее положение в цепочке производственного процесса, объединялись под единым производственным руководством в результате серии вертикальных интеграций, по мере укрупнения приобретая статус гегемонов. Это привело к установлению олигополий в ряде ведущих отраслей экономики США, в частности, в автомобильной промышленности.

Эволюция института сделок слияния и поглощения во многом связана и с изменением стратегий ведения бизнеса. Вместо повышения доходности экстенсивным путем компании поставили целью работу над общей эффективностью предприятия и снижения издержек. Вертикальные слияния стали оптимальным способом достижения этих целей путем кооперации. Стремление к взаимовыгодному взаимодействию и совместному использованию ресурсов предопределило дружественный характер слияний и поглощений.

Создание массивных олигополий стало возможным также благодаря активному участию банковских учреждений в проведении сделок М&А путем предоставления льготного финансирования. Крах этой системы и послужил причиной спада М&А активности в 1929 году.

3. Третья волна сделок М&А

3.1. Движущие силы Третьей волны М&А

С наступлением Великой Депрессии активность компаний в сфере слияний и поглощений надолго упала. Причиной тому послужили затяжной кризис 30-х годов и Вторая Мировая война. Следующий этап развития явления М&А начался в 1950 году – спустя двадцать лет после окончания Второй волны – и достиг своего пика в 1965-1967 годах, сойдя на нет в 1970 году.

Особенности М&А Третьей волны во многом предопределены произошедшим в американском менеджменте теоретическим переворотом. Концепция структурирования бизнеса по типу конгломерата получила широкое распространение как среди теоретиков, так и среди практиков бизнеса, и устойчивый рост рынка только способствовал укрупнению компаний в различных отраслях экономики.

Именно стремление организаций к расширению собственного присутствия в динамично развивающихся отраслях, порой никаким образом не связанных с первоначальной сферой деятельности компаний, и попытки достичь стабильности доходов стали основными движущими силами Третьей волны.

3.2. Основные характеристики Третьей волны

На смену вертикальным и горизонтальным слияниям приходит новый тип – диверсифицированное слияние, при котором компании, вовлечённые в сделку, относятся к разным отраслям и не имеют производственных или функциональных связей, в отличие от слияний вертикального типа. Такие сделки приводили к созданию крупных конгломератов.

Одной из очевидных выгод подобных сделок была возможность повышения доходности бизнеса за счёт расширения перечня предоставляемых компанией услуг и укрупнения капитала. Как показывают эмпирические

исследования, компании-конгломераты, образованные в результате поглощений, показали рост показателя рентабельности собственного капитала с 7,6% в 1958 до 13,3% в 1968 против 12,6% и 12,4% соответственно в контрольной группе компаний, не проходивших через диверсифицированное слияние¹⁵.

Более того, в результате проведения конгломератной M&A-сделки компания могла существенно снизить финансовые риски. За счёт диверсификации источников доходов конгломераты обладали повышенной устойчивостью к переменам на отраслевых рынках, поскольку убытки, понесённые компанией вследствие потрясений – будь то падение спроса или изменение конкурентной ситуации – на одном из них, нивелировались прибылью от других направлений деятельности компании.

Даже в случае комплексных структурных изменений рынка компания могла уберечь себя от банкротства за счёт присутствия в нескольких отраслях. Теоретическое обоснование диверсификации как действенного метода снижения волатильности доходов и первоначальные позитивные эффекты такой стратегии привели к повсеместной популярности модели конгломерата

3.3. Правовое регулирование

Третья волна M&A становится переломным моментом в развитии юридического аспекта M&A. Правовое регулирование активности в сфере сделок слияния и поглощения неуклонно шло по пути ужесточения. Уровень менеджмента крупных фирм неуклонно рос: щедрое вознаграждение послужило хорошей мотивацией к поиску новых путей обхода антимонопольного законодательства (в первую очередь Акта Клейтона, который до 1950 года оставался фактически единственным эффективным инструментом противодействия недобросовестной конкуренции) с

¹⁵ Mansinghka, S. K. and Weston, J. (1971). Tests of the Efficiency Performance of Conglomerate Firms, *The Journal of Finance*, 34: p. 919

минимальными издержками для бизнеса (что на практике практически всегда реализовывалось в ущерб другим представителям отрасли).

Становилось все более очевидным, что феномен M&A имеет значительный пагубный потенциал для национальной экономики. Это требовало все большего внимания со стороны государства.

Начало Третьей волны совпало с очередным витком в ужесточении законодательства: в 1950 году был принят Акт Селлера-Кефопера. Основной целью его принятия была ликвидация обнаруженных в Акте Клейтона лагун.

С 1914 года действовал запрет на покупку компаниями долей своих конкурентов, если подобная сделка влечёт ограничение конкуренции и свободной торговли. Однако довольно скоро стало ясно, что покупка доли является хоть и основным, но не единственным эффективным способом установления фактического господства над юридическим лицом. Распространилась практика, получившая название *asset acquisitions*, то есть приобретения активов, что давало доминирующей фирме возможность влиять на принятие решений более слабым конкурентом.

Акт Селлера-Кефопера устранил этот пробел. Другой важной целью Акта была борьба с распространением конгломератов путём запрета сделок M&A, влекущих ограничение конкуренции, хотя бы даже контрагенты по сделке не были прямыми конкурентами.

Разрушительный потенциал M&A в полной мере проявил себя в начале 1970-х годов с завершением Третьей волны, что потребовало реакции со стороны государственных органов. Помимо нефтяного кризиса, сильный удар по экономике США нанесло поведение самих конгломератов на пике волны – одной из стратегий менеджмента компаний-целей было завышение оценки собственной стоимости, что привело к установлению завышенных цен и дальнейшему саморазрушению системы конгломератных слияний.

Изданный в 1976 году Акт Харта-Скотта-Родино был призван предотвратить новые спекуляции: для сделок слияний и поглощений был установлен разрешительный порядок регистрации. Таким образом, каждая сделка слияния в течение 30 дней проходила проверку в Федеральной торговой

комиссии и Антимонопольном отделе Департамента юстиции на предмет нарушения антитрестовского законодательства, что позволило государству пресекать недобросовестную конкуренцию или переоценку компанией стоимости собственных активов, таким образом предотвращая обесценение акций крупных компаний.

К концу третьей волны правовое регулирование M&A окончательно сформировалось как инструмент охраны, с одной стороны, частных интересов компаний-конкурентов, а с другой – защита публичных интересов. Методы правового регулирования требовали постоянного совершенствования, поскольку сама конструкция сделок слияния и поглощения стремительно усложнялась, крупные фирмы находились в непрерывном поиске новых стратегий и решений, не всегда соответствующих требованиям закона.

3.4. Выводы по главе

Очередной подъем экономики в 1960-е годы вызвал приток дешевого капитала на американские отраслевые рынки, что создало благоприятные условия для проведения крупных сделок слияния и поглощения. Следуя широко поддерживаемой в то время концепции конгломератной структуры бизнеса, фирмы стремились посредством дружественных слияний объединяться с представителями иных сфер, надеясь таким образом повысить доходность организации за счет выхода в новые отрасли и в то же самое время минимизировать потенциальный ущерб от обвала одного из рынков.

Деятельности конгломератов противодействовало государство, последовательно ужесточавшее антимонопольное законодательство. Акт Селлера-Кефопера пресекал распространенную практику покупки активов компании вместо непосредственно долей, что долгое время являлось основной стратегией обхода Акта Клейтона. Принятый уже после завершения Третьей волны Акт Харта-Скотта-Родио, устанавливающий разрешительный характер регистрации сделок вместо прежнего уведомительного, ставил M&A в подконтрольное государству положение.

Однако такие жесткие ограничения можно считать оправданными, поскольку одна из основных причин завершения волны 1960-х годов носила внутренний характер – в долгосрочной перспективе конгломераты оказали влияние не только на свободу конкуренции, но и на общее состояние экономики.

4. Четвертая волна M&A

4.1. Изменение концепции M&A

Четвертая волна M&A началась в 1981 году, вскоре после выхода США из мирового нефтяного кризиса, и продлилась вплоть до 1989 года, завершившись рецессией и серией банкротств. M&A активность этого периода как качественно, так и количественно отличалась от Третьей волны и была в некотором роде реакцией по отношению к ней.

Произошедший в 70-е коллапс, вызванный в том числе возросшей долговой нагрузкой, показал неэффективность фирм-конгломератов, что вынудило компании пересмотреть принципы своей внутренней организации¹⁶. Как показывают эмпирические исследования¹⁷, актуальность диверсификации неуклонно снижалась, покупки фирм по типу конгломератных слияний постепенно сошли на нет. Снижение численности конгломератов было обусловлено также высокими затратами на управление такой крупной фирмой.

При этом конгломераты, образованные в ходе Третьей волны, стимулировали новый всплеск активности, выставляя на продажу целые подразделения, чьи направления деятельности не укладывались в обновленную структуру фирм. Суммарно сделки купли-продажи подразделений бывших конгломератов составили до 40% всей M&A активности этого периода¹⁸.

¹⁶ Shleifer, A and Vishny, R.W. (1991). Takeovers In The 60s And 80s: Evidence And Implications. *Strategic Management Journal*, 12: pp. 54-56

¹⁷ Morck, R., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1990). Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions? *Journal of Finance*, 45

¹⁸ Sudarsanam, P. S. (2003). *Creating Value from Mergers and Acquisitions, the Challenges*. Prentic Hall, Financial Times: p. 16

4.2. Основные характеристики Четвертой волны М&А.

Как уже было отмечено, активность в сфере М&А в 80-е годы во многом была реакцией на крах Третьей волны. Ниже приведены основные характеристики, присущие периоду М&А активности с 1981 по 1989 годы.

Прежде всего, Четвертая волна характеризуется распространением в бизнес-среде недружественных поглощений. Исследователями отмечают, что корни этого явления кроются в самой природе англо-американской модели корпоративного управления, для которой характерно распыление акционерного капитала.¹⁹ На практике это означало, что сделка не получала одобрения высшего руководства компании-мишени. Основным инструментом проведения недружественных слияний стали так называемые мусорные бонды. Главной целью их эмиссии было накопление крупного капитала в кратчайшие сроки, что и позволяло финансировать захват.

Так называемые «бросовые» или «мусорные» бонды – спекулятивные ценные бумаги, сочетающие высокую вероятность дефолта и высокую доходность - зачастую использовались для враждебного поглощения путем проведения финансируемого выкупа. В результате замены собственного капитала заемными средствами, компания-цель в течение нескольких лет переходила к новому собственнику.

Прямым следствием использования долгового финансирования и распространения новых финансовых инструментов низкого качества стало повышение роли финансового сектора, в том числе банковских организаций, в проведении сделок. Успешный рейдерский захват, проведенный в 1974 году инвестиционным банком Morgan Stanley от имени Inco, стал первым случаем обширной практики финансирования банками недружественных захватов.

Характерным для данного периода явлением стали конгенеративные слияния, то есть слияния фирм, осуществляющих деятельность в одной отрасли, но не связанных одним производственным процессом.

¹⁹ "Корпоративное право: Учебник" (2-е издание, переработанное и дополненное) (отв. ред. И.С. Шиткина) ("КНОРУС", 2015) {КонсультантПлюс}
<https://student1.consultant.ru/cgi/online.cgi?req=doc&base=CMB&n=17809&dst=107799&date=10.10.2019>

Взаимодействие таких компаний осуществляется по типу синергии – например, совместное использование каналов сбыта. Достижение синергического взаимодействия было одной из основных целей волны 1980-х годов. Как отмечает Д. Дж. Рейвенскрафт, компании были нацелены на взаимодействие с теми, чьи стратегии управления и использования новых технологий были примерно схожими – «подобное притягивает подобное»²⁰.

Наконец, необходимо отметить изменение географического охвата практики M&A – именно в период с 1981 по 1989 сделки слияния и поглощения перестали быть региональным явлением, традиционно свойственным рынку Соединенных Штатов Америки, и распространились на континентальную Европу.

4.3. Правовое регулирование

Правовое регулирование сделок M&A в 1980-е годы претерпело значительные изменения – впервые со времен Первой волны ограничения сделок слияния и поглощения были ослаблены. Вероятной причиной этого была политика невмешательства государства в экономику, проводимая правительством США после экономического кризиса 70-х годов под влиянием идей монетаризма. Во многом именно этот фактор способствовал агрессивному и недобросовестному поведению фирм. Изменение правового регулирования происходило в нескольких направлениях.

Первое из них касалось налогового регулирования. В результате принятия в 1981 году Налогового Акта Кемпа-Рота в США был снижен налог на прибыль, что в целом благоприятно отразилось на секторе M&A, хотя, как заключают исследования конца 80-х годов²¹, налоговый фактор оказал влияние по большей части локальное: например, согласно исследованию В. Т. Гримма, ужесточение налогового законодательства в 1986 году обусловило всплеск сделок слияния и поглощения во второй половине 1986 года, поскольку фирмы надеялись использовать налоговые преимущества акта 1981.

²⁰ Ravenscraft, D. J. (1987). The 1980s Merger Wave: An Industrial Organization Perspective: p. 25

²¹ Auerbach, A. J. and Reishus, D. (1988). The Effects of Taxation on the Merger Decision. National Bureau of Economic Research

Кроме того, было ослаблено и собственно антимонопольное регулирование. В 1982 году был осуществлен пересмотр стандартов признания слияний недобросовестными, изначально принятых в 1968 году. Изменения включали в себя снижение формальных числовых показателей, позволяющих определить степень влияния сделки на свободу конкуренции, а также введение более общих формулировок и размытие механизма применения антимонопольного законодательства²². Это демонстрирует переход к более гибкой государственной политике в сфере бизнеса. Проведенный Томасом Копером анализ судебной практики показал тенденцию к либерализации правоприменения в данной области²³.

В период между Третьей и Четвертой волнами в США в Европе также появляются первые нормативно-правовые акты, регулирующие порядок слияний и поглощений на территории единого европейского пространства. В дальнейшем эта законодательная база станет залогом успешного проведения целого ряда крупных сделок Пятой волны²⁴.

4.4. Выводы по главе

Четвертая волна М&А в значительной мере отражала итоги предшествующей ей волны 60-х годов. Обнаружившиеся недостатки диверсификации источников дохода как инструмента снижения рисков привела к отказу от конгломератной модели. Одновременно с этим все большее распространение получает рейдерство – практика поглощения компаний без одобрения ее руководства. Реализация неизвестных прежде стратегий недружественных слияний и поглощений требовала значительных денежных вложений, что предопределило появление новых финансовых инструментов – сделок LBO и финансировавших их мусорных облигаций – ценных бумаг, обеспечивающих быстрое привлечение средств за счет высокой доходности и

²² Ravenscraft, D. J. (1987). The 1980s Merger Wave: An Industrial Organization Perspective: pp. 31-32

²³ Kauper T. E. (1984). The 1982 Horizontal Merger Guidelines: Of Collusion, Efficiency, and Failure. In Antitrust Policy in Transition: The Convergence of Law and Economics

²⁴ Гл. 6, § 1, "Международное частное право: Учебник" (4-е издание, переработанное и дополненное) (В.Н. Борисов, Н.В. Власова, Н.Г. Доронина и др.) (отв. ред. Н.И. Марышева) ("ИЗиСП", "КОНТРАКТ", 2018) {КонсультантПлюс}

<https://student1.consultant.ru/cgi/online.cgi?req=doc&base=CMB&n=18690&dst=101336&date=10.10.2019>

одновременно обладающих высокой вероятностью дефолта. Именно коллапс рынка обязательств, совпавший с началом рецессии 1990-х годов, привел к завершению Четвертой волны.

5. Пятая волна M&A

5.1. Движущие силы M&A на рубеже веков

Очередная волна M&A пришлась на вторую половину 1990-х годов - период ускоренного развития технологий и глобализации, экономического подъема и процветания финансового сектора. Первостепенной задачей крупных компаний была оптимизация производственных процессов за счет разработки новых стратегий использования ресурсов и возможностей, и сделки M&A стали инструментом, позволившим компаниям добиться существенной экономии издержек за счет образования крупных транснациональных компаний²⁵.

Стремление к укрупнению было продиктовано также широко распространенным в то время убеждением, что именно размер компании в большей степени определяет ее конкурентоспособность. Таким образом, проведение сделок слияния и поглощения в ходе Пятой волны было по большей части стратегическим решением для удержания высоких позиций на рынке. Эффектом воплощения такого подхода на практике стала тенденция слияния компаний, совершенно не связанных друг с другом

5.2. Основные характеристики M&A Пятой волны

Сделки пятой волны прежде всего отличались своим беспрецедентным масштабом, благодаря чему в литературе этот период получил название «эры мегасделок», которые являлись, как правило, горизонтальными слияниями. Для финансирования слияний и поглощений привлекались как никогда крупные капиталы: если в 1992 году суммарная стоимость сделок составляла \$400 млн, то уже в 2000 году она составила \$3,3 трлн, что в разы превосходит показатели любой из предыдущих волн²⁶.

²⁵ Sudarsanam, P. S. (2003). *Creating Value from Mergers and Acquisitions, the Challenges*. Prentic Hall, Financial Times: pp. 18-19

²⁶ IMAA analysis; imaa-institute.org

Для Пятой волны характерна все большая интернационализация института М&А. Окончательное вовлечение континентальной Европы в эту практику – суммарное количество проведенных сделок и их совокупная цена достигли сопоставимого с США уровня и значительно превзошли соответствующие показатели Четвертой волны²⁷. Это создало условия для возникновения cross-border М&А – слияний и поглощений между компаниями разных юрисдикций. Стремление компаний по обе стороны Атлантики соответствовать вызовам стремительной глобализации и стало основной движущей силой транснациональных сделок.

5.3. Правовое регулирование

В 1990-е годы произошло закономерное ужесточение антимонопольного регулирования, вызванного в том числе негативными эффектами либерализации Четвертой волны. Ущерб, нанесенный недружественными слияниями 1980-х годов свободной торговле и экономике, стал основной причиной этого ужесточения. Уже в начале 1990-х годов был достигнут желаемый эффект – количество рейдерских захватов стало неуклонно снижаться и в конце концов достигло минимальных показателей²⁸.

Ужесточение правил проведения слияний и поглощений касалось не только внутренних, но и транснациональных сделок. Так, в 1990 году Департамент Юстиции США заблокировал слияние Wilkinson Sword, зарегистрированной в Великобритании, и американской компании Gillette. Впрочем, некоторые исследователи критически оценили изменения, посчитав суровость законодательства чрезмерной и даже губительной. В частности, А. Матту утверждал, что неоправданно жесткое антимонопольное регулирование не только не повышает конкурентность рыночной среды, но и вызывает обратный эффект, поскольку в условиях глобализации экономики страны, в

²⁷ Thomson Financial Securities Data

²⁸ Gregoriou, G. N. and Renneboog, L. (2007). International Mergers and Acquisitions Activity since 1990: Recent Research and Quantitative Analysis: pp. 4-5

юрисдикциях которых регулирование мягче, получают необоснованное преимущество²⁹.

Одновременно с этим государственное регулирование слияний и поглощений стало распространяться в все большем количестве юрисдикций. Согласно исследованию Е. М. Яковича, к началу 2000-х годов антимонопольное законодательство существовало уже в 80 странах мира, причем в 70 из них специально оговаривалось регулирование слияний и поглощений³⁰. Хотя в целом законодатели ориентировались на уже существующие, проверенные временем модели США и Европы, особенности национальных правовых порядков привели к появлению локальных трендов, определяющих объем, цели и характеристики сделок M&A в отдельных государствах или регионах.

5.4. Сделки слияния и поглощения в мире

Как уже было отмечено, волна слияний и поглощений второй половины 90-х годов характеризуется распространением таких сделок по всему миру. Стоимость приобретений по таким сделкам в большинстве случаев несопоставима с происходящими в тот же период сделками в США, где практика M&A в бизнесе развивалась уже на протяжении целого столетия, однако эти сделки представляют значительный исследовательский интерес, являясь отражением экономических и правовых процессов, протекавших в деловом пространстве макрорегионов мира в то время. Для удобства в качестве критериев выделения сделок для анализа были выбраны географическая привязка (принадлежность компании-мишени или компании-приобретателя к тому или иному макрорегиону) и стоимость сделки.

Крупнейшей в Западной Европе (и, вместе с тем, крупнейшей в мире сделкой M&A на сегодняшний день – ее стоимость оценивается в \$202,7

²⁹ Mattoo, A. (1999). Can No Antitrust Policy Be Better Than Some Antitrust Policy? Policy Research Working Paper Series, 2191. The World Bank: pp. 4-5

³⁰ Jacovic, E. M. (2003). International Control in Cross-Border Transactions

млрд.³¹) сделкой Пятой волны является проведенное в 1999-2000 годах приобретение британской компанией Vodafone AirTouch PLC немецкого конгломерата Mannesmann AG. Она занимает особое место в развитии M&A как экономико-юридического явления не только в силу своего беспрецедентного масштаба, но и потому, что ее проведение показало концептуальное различие деловой сферы в Западной Европе (в частности, в Германии), с одной стороны, и Великобритании, повторявшей тенденции Соединенных Штатов Америки, а потому воспринявшей практику сделок слияния и поглощения значительно раньше, – с другой. Данная сделка демонстрирует остроту борьбы национальных социальных и экономических укладов с нарастающей тенденцией глобализации и интернационализации в 90-е годы прошлого столетия.

Изначальное неприятие предложения Vodafone AirTouch PLC, как отмечает Торстен Шультен, было связано с желанием сохранить самобытную немецкую культуру корпоративного управления, разительно отличающуюся от модели США и Великобритании³². Представители Mannesmann AG утверждали, что подобная сделка будет нерациональной в силу глубинных различий в структуре управления двух компаний. Против поглощения выступила и профсоюзная организация Mannesmann AG – таким образом, позиция компании-мишени состояла в однозначном отклонении предложения Vodafone. Для успешного завершения сделки Vodafone AirTouch PLC потребовалось проявить гибкость и гарантировать сохранность существующих в компании принципов корпоративного управления. В частности, отраслевые подразделения Mannesmann AG сохраняли автономность в рамках объединенной корпорации Vodafone-Mannesmann.

Крупнейшей сделкой Азиатско-Тихоокеанского региона, оцениваемой в \$37,4 млрд.³³, является проведенное в 2000 году поглощение Pacific Century CyberWorks (PCCW) Cable & Wireless НКТ. Для PCCW это стало важным

³¹ IMAA analysis; imaa-institute.org

³² Shulten, T. Vodafone's hostile takeover bid for Mannesmann highlights debate on the German capitalist model. [Электронный ресурс] // Eurofond.eu. 1999. 27 ноября. URL: <https://www.eurofound.europa.eu/publications/article/1999/vodafones-hostile-takeover-bid-for-mannesmann-highlights-debate-on-the-german-capitalist-model>

³³ IMAA analysis; imaa-institute.org

стратегическим ходом на пути к превращению в доминирующую силу развивающейся телекоммуникационной индустрии. Приобретение Cable & Wireless НКТ, на тот момент основного телеком-оператора Гонконга, позволило РССW совершить прорыв на рынок Интернет-услуг Азиатско-Тихоокеанского региона.

Данная сделка является типичной для данной волны и показывает схожесть тенденций в Азии и США. Для РССW поглощение являлось важным стратегическим ходом: преследуя цель занять доминирующее положение на рынке телекоммуникаций, компания приращивала ценный капитал в виде материальных (оптоволоконные кабели Cable & Wireless НКТ покрывали порядка 70% площади Гонконга) и нематериальных (компания-мишень, являясь одним из основных телеком-операторов, имела обширную и стабильную клиентскую базу) благ. Проведя последовательную цепочку слияний и поглощений, компания достигла размеров, достаточных для обеспечения конкурентоспособности, что отражает типичные для данной волны цели. Отличительной же чертой сделки является поддержка РССW со стороны правительства Китая, что подтверждает наличие национальных особенностей при общей тенденции интернационализации бизнеса.

В Латинской Америке наиболее значимой сделкой Пятой волны было поглощение испанской транснациональной компанией Repsol аргентинской компании Yacimientos Petrolíferos Fiscales. Repsol стремилась усилить свое присутствие за пределами Испании, где она базировалась. Одним из инструментов достижения этой цели было поглощение компаний нефтегазового сектора, расположенных в ключевых для отрасли регионах, в первую очередь в Латинской Америке. Это позволило относительно молодой компании, основанной в стране, вплоть до 1920-х годов не имевшей собственной нефтегазовой промышленности вовсе, успешно конкурировать в достаточно консервативной индустрии.

По своим масштабам сделка между Repsol и YPF (стоимость приобретения 99,9% акций YPF оценивается в \$13 млн.³⁴) не сопоставима с

³⁴ IMAA analysis; imaa-institute.org

мегасделками, проводимыми в этот период в США и Западной Европе, однако она имела большое значение для дальнейшей судьбы международного бизнеса в Южноамериканском макрорегионе. Необходимо также отметить, что на примере данной сделки видно, как тенденции, актуальные для слияний и поглощений, прежде всего, в таких динамично развивающихся отраслях экономики, как телекоммуникации, проникали и в более консервативные индустрии, в том числе нефтегазовую индустрию.

5.5. Выводы по главе

Пятая волна сделок слияния и поглощения пришлась на период стремительного роста экономики, научно-технического бума и усиливающихся тенденций глобализации. Сделки M&A к этому времени окончательно перестали расцениваться как явление, присущее только Великобритании и Соединенным Штатам Америки, и получили распространение во многих странах мира, включая страны Азии. При этом общие тенденции глобализации зачастую противодействовали региональным экономическим укладам, что затрудняло проведение переговоров и согласование условий сделок.

Мегасделки этого периода были преимущественно горизонтальными слияниями по типу и имели дружественный характер, что обусловлено основными целями сделок этого периода, а именно более эффективным использованием ресурсов фирм и сохранением конкурентоспособности за счет укрупнения. Наибольшее количество значимых сделок Пятой волны было проведено в телекоммуникационной индустрии.

Заключение

Проведенный анализ эволюции института М&А с конца XIX по начало XXI века позволяет выделить как общие тенденции, так и уникальные черты, присущие исключительно тому или иному этапу. Каждая из волн вне зависимости от происхождения сопровождалась экономическим ростом, периодами ускорения научно-технического прогресса. Спад М&А активности, как правило, совпадал с фазами экономического кризиса или рецессии, а также структурными изменениями рынка.

Вместе с тем ключевое различие между волнами, позволяющие в том числе провести четкое разграничение их во времени, состоит в изменении подходов к слияниям и поглощениям. Наиболее ярко эти изменения можно наблюдать на примере ключевых целей организаций и средств их достижения на том или ином этапе.

Правовое регулирование сделок слияния и поглощения, как правило, осуществлялась с позиций защиты свободы торговли, то есть антимонопольного регулирования. Общей тенденцией регулирования было ужесточение антитрестовского регулирования: введение сначала уведомительного, а потом и разрешительного порядка регистрации сделок слияния и поглощения, повышение штрафов и даже установление уголовной ответственности за отдельные грубые правонарушения против свободной конкурентной торговли. Либерализация законодательства, предпринятая во время Четвертой волны и спровоцировавшая распространение рейдерских захватов, показала необходимость государственного контроля. С другой стороны, важно отметить запаздывающий характер правового регулирования: ключевые акты, хронологически близкие к тем или иным волнам, принимались уже либо на пике характерных тенденций, либо после завершения волн, что означает неэффективность правовых инструментов в предупреждении негативных последствий слияний и поглощений.

Опыт Четвертой волны, а также значительный рост количественных показателей сделок 1990-х годов привели к новым ужесточениям, затронувшим в том числе и транснациональные сделки. Этот же период стал знаковым для законодательного регулирования M&A за пределами континентальной Европы и США, так как именно в это время большинство стран приобрели свой первый опыт в данной сфере.

Таким образом, рассмотрение развития института сделок M&A в ретроспективе позволяет проследить его эволюцию от простого инструмента монополизации рынка до сложной экономико-юридической конструкции, облачающей в юридическую форму изменения, происходящие в реальных экономических отношениях.

Список использованной литературы

1. "Корпоративное право: Учебник" (2-е издание, переработанное и дополненное) (отв. ред. И.С. Шиткина) ("КНОРУС", 2015)
{КонсультантПлюс}
<https://student1.consultant.ru/cgi/online.cgi?req=doc&base=CMB&n=17809&dst=107799&date=10.10.2019>
2. гл. 6, § 1, "Международное частное право: Учебник" (4-е издание, переработанное и дополненное)
(В.Н. Борисов, Н.В. Власова, Н.Г. Доронина и др.) (отв. ред. Н.И. Марышева) ("ИЗиСП", "КОНТРАКТ", 2018) {КонсультантПлюс}
<https://student1.consultant.ru/cgi/online.cgi?req=doc&base=CMB&n=18690&dst=101336&date=10.10.2019>
3. "Методические рекомендации по разработке и принятию организациями мер по предупреждению и противодействию коррупции"
{КонсультантПлюс}
<http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=154292&dst=1000000001&date=10.10.2019>
4. Об отмене антимонопольного законодательства в США : [пер.с англ.] / [ГэриХалл и др.] ; под ред. Гэри Халла М. : ЭКОМ, 2008
5. Auerbach, A. J. and Reishus, D. (1988). The Effects of Taxation on the Merger Decision. National Bureau of Economic Research
6. Gregoriou, G. N. and Renneboog, L. (2007). International Mergers and Acquisitions Activity since 1990: Recent Research and Quantitative Analysis. Evisier
7. Jacovic, E. M. (2003). International Control in Cross-Border Transactions

8. Kauper T. E. (1984). The 1982 Horizontal Merger Guidelines: Of Collusion,
9. Efficiency, and Failure. In *Antitrust Policy in Transition: The Convergence of Law and Economics*
10. Maksimovic, V. and Phillips G. (2001). The Market For Corporate Assets: Who Engages In Mergers And Asset Sales And Are There Efficiency Gains? *Journal of Finance*, 56: 2019-2065
11. Mansinghka, S. K. and Weston, J. (1971). Tests of the Efficiency Performance of Conglomerate Firms, *The Journal of Finance*, 34: p. 919-936
12. Markham, J. W. (1973). *Conglomerate Enterprise and Public Policy*. Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University
13. Martynova, M. and Renneboog, L. (2008). A Century Of Corporate Takeovers: What Have We Learned And Where Do We Stand? *Journal of Banking & Finance*, 31: pp. 2150-2152
14. Mattoo, A. (1999). Can No Antitrust Policy Be Better Than Some Antitrust Policy? Policy Research Working Paper Series, 2191. The World Bank
15. Morck, R., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1990). Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions? *Journal of Finance*, 45: 31-48
16. Ravenscraft, D. J. (1987). *The 1980s Merger Wave: An Industrial*
17. *Organization Perspective*. Federal Reserve Bank of Boston: 17-37
18. Shleifer, A and Vishny, R.W. (1991). Takeovers in The 60s And 80s: Evidence And Implications. *Strategic Management Journal*, 12: 51-59

19. Shulten, T. Vodafone's hostile takeover bid for Mannesmann highlights Debate on the German capitalist model. [Электронный ресурс] //Eurofond.eu. 1999. 27 ноября. URL: <https://www.eurofound.europa.eu/publications/article/1999/vodafones-hostile-takeover-bid-for-mannesmann-highlights-debate-on-the-german-capitalist-model>
20. Stigler, G. (1950). Monopoly and Oligopoly Power by Merger. American Economic Review, 40: 23-34
21. Sudarsanam, P. S. (2003). Creating Value from Mergers and Acquisitions, the Challenges. Prentic Hall, Financial Times
22. United States. Congress; Finch, J.A., (1902). Bills and Debates in Congress Relating to Trusts: Fiftieth Congress to Fifty-seventh Congress, First Session, Inclusive. U.S. Government Printing Office

Список нормативно-правовых актов

1. The Sherman Antitrust Act of 1890 (209, 15 U.S.C. §§ 1–7)
2. The Clayton Antitrust Act of 1914 (29 U.S.C. §§ 52–53)
3. The Celler–Kefauver Act of 1950 (P.L. 81-899)
4. The Hart–Scott–Rodino Antitrust Improvements Act of 1976 (15 U.S.C. § 18a)