

УДК 336.717

## ЗАЩИТА ПРАВ МИНОРИТАРНЫХ АКЦИОНЕРОВ ПРИ ВЫКУПЕ КРУПНЫХ ПАКЕТОВ АКЦИЙ

**Володин С.Н.,**

канд. экон. наук, доцент департамента финансов,  
E-mail: svolodin@hse.ru;

**Скиба А.В.,**

стажер-исследователь Научно-учебной лаборатории исследований в области бизнес-коммуникаций,  
E-mail: avskibapravo@gmail.com  
НИУ ВШЭ,  
101000, г. Москва, ул. Мясницкая, д. 20

На сегодняшний день в российской действительности существует немало вопросов, связанных с приобретением крупных пакетов акций, процедурой обязательного и добровольного предложения, а также вытеснением миноритарных акционеров при покупке более 95% пакета акций. Проблемы защиты прав миноритариев здесь являются как никогда острыми и актуальными. Для внесения ясности в данные вопросы авторами проводится анализ текущей судебной практики и рассматриваются способы возможной защиты прав миноритарных акционеров при переходе крупного пакета к новому собственнику, а также основные институциональные риски, сопутствующие этому процессу. В ходе проведенного анализа формируются выводы о том, что на данный момент законодателем не разработаны эффективные механизмы защиты прав миноритарных акционеров, что, в свою очередь, ведет к спаду инвестиционной деятельности в России и оттоку иностранного капитала. В такой ситуации эффективная оценка баланса интересов акционеров и общества в целом должны являться основной и приоритетной задачей институтов законодательной и судебной власти.

**Ключевые слова:** миноритарные акционеры, акционерное общество, финансовые рынки, судебная защита, конституционные права.

## MINORITY SHAREHOLDER PROTECTION WITHIN THE TAKEOVER PROCEDURE

**Volodin S.N., Skiba A.V.**

When analyzing the issues of takeover procedure, accompanied by acquisition of large blocks of shares, voluntary and mandatory offer to acquire publicly trading shares as well as squeeze out mechanisms, a lot of questions regarding minority shareholders' roles in such procedures come up. In fact, the problem of their protection becomes the main issue for discussion. The authors of the article make an analysis of current legal practice and discuss possible mechanisms of protection of minority shareholder within the takeover procedure considering institutional risks that may occur. Research brings the following conclusion: there are no effective mechanisms presented by legislature that would secure balance of interests between major and minor shareholders. This situation leads to decrease in investing in real sector of Russian economy and capital outflow. The effective analyses of balances between shareholders and public interest in general has to be the prior question to be solved.

**Key words:** minority shareholder, joint stock company, financial markets, judicial protection, constitutional rights.

В начале февраля появилась новость о том, что миноритарные акционеры АО «Газпром газораспределение Воронеж» обратились в Конституционный суд РФ с заявлением о признании п. 6. ст. 84.2 закона «Об акционерных обществах»<sup>1</sup> не соответствующим Конституции РФ<sup>2</sup>. Данная норма обязывает потенциального покупателя, который желает приобрести пакет в размере 30/50/75% акций, направить остальным владельцам ценных бумаг публичную оферту о выкупе акций. Цель нормы — предоставить возможность миноритарным акционерам при передаче контрольного пакета акций «безболезненно» выйти из участия в обществе. На практике же данная норма стала узким местом для миноритариев. Их позиция в основном заключается в следующем: несмотря на то что лицо, купившее крупный пакет акций без направления обязательного предложения, не может им распоряжаться до тех пор, пока процедура не будет проведена в соответствии с положениями закона, крупный пакет в любом случае находится в руках мажоритарных акционеров, которые могут принимать важные решения для общества, игнорируя позицию миноритариев. Такой механизм обхода процедуры имеет риск повлиять негативно как на деятельность общества, так и на стоимость акций.

Передача контроля в акционерном обществе в большинстве случаев — это вопрос дальнейшей стратегии предприятия, роли всех заинтересованных лиц в принятии решений и, наконец, размере совокупной прибыли,

<sup>1</sup> Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ (ред. от 03.07.2016) «Об акционерных обществах» (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.01.2017).

<sup>2</sup> Миноритарии ТНК-ВР Холдинга забросали «Роснефть» исками // РБК. — 07.11.2014 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.rbc.ru/business/07/11/2014/545c9fe0cbb20f12be60c261>.

на которую могут рассчитывать акционеры. Основные проблемы, с которыми сталкиваются миноритарные акционеры, — падение стоимости акций, а также вынужденная потеря права на управление обществом акционерами. Ситуация с незащищенностью миноритариев так и не изменилась с момента реформ гражданского законодательства<sup>3</sup> в совокупности с громкими делами против «Роснефти», которая выкупила акции ТНК-ВР Холдинг<sup>4</sup>, банка «Советский»<sup>5</sup> и др. Поэтому в рамках данной работы авторами будут рассмотрены актуальные особенности таких инструментов передачи контроля, как покупка крупных пакетов акций в размере 30/50/75% и проведение обязательного и добровольного предложения, а также выкуп акций лицом, обладающим более 95% акций. В результате будет охарактеризована имеющаяся практика, которой руководствуются суды и законодатели при разрешении вопросов о соблюдении баланса интересов миноритарных и мажоритарных акционеров.

#### **ПРОЦЕДУРЫ ДОБРОВОЛЬНОГО И ОБЯЗАТЕЛЬНОГО ПРЕДЛОЖЕНИЯ НА ВЫКУП АКЦИЙ И ИХ ЗНАЧИМОСТЬ В СИСТЕМЕ УПРАВЛЕНИЯ АКЦИОНЕРНЫМ ОБЩЕСТВОМ**

С целью создания равных и справедливых условий для акционеров

<sup>3</sup> Миноритарное право на закон. Как защищают и ограничивают мелких акционеров // Коммерсант. — 14.10.2016 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://kommersant.ru/doc/3114659>.

<sup>4</sup> Миноритарии ТНК-ВР Холдинга забросали «Роснефть» исками // РБК. — 07.11.2014 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.rbc.ru/business/07/11/2014/545c9fe0cbb20f12be60c261>.

<sup>5</sup> Татфондбанк вытесняет миноритариев саниремого им банка «Советский» // Ведомости. — 27.11.2016 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.vedomosti.ru/finance/articles/2016/11/28/667107-tatfondbank-vitesnyaet-minoritariyev-sovetskii>.

компании в корпоративном законодательстве предусмотрены хорошо известные процедуры добровольного и обязательного предложения на выкуп акций. Вопросы об эффективности и соблюдении баланса интересов заинтересованных лиц в рамках данных процедур нередко обсуждались в научных и профессиональных кругах. Основная суть действующего механизма заключается в праве акционеров на защиту от потенциальных изменений корпоративного контроля и негативного изменения стоимости общества, которое выражается в направлении миноритарным акционерам предложения о выкупе их акций по предложенной цене. В соответствии с п.п. 1,7 ст. 84.2 Закона об АО данная обязанность направления предложения возникает при преодолении порога от 30%, 50% и 75%<sup>6</sup>. Ключевым моментом здесь можно считать выявление основных мотивов при покупке крупных пакетов акций<sup>7</sup>. Так, например, положение о добровольном и обязательном предложении добросовестно исполняется в случае дальнейшего вытеснения миноритарных акционеров, что позволит в дальнейшем консолидировать общество в рамках интересов одного акционера, а также провести процедуру делистинга. В случае же отсутствия такой цели, правила об обязательном и добровольном предложении могут и не соблюдаться. Важно также уточнить — при несоблюдении процедуры предложения приобретатель крупно-

го пакета может голосовать только теми акциями, которые были приобретены в соответствии с процедурой. Так, если акционер, владея уже 20% акций, решил приобрести 40%, голосовать он может только 30%, где остальные 30% не будут считаться. В итоге в голосовании участвует по факту 70%, из них 30% принадлежат одному акционеру<sup>8</sup>. Достаточно часто на практике происходит так, что наличие данного пакета позволяет одному акционеру принимать ключевые решения (особенно в дисперсных системах корпоративного управления)<sup>9</sup>.

Другим спорным моментом является определение цены акции при направлении обязательного предложения. В соответствии с положениями абз. 3 п. 4 ст. 84.2 Закона об АО указано, что цена за акцию должна быть не меньше, чем та, по которой акции приобретались у третьих лиц в течение 6 месяцев до даты направления обязательного предложения. Но данная норма способна приводить к некоторой правовой девиации — приобретатель крупного пакета может выждать шесть месяцев с момента фактического приобретения пакета для дальнейшего направления предложения уже по другой цене<sup>10</sup>. Рассматриваемая норма тем не менее определяет цену акции с определенным завышением, так как стоимость крупного пакета определяется не только рыночной

<sup>6</sup> Определение Конституционного Суда от 06.07.2010 № 929-О-О "Об отказе в принятии к рассмотрению жалобы общества с ограниченной ответственностью "Атлант-Эстейт" на нарушение конституционных прав и свобод статьей 84.2 Федерального закона "Об акционерных обществах".

<sup>7</sup> Степанов Д.И. Судебная практика по обязательному предложению и вытеснению миноритарных акционеров // Вестник экономического правосудия Российской Федерации. — 2016. — № 2.

<sup>8</sup> Положение о дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров, утвержденного Приказом ФСФР России от 02.02.2012 № 12-6/пз-н, а также последнее предложение п. 6 ст. 84.2 Закона об АО в редакции Федерального закона от 29.06.2015 № 210-ФЗ.

<sup>9</sup> Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ (ред. от 03.07.2016) «Об акционерных обществах» (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.01.2017).

<sup>10</sup> Степанов Д.И. Судебная практика по обязательному предложению и вытеснению миноритарных акционеров // Вестник экономического правосудия Российской Федерации. — 2016. — № 2.

ценой акций и их количеством<sup>11</sup>, но и премией за контроль — чего нельзя сказать о цене единичной акции как таковой (в случае продажи миноритарием своих акций).

Свидетельством наличия проблем, связанных с данной нормой, служит целый ряд случаев из практики. Так, в деле против мажоритарного акционера ОАО «Кочетовские соки и концентраты» — ООО «Росконцентрат-Трейд», который не направил в 35-дневный срок обязательное предложение акционерам общества, владельцем 8,28% акций было заявлено требование об обязанности направить акционерам обязательное предложение по цене их выкупа у предыдущего собственника — 1520 руб. 84 коп<sup>12</sup>. Ответчик, в свою очередь, ссылаясь на отчет независимого оценщика, который определил цену за акцию в размере 18 руб. 84 коп., а также сослался на положения закона АО в части определения стоимости акций. Кроме того, миноритарный акционер указывал на убытки, которые он понес в результате такого нарушения. Но суд, ссылаясь на п. 6 ст. 84.3 Закона отметил, что для взыскания таких убытков, необходимо акцептовать предложение, что не было сделано акционером. Соответственно, убытки не были доказаны. На аргумент о том, что акцепт в гражданско-правовой сделке означает согласие с условиями оферты, что в дальнейшем становится еще более странным для оспаривания, суд не дал пояснений. Суд кассационной инстанции, таким образом, не нашел аргументы истца-миноритария убедительными, подходя к оценке убытков достаточно формаль-

но. Таким образом, миноритарный акционер оказался при любом раскладе правовой позиции в достаточно уязвимом положении. Исходя из судебной практики, в таких случаях оценка акции после шестимесячного срока должна опираться исключительно на рыночную стоимость за вычетом дисконта миноритарного пакета акций<sup>13</sup>.

Как было указано ранее, зачастую смена корпоративного контроля сопровождается целью полного выкупа акций, делистинга и перехода прав собственности на общество одному собственнику. В связи с этим законом была предусмотрена обязанность мажоритарного акционера, владельца более 95% пакета акций, выкупить оставшиеся акции. Для этого он в 35-дневный срок с даты приобретения соответствующего пакета в порядке ст. 84.7 Закона об АО обязан направить уведомление акционерам. Вместе с тем необходимо заметить, что данная обязанность возникает, если данная доля была выкуплена в рамках обязательного или добровольного предложения. В ситуациях, когда лицо по факту распоряжается более 95% акций (например, было дополнительно куплено 10% акций, что повлекло увеличение порога в 95%), действует иной механизм — данное лицо имеет право выкупить оставшиеся акции у миноритарных акционеров по рыночной цене в соответствии с положениями ст. 84.8 Закона об АО. Таким образом, должны соблюдаться два важных условия:

- 1) приобретение крупного пакета было сопряжено с инициированием обязательного или добровольного предложения;
- 2) лицо владеет более 95% голосующих акций общества.

<sup>11</sup> Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ (ред. от 03.07.2016) «Об акционерных обществах» (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.01.2017).

<sup>12</sup> Постановление ФАС Центрального округа от 02.06.2009 по делу № А08-3197/2008-29.

<sup>13</sup> Постановление ФАС Московского округа от 16.11.2009 по делу № А40-85964/08-119-438.

### ПРАКТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ПРИМЕНЕНИЯ НОРМ О ПРИНУДИТЕЛЬНОМ ВЫКУПЕ

Прежде всего, как показывает практика, зачастую мажоритарный акционер, допустим, владелец пакета в 85% акций, никак не может договориться с миноритарными акционерами о приобретении оставшегося пакета. В таком случае он инициирует процедуру увеличения уставного капитала, в результате которого «дотягивает» до нужного порога — «более 95%», после чего направляет требование о выкупе оставшихся акций. Если же миноритарные акционеры самостоятельно не предоставляют банковские реквизиты для перечисления денежной суммы по выкупленным акциям, то тогда данные денежные средства перечисляются на депозит нотариуса, расположенного по местонахождению общества. Важно отметить, что схема достаточно давно была отлажена, но ни на уровне законодателя, ни на уровне разрешения споров в судах практика недобросовестного поведения не была пресечена.

Возможности оспорить данную процедуру, как на уровне гражданского законодательства, так и на конституционном, достаточно давно исчерпали себя. Основным аргументом миноритариев здесь является несоблюдение баланса интересов акционеров, нарушения прав собственности. На данную полемику Конституционный суд уже ответил в Определении №681–О-П, №713–О-П<sup>14</sup>, №714–О-П<sup>15</sup> от 03.07.2007,

<sup>14</sup> Определение Конституционного Суда РФ от 03.07.2007 № 713-О-П "По жалобе гражданина Цуркина Михаила Юрьевича на нарушение его конституционных прав положениями статьи 84.8 Федерального закона «Об акционерных обществах» во взаимосвязи с частью 5 статьи 7 Федерального закона «О внесении изменений в Федеральный закон "Об акционерных обществах" и некоторые другие законодательные акты Российской Федерации».

<sup>15</sup> Определение Конституционного Суда РФ от 03.07.2007 № 714-О-П "По жалобе гражданина

где пояснил, что нарушение баланса интересов мажоритарного и миноритарного акционеров отсутствует в ситуациях, когда возникали права на принудительный выкуп акций на основании обстоятельств, строго определенных законом, а также если миноритарные акционеры получили справедливую цену за данные ценные бумаги.

На аргумент о том, что в принципе право на принудительный выкуп — нарушение конституционных прав, Конституционный суд отметил, что данный механизм оправдан в силу того, что такой выкуп помогает обеспечить возможность принятия стратегических решений. В сделках с заинтересованностью, таким образом, миноритарии, могут отказаться от одобрения и замедлить экономическое развитие общества (в тексте Определения указывается такое понятие, как «общее для акционерного общества благо»). С одной стороны, данная логика представляется оправданной, но, с другой, необходимо также заметить, что целью покупки акций является не только их обладание, но и возможность участия в управлении обществом и получение дивидендов. Таким образом, выплата рыночной стоимости за акцию при вытеснении априори не покрывает всех упущений, с которыми сталкивается миноритарный акционер.

Следует отдельно рассмотреть тезис о частном и публичном интересе, который приводит Конституционный суд к данному решению. Как уже было отмечено, при покупке 95% и более одним акционером возникает единый интерес общества и акционера, который квалифицируется как частный. Кроме того, защита «публичного

Петрова Александра Федоровича на нарушение его конституционных прав положениями статьи 84.8 Федерального закона «Об акционерных обществах».

интереса» в данном случае квалифицируется некорректно по следующему основанию. Акционерное общество — коммерческая корпоративная организация, привлекающая частные средства с помощью выпуска акций. Появление единого акционера, желающего повлиять на общество тем или иным образом, а также посредством «обязательного выкупа» вытеснить миноритарных акционеров, не соответствует квалификации «публичного интереса».

Таким образом, единственным механизмом соблюдения прав миноритарных акционеров является обязанность предложить рыночную цену за акцию, что, как уже было отмечено ранее, также является вопросом для дискуссии. Когда дело доходит до вытеснения, как правило, акции имеют заниженную рыночную стоимость в силу того, что стоимость бизнеса, фактически принадлежащего одному акционеру, неминуемо падает. Любые иски о взыскании убытков, как правило, не приводят к какому-либо положительному результату: цена на рынке объективно определена, миноритарий получил свои денежные средства в соответствии с установленной в законе процедурой.

### **ЗАЩИТА СО СТОРОНЫ ГОСУДАРСТВА**

Для понимания общей роли государства в решении рассматриваемых вопросов можно обратиться к ранее упомянутой ст. 35 Конституции РФ, которая устанавливает принцип свободного владения, пользования и распоряжения частной собственностью единолично и совместно с другими лицами. В соответствии с ней отчуждение акций помимо воли лица должно расцениваться как нарушение публичного порядка. Кроме того, в дополнительном протоколе к Конвенции о

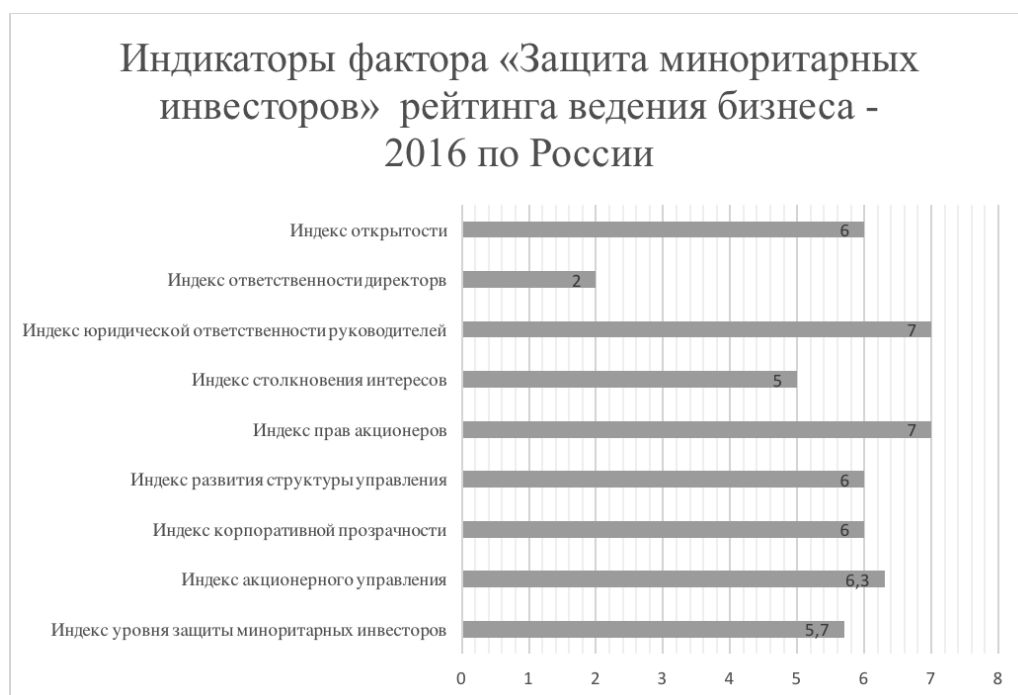
защите прав человека и основных свобод от 1952 г. также обеспечивается обязанность уважения частной собственности и защита ее со стороны государства. На государстве лежат позитивные обязательства принимать все необходимые меры по предотвращению какого-либо вмешательства в частную собственность лица.

Для реализации такого рода мер и с целью улучшения микроэкономического климата в России была создана Служба по защите прав потребителей финансовых услуг и миноритарных акционеров в рамках Центрального банка РФ (создана в 2014 г.). Ее задачей является проведение проверок деятельности эмитентов и соблюдения ими корпоративного законодательства, а основаниями для таких проверок являются поступившие жалобы и обращения<sup>16</sup>. Это является немаловажным шагом на пути решения спорных вопросов в данной области и может способствовать улучшению ситуации в будущем. Однако на данный момент каких-либо положительных сдвигов это не принесло.

Следует отметить, что степень защиты миноритарных акционеров отражает общий уровень развития экономических и предпринимательских правоотношений, а также корпоративного законодательства. И в этом отношении российское право сейчас стоит на одной из начальных позиций формирования эффективного механизма регулирования. Ситуация усугубляется также и неразвитостью финансовых рынков, зачастую нигилистским отношением самих миноритарных акционеров к принятию решений.

Исходя из ежегодного исследования, проведенного Всемирным бан-

<sup>16</sup> Об ответах Банка России на вопросы по развитию финансового рынка [Электронный ресурс]. — Режим доступа: [http://www.consult-cct.ru/upload/files/2016/5/Inf\\_note\\_may\\_0516.pdf](http://www.consult-cct.ru/upload/files/2016/5/Inf_note_may_0516.pdf).



Источник: Доклад Всемирного банка «Ведение бизнеса — 2016».

ком (см. рисунок)<sup>17</sup>, Россия все еще занимает достаточно низкие позиции среди стран Европейского экономического пространства и БРИКС по степени защищенности миноритарных инвесторов (средний индикатор для данных стран составляет 5,8 балла, максимальный — 10 баллов).

Как результат несовершенства защиты со стороны государства и несмотря на юридическое многообразие возможных форм защиты (в т.ч. привлечение к административной ответственности), в силу рациональных причин миноритарии в последнее время чаще выбирают самозащиту, консолидируя силы. Так, например, акционеры «Силовых машин»<sup>18</sup> принудили главного акционера провести проце-

дуру обязательного предложения, от которой последний ранее достаточно успешно уклонялся. Справедливости ради, следует отметить, что в ряде случаев миноритарные акционеры могут напротив, поощрять переход контроля, если от этого компания только улучшит свои показатели. Так, при покупке акций «Башнефти» ПАО «Роснефть» также сделала обязательное предложение по цене за акцию, по которой лицо покупало мажоритарный пакет. Данное предложение не вызвало интереса со стороны миноритариев (25% «Башнефти», справедливо отметить, принадлежат республике Башкирия)<sup>19</sup>.

Резюмируя проведенный выше анализ, можно отметить, что ситуация с миноритарными акционерами на сегодняшний день остается концепту-

<sup>17</sup> Doing business in Russia, International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank, 2016, Available at: <http://espanol.doingbusiness.org/~media/WBG/DoingBusiness/Documents/Annual-Reports/English/DB16-Full-Report.pdf>

<sup>18</sup> Обухова Е., Огородников Е. Чем полезен миноритарий // Эксперт. — 18.11.2013 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://expert.ru/expert/2013/46/chem-polezen-minoritarij/>

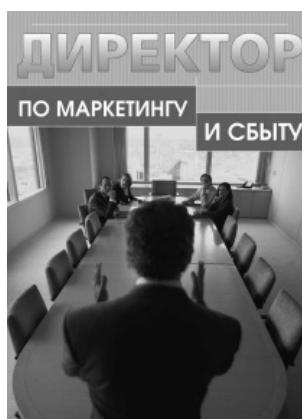
<sup>19</sup> Махнева А. Не все миноритарии «Башнефти» воспользуются офертой «Роснефти» // Ведомости. — 28.02.2017 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.vedomosti.ru/business/articles/2017/02/28/679222-minoritarii-bashefti-ofertoj>

ально нерешенной. В то время как законодатель предпочитает стоять в стороне и наблюдать за происходящим, суды без особых ограничений дают разношерстное толкование норм о вытеснении, а органы исполнительной власти то создают новые преграды для миноритариев, то стимулируют возникновение институтов по их защите. На наш взгляд, основным принципом, которым должны руководствоваться суды в сложившейся ситуации, является поиск баланса между индивидуальными правами акционеров и экономическими интересами самого юридического лица. Российская экономика, с одной стороны, всеми силами пытается создать собственные институты развития и стимулирования предпринимательской деятельности, но в то же время явно игнорируются конституционные права собствен-

ности. Как только защита последних станет нормой, возможным будет дальнейшее обсуждение вопроса стабильности развития как экономики в целом, так и финансовых рынков.

Признание прав миноритарных акционеров, а также развитие эффективных механизмов защиты таких прав позволит не только существенно повысить ответственность различных участников финансовых рынков, но и станет фактором, влияющим на привлечение дополнительного капитала в страну. На данном же этапе можно предположить, что правовая неопределенность и бесконечные ухищрения со стороны крупных игроков в отношении миноритариев — те палки в колесе, которые мешают развитию финансовых рынков, оставляя вопрос о финансовой грамотности лиц позади.

## ДИРЕКТОР ПО МАРКЕТИНГУ И СБЫТУ



На правах рекламы

подписные индексы

12530		84815	

## ЭТО ВАЖНО — ПРОДАТЬ БЫСТРО И ВЫГОДНО

<http://panor.ru/mark>

В журнале «Директор по маркетингу и сбыту» подробно рассматриваются актуальные вопросы управления маркетингом и продажами в различных отраслях. Основное преимущество журнала — его практическая направленность. Обширный список статей включает, но не ограничивается материалами по новейшим методам и инструментам исследования рынка, по бизнес-коммуникациям, эффективным технологиям интернет-маркетинга, объективной оценке конкурентоспособности, инновациям в продвижении, товарной и ценовой политике, рекламной и PR-деятельности, по технологиям активной реализации.

### Наши эксперты и авторы:

**Ольшанская О. М.**, д-р экон. наук, проф., зав. кафедрой маркетинга и экономики предприятий ГУО ВПО «Российский заочный институт текстильной и легкой промышленности»; **Соловьев С. С.**, канд. социол. наук, исполнительный директор некоммерче-

ской организации «Российская ассоциация маркетинга»; **Алексеева С. А.**, канд. экон. наук, зав. кафедрой менеджмента и маркетинга Московской финансово-юридической академии; **Белоглазова Л. П.**, канд. экон. наук; **Тагиров Э. Р.**, д-р ист. наук, проф.; **Вишнякова О. Н.**, д-р экон. наук, зав. кафедрой Казанского государственного университета и другие ведущие специалисты в области маркетинга.

### Ежемесячное издание.

Распространяется по подписке и на отраслевых мероприятиях.

## ОСНОВНЫЕ РУБРИКИ

- От теории к практике
- Стратегии маркетинга
- Технологии маркетинга
- Маркетинговые коммуникации
- Логистика и сбыт
- Отраслевые особенности маркетинга
- Научные разработки
- Азбука маркетинга
- Молодежь и маркетинг
- Информационные технологии

Для оформления подписки через редакцию пришлите заявку в произвольной форме по электронному адресу [podpiska@panor.ru](mailto:podpiska@panor.ru) или по тел./факсу 8 (495) 274-2222. Справки по телефону 8 (495) 274-2222.