

DOI:

РИСКИ ДЛЯ ИНВЕТОРОВ В РОССИЙСКУЮ ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКУ¹

Шевелева Г.И.

Институт систем энергетики им. Л.А. Мелентьева СО РАН, Россия, г. Иркутск

ул. Лермонтова д.130

sheveleva@isem.irk.ru

Аннотация: Определены риски инвестиций в ценные бумаги российских генерирующих компаний электроэнергетики. Эти риски, главным образом, заключались в упущенной выгоде для инвесторов при возрастающей концентрации собственности государства и частных российских мажоритарных собственников в этих компаниях, специфических особенностях отечественной практики корпоративного управления.

Ключевые слова: риски, инвесторы, российские генерирующие компании электроэнергетики, собственность, корпоративное управление.

Введение

Проблема повышения инвестиционной привлекательности российских генерирующих компаний электроэнергетики не утратила своей актуальности после реформирования российской электроэнергетики (2008 г), поскольку не была решена одна из его ключевых задач по созданию условий для привлечения инвестиций. В современных условиях инвестиции в ценные бумаги этих компаний связаны с повышенной степенью риска. Стандартные риски, считающиеся генерирующими компаниями электроэнергетики наиболее существенными по влиянию на их результаты деятельности и перспективы развития, на наш взгляд, явно не достаточны для принятия инвесторами положительных решений для инвестиций в ценные бумаги этих компаний.

Целью проведенного исследования является определение в изменившихся условиях дополнительных существенных рисков для инвестиций в ценные бумаги российских генерирующих компаний электроэнергетики.

Стандартные риски выявлены путем обобщения данных раздела «2.4. Риски, связанные с приобретением размещаемых (размещенных) ценных бумаг» в Ежеквартальных отчетах за 3 квартал 2019 г. оптовых (ОГК) и территориальных (ТГК) генерирующих компаний электроэнергетики (далее по тексту – генерирующие компании). Дополнительные существенные риски перераспределения собственности и риски корпоративного управления – посредством анализа перманентного перераспределения собственности в генерирующих компаниях в постреформенный период и складывающейся в них практики корпоративного управления.

Риски перераспределения собственности, главным образом, определены путем сравнительного анализа структуры акционерного капитала генерирующих компаний в 2009 и 2019 годах.

Риски корпоративного управления – преимущественно по критериям оценки соблюдения этими компаниями принципов корпоративного управления, закрепленных российским Кодексом корпоративного управления (одобрен Советом директоров Банка России 21 марта 2014 года) – далее по тексту – Кодекс [1]. Положения Кодекса базируются на международной практике в сфере корпоративного управления, принципах корпоративного управления, разработанных Организацией экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) [2]. В качестве методологии такой оценки были использованы Рекомендации Банка России по составлению отчетов «О соблюдении принципов и рекомендаций Кодекса» (Письмо Банка России от 17.02.2016 № ИН-06-52/8), а также критерии оценки соблюдения принципов Кодекса, не вошедшие в его Рекомендации. Исследованы генерирующие компании, опубликовавшие в их годовых отчетах Приложения «О соблюдении принципов и рекомендаций Кодекса корпоративного управления» (2017-2018 гг.). Компании, не разместившие эти Приложения на официальных сайтах (ООО «Сибирская генерирующая компания» и генерирующие компании ПАО «ЛУКОЙЛ»), не рассматривались. Включена в исследование ПАО «Иркутскэнерго», не входящая в состав ОГК и ТГК.

В изменившихся условиях были скорректированы результаты исследований автора в этой области [3-4]. Используются данные информационных агентств, исследований в области корпоративного управления Школы бизнеса им. Шулиха Йоркского университета, Российской экономической школы,

¹ Работа выполнена в рамках научного проекта III.17.4.2. программы фундаментальных исследований СО РАН, рег. № АААА-А17-117030310438-1

Института экономики переходного периода, Российского института директоров и другие источники информации [5-16].

В обобщенном виде выявленные риски перераспределения собственности и риски корпоративного управления заключались, главным образом, в упущенной выгоде для миноритарных акционеров генерирующих компаний. При высокой концентрации государства в акционерном капитале этих компаний возможно использование его влияния для продвижения своих социальных и стратегических программ за счет акционерной стоимости компаний. Для генерирующих компаний с частными мажоритарными акционерами и характерной для них офшоризацией собственности – вывод из этих компаний средств в аффилированные структуры в офшорных зонах. Выявленные специфические особенности отечественной практики корпоративного управления связаны с несовпадением обязанностей советов директоров с юридической точки зрения («де-юре») и их реальным исполнением («де-факто»).

Результаты проведенного исследования коррелируются с данными исследований в этой области Центра социального проектирования «Платформа», Центра стратегических исследований МГИМО, Ассоциации независимых директоров и НИУ «Высшая школа экономики» [17-20].

Они применимы для генерирующих компаний с целью учета рисков перераспределения собственности и рисков корпоративного управления при рассмотрении и управлении стандартными рисками; для инвесторов – при принятии более обоснованных и взвешенных решений о вложении средств в ценные бумаги этих компаний.

1 Стандартные риски

Генерирующие компании в своих Ежеквартальных отчетах раскрывают так называемый стандартный перечень рисков в разделе «2.4. Риски, связанные с приобретением размещаемых (размещенных) ценных бумаг». В этом разделе обычно приведены риски, которые оказывают, по мнению этих компаний, наиболее существенное влияние на результаты их деятельности и перспективы развития, на ликвидность и стоимость ценных бумаг, а также представлены возможные способы управления ими.

Стандартные риски генерирующих компаний, главным образом сформулированы на данных раздела 2.4. Ежеквартальных отчетов ПАО «Юнипро» и ПАО «ЛУКОЙЛ» [15-16]. В обобщенном виде они перечислены ниже.

1.1 Отраслевые риски

Риск изменения правил оптового рынка электроэнергии и мощности

Этот риск преимущественно связан с государственным регулированием, оказывающем существенное влияние на результаты работы рынка электроэнергии и мощности. Регулятор устанавливает регулируемые цены за электроэнергию и мощность (около 20% всего объема реализации генерирующих компаний), определяет долю поставки электроэнергии и мощности по регулируемым ценам, имеет возможность влиять на правила ценообразования на свободном рынке напрямую и посредством регулирования цен на газ. При увеличении регулирующей составляющей возможно снижение доли более эффективных продаж по нерегулируемым (свободным) ценам.

Товарные / Рыночные риски

Этому риску подвержен рынок электроэнергии на сутки вперед, где цена формируется на свободной основе. Образовавшийся на рынке вследствие стагнации электропотребления и масштабных вводов мощностей генерирующими компаниями по инвестиционным программам существенный избыток мощности усиливает конкуренцию между ними и давление на свободную цену.

Риски, связанные с охраной окружающей среды

Операционная деятельность генерирующих компаний сопряжена с рисками экологической безопасности, свойственными электроэнергетике. Они несут существенные капитальные и операционные расходы для выполнения жестких требований российского законодательства и государственного регулирования в отношении охраны окружающей среды, здравоохранения и промышленной безопасности.

Риски, связанные с повышением цен на энергоносители и их поставку

Эти риски преимущественно связаны с отсутствием у генерирующих компаний возможности точного прогнозирования их потребления, в частности, газа. Поставка газа осуществляется на основе долгосрочных договоров, заключаемых с его независимыми поставщиками. В отдельных

долгосрочных договорах на поставку газа предусмотрен перерасчет цены в случае его перерасхода или недобора, поэтому такой перерасчет отрицательно сказывается на финансовых результатах генерирующих компаний.

Риски активного развития и проникновения современных цифровых технологий

К этим рискам, видимо, в первую очередь можно отнести следующие:

- Неопределенность законодательной и методической базы в области цифровой трансформации, находящейся в стадии формирования, результатом которой могут стать нормативные акты и/или методические документы, снижающие конкурентоспособность генерирующих компаний или негативно влияющие на их деятельность.
- Несоответствие подходов к выбору цифровых решений и зрелости корпоративной культуры требованиям конкурентоспособности на существующих и потенциальных рынках.
- Неверный выбор стратегических решений, негативно влияющий на возможность достижения среднесрочных и долгосрочных целей и задач.
- Снижение операционной эффективности генерирующих компаний в результате отставания развития цифровых технологий существующих бизнес-процессов от передовых отраслевых практик.
- Снижение конкурентоспособности этих компаний на рынках присутствия и невозможность выхода на новые перспективные рынки в связи с недостаточным объемом и уровнем предоставления цифровых сервисов.

1.2 Страновые и региональные риски

Политические риски

Эти риски связаны с геополитической напряженностью, политической нестабильностью в стране, возможными конфликтами между федеральными, региональными и местными органами государственной власти по различным спорным вопросам, включая налоговые сборы, местную автономию и сферы ответственности органов государственного регулирования.

Налоговые риски

Налоговые риски обусловлены, в частности, пробелами и противоречиями в российском налоговом законодательстве; степенью изменчивости налоговых условий и широты горизонта планирования инвестиций, готовности государства поддержать законодательными налоговыми инструментами деловые инициативы бизнеса, особенно в условиях неопределенности, включая текущую неблагоприятную эпидемиологическую ситуацию в связи с распространением коронавирусной инфекции COVID-19.

1.3 Финансовые риски

Кредитные риски

Кредитные риски вследствие ухудшения финансового состояния генерирующих компаний могут стать одними из наиболее значимых среди других финансовых рисков.

Риски неплатежеспособности потребителей электроэнергии

В ближайшем будущем возможно обострение этих рисков. Спад экономической активности, начавшийся в России на фоне пандемии коронавируса COVID-19, скорее всего, приведет к ухудшению платежной дисциплины и снижению уровня оплаты за услуги электро- и теплоснабжения. Наложение моратория Правительством РФ на взимание штрафов и пеней за просрочку оплаты жилищно-коммунальных услуг и отключение за неуплату энергоресурсов с малого и среднего бизнеса, а также населения до конца 2020 г. приведет (по данным Минэнерго) к выпадающим доходам около 600–700 млрд. рублей для электростанций, работающих в комбинированном режиме [5]. Инструментов воздействия на потребителей электроэнергии у генерирующих компаний практически нет. Они не могут расторгнуть договор, заключенный на ОРЭМ, и прекратить поставку электроэнергии в одностороннем порядке.

Риски, связанные с изменением курса обмена иностранных валют

Такие риски, в частности, возникают у генерирующих компаний вследствие необходимости выполнения обязательств в иностранной валюте по долгосрочным соглашениям на сервисное обслуживание оборудования при заключении в ходе реализации инвестиционной программы контрактов на строительство и ввод в эксплуатацию новых генерирующих мощностей.

1.4 Правовые риски

Эти риски для генерирующих компаний обычно обусловлены возникновением неблагоприятных последствий, связанных с неправильным пониманием или применением правовых норм при принятии и реализации своих управленческих решений, либо с существенным изменением правовых норм в период исполнения сделки по сравнению с периодом ее заключения. Кроме того, не гарантирована неизменность подходов государства к реформе рынка тепловой энергии, тарифному регулированию в электроэнергетике и др.

Риски изменения налогового законодательства

Риски изменения налогового законодательства РФ связаны с его частым изменением, неоднозначностью подходов к толкованию и применению налоговых норм, их перманентными пересмотрами контролирующими органами и судами. Нередко эти подходы применяют ретроспективно, затрагивая обязательства налогоплательщиков за налоговые периоды, предшествующие их формированию. Нестабильность налогового регулирования создает дополнительные существенные риски, связанные с возможными претензиями к правильному определению налоговых обязательств в рамках мероприятий налогового контроля, проводимых налоговыми органами.

Риски изменения судебной практики

Эти риски, главным образом, связаны с непредсказуемостью исхода судебных процессов и отсутствием гарантий эффективности судебной защиты. Иногда обращение в судебные и административные инстанции, а также уголовное преследование может иметь не правовые (политические, конкурентные, административные и т.п.) мотивы. Высока вероятность того, что подобные действия могут быть предприняты в отношении любых компаний при отсутствующей гарантии непредвзятости рассмотрения дел.

1.5 Репутационный риск

Риск потери деловой репутации для генерирующих компаний возможен вследствие формирования негативного представления об их финансовой устойчивости, финансовом положении или характере деятельности в целом и в этом случае, как правило, приводит к снижению двусторонних нерегулируемых договоров с надежными клиентами, а также к уменьшению числа поставщиков продукции (работ, услуг).

1.6 Стратегический риск

Стратегический риск возникает в результате ошибок, допущенных при принятии стратегических решений, и довольно часто обусловлен необоснованным определением перспективных направлений, недостаточным учетом возможных опасностей, неполным обеспечением необходимыми материальными, организационными, человеческими ресурсами.

1.7 Риски, связанные с деятельностью эмитента

Риски перерыва в производственной деятельности

Новые риски перерыва в производственной деятельности могут появиться неожиданно, в частности, по ограничению располагаемой мощности возникли в связи с распространением коронавирусной инфекции COVID-19:

- выбытие по причине болезни или карантина критического количества оперативного персонала, непосредственно эксплуатирующего оборудование;
- задержки поставок комплектующих и запасных частей для технического обслуживания, ремонтов, продления ресурса и поддержания работоспособности оборудования в связи с остановкой работы заводов-изготовителей, отсутствием отечественных аналогов (для иностранного оборудования), закрытием границ и иными логистическими сложностями;
- невозможность проведения ремонтов и технического обслуживания в отсутствие иностранных узких специалистов для проведения диагностики и ремонта оборудования;
- сбои в поставках эксплуатационных материалов (химических реагентов, ионообменных смол, химреактивов, комплектующих приборов непрерывного аналитического контроля технологического процесса и т.п.).

Риски конкуренции

Современные риски конкуренции генерирующих компаний связаны с приобретением активов и оборудования; вхождением в новые проекты; привлечением специализированных сторонних организаций для оказания услуг; привлечением квалифицированного и опытного персонала; разработкой и поиском, приобретением и интеграцией новых технологий. Кроме того, эти компании могут столкнуться с конкуренцией со стороны поставщиков альтернативных источников энергии, включая экологически чистые возобновляемые источники энергии. В частности, Минэнерго России стимулирует широкое внедрение на розничных рынках электроэнергии объектов возобновляемых источников энергии (ВИЭ-генерация) мощностью менее 25 МВт [6].

Риск нехватки квалифицированного персонала

Стареет работающий на станциях персонал, падает престиж технических специальностей, снижается качество подготовки технических специалистов, отсутствуют молодые соискатели на имеющиеся вакансии вследствие повышенных зарплатных ожиданий. Данные тенденции могут привести к тому, что станции не будут полностью укомплектованы персоналом или укомплектованы недостаточно квалифицированным персоналом, создавая угрозу существенных технологических нарушений, сбоев и аварий. Постепенно уходит в прошлое кадровая «монополия» юристов и финансистов. Нужна диверсификация кадров путем привлечения специалистов в области стратегического менеджмента, высоких технологий, автоматизации производств, инжиниринга, логистики и др.

Риски кибератак

Рискам внешних и внутренних кибератак на конфиденциальность, целостность и доступность информации в ИТ-системах генерирующих компаний неизбежно подвержены информационно-технологическое обеспечение и автоматизированные с его помощью процессы, влияющие на финансовое состояние и результаты их деятельности, достоверность финансовой и бухгалтерской информации, а также на их способность исполнять свои обязательства. Подвержены рискам кибератак не только принадлежащая генерирующим компаниям информация и средства ее обработки, но и информация, доверенная им государственными органами, акционерами, деловыми партнерами и субъектами персональных данных.

Риски информационно-технологического обеспечения

Риски информационно-технологического обеспечения не связаны с нарушением защищенности информации. К ним относятся риски срыва проектов по созданию и модернизации ИТ-систем, сбоев и отказов ИТ-систем, неполучения генерирующими компаниями ИТ-услуг, зависящих от внешних поставщиков (включая расширение международных санкций), а также утраты рыночных позиций, вызванной отставанием в применении инновационных цифровых технологий.

Риски с обращением ценных бумаг

Эти риски обусловлены изменениями требований к генерирующим компаниям со стороны регулирующих органов и фондовых бирж по процедурам корпоративного управления и принятию дополнительных обязательств в сфере раскрытия информации и взаимодействия с акционерами. При несвоевременном обеспечении генерирующими компаниями соответствия этим требованиям и невыполнении необходимых обязательств может произойти перемещение их ценных бумаг в более низкие сегменты листинга и даже делистинг.

Риски исполнения обязательств по раскрытию информации

Риски неисполнения обязательств по раскрытию информации связаны с ее несвоевременным раскрытием в соответствии с установленными требованиями регулирующих органов и фондовых бирж. Риски могут возникнуть, в частности, вследствие нарушений работы интернет-сайтов служб раскрытия информации, уполномоченных регулируемыми органами на раскрытие информации на фондовых рынках (хакерские атаки, технические сбои и т.п.), а также сбоев в работе компьютерных систем самих генерирующих компаний. Это может повлечь наложение на них административных штрафов и (или) их руководящих работников со стороны регулирующих органов в сфере ценных бумаг, поскольку расценивается ими как нарушение компаниями своих обязательств.

Представленные в отчетах генерирующих компаний стандартные риски для инвестиций в их ценные бумаги не могут быть исчерпывающими. На результаты деятельности этих компаний, на наш взгляд, оказывают существенное влияние риски перманентного перераспределения собственности в

электроэнергетике и риски корпоративного управления, которые должны рассматриваться и оцениваться как генерирующими компаниями, так и инвесторами в их ценные бумаги.

2 Риски перераспределения собственности

При реформировании российской электроэнергетики целесообразность создания новой отраслевой структуры, в том числе с выделением конкурентных сегментов (включая производство и сбыт электроэнергии) определялась, главным образом, необходимостью привлечения в ее развитие частных инвестиций. Были созданы крупные оптовые и территориальные генерирующие компании (ОГК и ТГК), выделенные из ранее управляемых РАО «ЕЭС России» и реорганизованных «АО-энерго». Шесть ОГК созданы по экстерриториальному принципу, а 14 ТГК – по территориальному. ОАО «ГидроОГК» (сейчас ПАО «РусГидро») объединило большинство гидрогенерирующих активов. Атомные электростанции вошли в АО «Концерн Росэнергоатом».

Состав основных акционеров ОГК и ТГК после ликвидации РАО «ЕЭС России» (2008 г.) приведен в таблице 1. Использована информация из годовых и ежеквартальных отчетов этих компаний за 2009 г. При отсутствии данных приведены доли номинальных держателей (НД) или доверительных управляющих (ДУ).

Таблица 1. Основные акционеры генерирующих компаний, 2009 г.

Компании (ОАО)	Основные акционеры и их доли в акционерном капитале, %
«ОГК-1»	ОАО «ФСК ЕЭС» (40,2), ОАО «РусГидро» (21,2)
«ОГК-2»	ООО «Депозитарные и корпоративные технологии» (НД) (47,2), ЗАО «Газэнергопромбанк» (НД) (12,8), ЗАО «Депозитарно-клиринговая компания» (НД) (20,9)
«ОГК-3»	ОАО ГМК «Норильский никель» (65,0)
«ОГК-4»	Немецкий энергетический концерн E.ON (78,1)
«ОГК-5»	Enel Investment Holding B.V. (56,4), РФ в лице Федерального агентства по управлению имуществом (26,4)
«ОГК-6»	ОАО «Центрэнергохолдинг» (42,9) ⁶⁾ , ОАО «ФСК ЕЭС» (9,6), ООО «Инвест-Генерация» (10,3)
«ТГК-1»	ООО «Газпромэнергохолдинг» (51,8), Fortum Power and Heat OY (25,7)
«ТГК-2»	ООО «КОРЕС ИНВЕСТ» (ДУ) (44,8), «Дойче Банк» (НД) (26,4), ЗАО «Депозитарно-клиринговая компания» (НД) (16,2)
«ТГК-3»	ООО «Газпромэнергохолдинг» (53,5), Правительство г. Москвы (26,4)
«ТГК-4»	Группа «Онэксим» (48,1)
«ТГК-5»	ООО «КЭС-Холдинг» (ДУ) (26,3), РФ в лице Федерального агентства по управлению имуществом (25,1), Integrated Energy systems Limited (19,8)
«ТГК-6»	ООО «КЭС-Холдинг» (ДУ) (23,6), Jamica Limited (9,4), Integrated Energy systems Limited (19,8), Primagate Trading Limited (18,4)
«ТГК-7»	ООО «КЭС-Холдинг» (ДУ) (45,0), Integrated Energy systems Limited (13,4)
«ТГК-8»	ОАО «Лукойл» (79,7), ЗАО «Энергоактив» (10,5), ЗАО «Энергохолдинг» (9,8)
«ТГК-9»	ООО «КЭС-Холдинг» (ДУ) (75,0)
«ТГК-10»	Fortum Russia B.V. (92,9)
«ТГК-11»	ООО «Депозитарные и корпоративные технологии» (НД) (50,5), ЗАО «Депозитарно-клиринговая компания» (НД) (34,8)
«ТГК-12»	ОАО «СУЭК» (49,6)
«ТГК-13»	ОАО «СУЭК» (50,0)
«ТГК-14»	ООО «Энергопромсбыт» (32,2), ОАО ГМК «Норильский никель» (27,8)

Данные таблицы 1 показывают, что государство изначально осталось в генерации российской электроэнергетики (ОАО «ОГК-1», ОАО «ОГК-5», ОАО «ОГК-6», ОАО «ТГК-1», ОАО «ТГК-3», ОАО «ТГК-14»). Появились крупные иностранные стратегические инвесторы – немецкий E.ON (ОАО «ОГК-4»), итальянская Enel (ОАО «ОГК-5») и финский Fortum (ОАО «ТГК-10»), а также первые офшорные зарубежные компании – Jamica Limited (ОАО «ТГК-6»), Integrated Energy systems Limited (ОАО «ТГК-5», ОАО «ТГК-6», ОАО «ТГК-7»), Primagate Trading Limited (ОАО «ТГК-6»). Весомая доля генерирующих активов перешла к российским частным предпринимателям (ОАО «ОГК-3», ОАО «ТГК-2», ОАО «ТГК-4», ОАО «ТГК-5», ОАО «ТГК-6», ОАО «ТГК-7», ОАО «ТГК-8», ОАО «ТГК-9», ОАО «ТГК-12», ОАО «ТГК-13»).

Из данных таблицы 1 также видно, что ни иностранные институциональные инвесторы (акционерные и паевые инвестиционные фонды, пенсионные фонды и страховые компании и др.), ни

российские институциональные инвесторы не стали существенным компонентом акционерной структуры генерирующих компаний.

За минувшие годы структура генерирующих активов и, соответственно, состав собственников генерирующих компаний непрерывно менялись, многие из отраслевых активов были переименованы. Перераспределение собственности происходило между государством, иностранными и отечественными частными владельцами, а также внутри каждой из этих групп.

Основные акционеры и их доли в акционерном капитале российских генерирующих компаний электроэнергетики по итогам 2019 г. (данные с их официальных сайтов) представлены в таблице 2.

Представленную в таблице 2 структуру генерирующих активов электроэнергетики отличает относительное укрупнение – 14 оптовых и территориальных генерирующих компаний в составе новой структуры генерирующих мощностей вместо 21 компании после ликвидации РАО «ЕЭС России». В частности, такое укрупнение было обусловлено объединением ОАО «ТГК-12» и ОАО «ТГК-13» в Группу «Сибирская генерирующая компания», а также присоединением ОАО «ТГК-5», ОАО «ТГК-6», ОАО «ТГК-9» к ОАО «ТГК-7» («Волжская ТГК»), переименованной в 2015 г. в ПАО «Т Плюс».

Наметилась устойчивая тенденция увеличения присутствия государства в генерирующих компаниях с сопутствующим увеличением концентрации собственности: ПАО «Интер РАО ЕЭС» приобрело 100% голосующих акций АО «ТГК-11», провело реорганизацию в части 100% владения акциями ОАО «ОГК-1», ОАО «ОГК-3», присоединило генерирующие активы ОАО «Башкирэнерго».

Таблица 2. Основные акционеры российских генерирующих компаний электроэнергетики, 2019 г.

Компании	Основные акционеры и их доли в акционерном капитале, %
ОАО «ОГК-1»	ПАО «Интер РАО ЕЭС» (100)
ПАО «ОГК-2»	ООО «Центрэнергохолдинг» (73.4)
ОАО «ОГК-3»	ПАО «Интер РАО ЕЭС» (100)
ПАО «Юнипро» (ОГК-4)	«Uniper SE» (Германия) (83.7)
ПАО «Энел Россия» (ОГК-5)	«Энел С.п.А.» (Италия) (56.4), «Пи-Эф-Ар Партнерс Фанд Лимитед» (Кипр) (19.0), «Просперити Капитал Менеджмент Лимитед» (Каймановы острова) (7.7)
ПАО «РусГидро»	РФ (Федеральное агентство по управлению гос. имуществом) (61.2), ПАО «Банк ВТБ» (13.1), ООО «Авитранс» (6.0)
ПАО «ТГК-1»	ООО «Газпром энергохолдинг» (51.8), «Fortum Power and Heat Oy» (Финл-дия) (29.5)
ОАО «ТГК-2»	«Литим Трейдинг Лимитед» (Британские Виргинские острова – БВО) (1.5), ООО «Корес Инвест» (9.5), «Джанан Холдингс Лимитед» (БВО) (14.7), «Ралтака Энтерпрайзес Лтд» (БВО) (7.3), ООО «Долговое агентство» (27.0)
ПАО «Мосэнерго» (ТГК-3)	ООО «Газпромэнергохолдинг» (53.5), Правительство г. Москвы (26.5)
ПАО «Квадра» (ТГК-4)	ООО «Группа ОНЭКСИМ» (52.0), ООО «БизнесИНФОРМ» (25.7)
ПАО «Т Плюс» (ТГК-5, ТГК-6, ТГК-7, ТГК-9)	ЗАО «КЭС – Холдинг» (32.3), «Бруквид Трейдинг Лимитед» (Кипр) (20.5), «Готелия Менеджмент Лимитед» (Кипр) (12.2), «Мерол Трейдинг Лимитед» (Кипр) (11.7)
Генерир. компании ПАО «ЛУКОЙЛ» (ТГК-8)	ПАО «ЛУКОЙЛ» (100)
ОАО «Фортум» (ТГК-10)	«Fortum Russia B.V.» (Финляндия) (69.9), «Fortum Holding B.V.» (28.4)
ОАО «ТГК-11»	ПАО «Интер РАО ЕЭС» (100)
АО «Кузбассэнерго» (ТГК-12)	«Siberian Energy Investment Ltd» (Кипр) (100)
АО «Енисейская ТГК (ТГК-13)»	«Siberian Energy Investment Ltd» (Кипр) (100)
ПАО «ТГК-14»	ООО «Энергопромсбыт» (39.8), ЗАО «УК Тринфиго» (20.6), АО «УК Трансфингруп» (20.0)

В ООО «Газпром энергохолдинг» вошли ОАО «ОГК-2» и ОАО «ОГК-6». Ведутся переговоры об объединении входящей в группу «Ренова» В. Вексельберга ПАО «Т Плюс» с ООО «Газпром энергохолдинг». Сделка обсуждалась еще в 2011 г., предполагалось, что в объединенной компании «Газпрому» будет принадлежать 75% минус одна акция, «Ренове» – не менее 25% плюс одна акция [7].

Увеличение концентрации собственности наблюдалось не только в государственных компаниях, но и в компаниях с иностранными собственниками, в частности, в ОАО «ОГК-4» – с 78,1% (2009 г.) до 83,7% (2019 г.) и в ОАО «ТГК-10» – с 92,9% (2009 г.) до 98,3% (2019 г.). Частные российские предприниматели также увеличили свои доли в акционерном капитале компаний, находящихся в их владении.

В действительности уровень концентрации собственности в генерирующих компаниях электроэнергетики еще выше, чем показан в официальной статистике. Это, главным образом, обусловлено владением акциями структурами, контролируруемыми мажоритарными акционерами или структурами, аффилированными с этими акционерами и обеспечивающими им сохранение фактического контроля над компаниями.

В частности, находящиеся в составе основных акционеров российских генерирующих компаний электроэнергетики ОАО «Центрэнергохолдинг» является дочерним обществом ООО «Газпром энергохолдинг»; ООО «Газпром энергохолдинг» — 100-процентное дочернее общество ПАО «Газпром»; ООО «Энергопромсбыт» – дочерним обществом ОАО «РЖД». Мажоритарный акционер ОАО «ТГК-2» – Группа «Синтез». Она принадлежит российскому предпринимателю Л. Лебедеву. Этой же Группе подконтрольны ООО «Корес Инвест», иностранные офшорные компании «Джанан Холдингс Лимитед», «Ралтака Энтерпрайзес Лтд» и «Литим Трейдинг Лимитед», представленные в составе основных акционеров ОАО «ТГК-2» (см. таблицу 1). Учредителем ООО «Долговое Агентство» также является ОАО «ТГК-2»². М. Прохоров контролирует ООО «Группа ОНЭКСИМ» и ООО «БизнесИНФОРМ», являющихся основными акционерами ПАО «Квадра» [14].

Такое увеличение концентрации собственности в генерирующих компаниях нередко являлось следствием недобросовестного поведения мажоритарных собственников посредством размывания пакетов акций миноритарных владельцев путем размещения дополнительных эмиссий акций и их выкупа структурами, аффилированными с мажоритарными собственниками. Контролирующие акционеры отдельных генерирующих компаний вынуждали миноритарных акционеров продавать акции и выкупали их по ценам, которые были значительно ниже цен их первоначального размещения. При этом немалое количество миноритарных акционеров не были заинтересованы в продаже своих акций.

По данным с официальных сайтов генерирующих компаний, на начало 2020 г. государство контролировало 63,9% установленной электрической мощности оптовых и территориальных генерирующих компаний электроэнергетики, частные предприниматели – 22,47%, иностранные собственники владели 13,63%.

Высока вероятность дальнейшего увеличения концентрации акционерного капитала посредством использования крупными отечественными промышленными группами, явно доминирующих среди собственников генерирующих компаний, своих лоббистских возможностей.

По мнению И. Беликова «в рамках сложившейся в России модели отношений крупного бизнеса и государства последнее объективно заинтересовано в сохранении высокой концентрации акционерного капитала крупных компаний. Иметь дело с небольшим числом контролирующих акционеров, являющихся российскими гражданами, государству гораздо проще, чем с компаниями с большим числом акционеров, в числе которых есть крупные западные институциональные инвесторы с прочными связями в политическом руководстве своих стран и в ведущих западных СМИ» [19].

Перманентное перераспределение собственности и увеличение ее концентрации в генерирующих компаниях с государственным участием подвергает инвесторов рискам использования государством своего влияния для продвижения за счет акционерной стоимости компаний своих социальных и стратегических программ. Это связано с систематическим смешением функций государства как регулятора и акционера, явно противоречащее основному принципу корпоративного управления Организации экономического сотрудничества и развития для компаний с государственным участием, четко разделяющим эти функции. Не исключены риски, когда за влиянием государства на публичные компании стоят интересы отдельных групп акционеров [12]. В роли регулятора корпоративных отношений государство добилось определенных успехов, однако как совладелец бизнеса оно зачастую отстает от частных собственников, сосредоточившись на реализации исключительно своих прав и игнорируя других акционеров.

Возрастающая доля государства в собственности компаний обычно приводит к росту числа членов советов директоров и генеральных директоров из числа бывших государственных служащих. В компаниях с государственным участием практикуется направление директив членам советов

² Данные Единого государственного реестра юридических лиц

директоров для голосования по наиболее важным вопросам (назначение/увольнение генерального директора и утверждение договора с ним, утверждение стратегии, внесение изменений в ряд внутренних документов, утверждение размера дивидендов и т.п.). По мнению Т. Долгопятовой, число вопросов, по которым направляются директивы по голосованию, постоянно расширяется. Как правило, членам советов директоров компаний с государственным участием не известны авторы проектов решений, включаемых в директивы. Эти проекты ими тоже предварительно не обсуждаются. Случаев голосования против предложенных в директивах проектов решений немного, а не проголосовавшие могут быть исключены из числа кандидатов в совет директоров при выдвижении на следующий срок. Такая частая практика голосования по директивам не способна влиять позитивно на решения по голосованию независимых директоров и наносит ущерб другим акционерам. Деформируется институт независимых директоров в компаниях с государственным участием. Государство вводит в их число бывших чиновников, которые перестают быть ответственными за состояние компании в целом и защиту других акционеров, а служат интересам государства.

В зарубежной практике ограничивают и даже не допускают к избранию в состав советов директоров компаний с государственным участием министров, государственных секретарей и других высокопоставленных государственных служащих, которые участвуют в принятии решений по управлению этими компаниями. В первую очередь, с целью предотвращения конфликта интересов политиков, регуляторов и других акционеров. Более того, такие ограничения в компаниях с государственным участием нужны для исключения лоббирования менеджментом их интересов через обладающих регуляторными полномочиями государственных служащих в советах директоров, исключить предоставление этим компаниям преференций по сравнению с частными компаниями [19].

Как отмечено выше, среди основных акционеров российских генерирующих компаний электроэнергетики в постреформенные годы появились иностранные офшорные компании. Офшоризация собственности особенно характерна для частных российских мажоритарных собственников ОАО «ТГК-2», ПАО «Т Плюс» и ООО «Сибирская генерирующая компания». Более всего офшорных компаний присутствует в акционерном капитале ОАО «ТГК-2».

Офшоризация собственности обычно приводит к значительному увеличению конфликтов интересов между мажоритарными и миноритарными акционерами. Для миноритарных акционеров возрастают риски упущенной выгоды, главным образом, по причине вывода крупными собственниками из компаний средств в аффилированные с ними структуры в офшорных зонах. Эти риски еще более увеличиваются, когда крупные российские частные владельцы генерирующих активов перестают быть налоговыми резидентами России, хотя и продолжают управлять из-за рубежа этими российскими активами (ООО «Сибирская генерирующая компания»).

Велики риски ценовой дискриминации и низкой рыночной капитализации в принадлежащих российскому бизнесу генерирующих компаниях. Одна из основных причин – российский бизнес, приватизировавший российские генерирующие активы электроэнергетики (часть из которых ушла в офшорные зоны), как правило, не является производителем энергии. Этот бизнес представлен, главным образом, крупными потребителями электроэнергии («Русал» и др.) и поставщиками топлива («СУЭК» и др.). В данном случае генерация не является ключевым бизнесом российских предпринимателей, поэтому «точки прибыли», главным образом, будут сосредоточены в других видах подконтрольной им деятельности.

Тесная взаимосвязь структуры собственности и корпоративного управления в российских публичных компаниях подтверждена многочисленными исследованиями, в том числе отечественных экономистов. На наш взгляд, более глубокие исследования в этой области были выполнены Институтом экономики переходного периода, отрицавшего прямую адаптацию в Россию мировых «типовых» моделей корпоративного управления. По их мнению, отечественная правовая среда и структура экономики настолько специфичны, что нужна особая с учетом зарубежного опыта «российская» модель корпоративного управления [10]. Такая модель формируется в России и для нее характерны специфические риски для инвестиций в ценные бумаги генерирующих компаний.

2 Риски корпоративного управления

Корпоративное управление (corporate governance) означает власть (governance) в компании. Соответственно, и риски корпоративного управления для инвестиций в ценные бумаги российских генерирующих компаний электроэнергетики обусловлены устройством и реализацией власти в этих компаниях.

Своеобразным индикатором ее реализации в российских компаниях является соблюдение ими принципов корпоративного управления Кодекса, разработанных на основе наилучшей международной

и российской практики корпоративного управления. От соблюдения компаниями этих принципов зависит устойчивость и эффективность их деятельности, увеличение притока инвестиций как из источников внутри страны, так и от зарубежных инвесторов. Целью соблюдения этих принципов является защита интересов всех акционеров, независимо от размера пакета акций, которым они владеют. Чем более высокого уровня защиты интересов акционеров удастся достичь, тем на большие инвестиции смогут рассчитывать российские акционерные общества [1].

Оценка соблюдения генерирующими компаниями принципов корпоративного управления Кодекса (далее по тексту – принципы Кодекса) выполнена преимущественно на основе их данных «О соблюдении принципов и рекомендаций Кодекса корпоративного управления» в годовых отчетах за 2017-2018 гг. Эти принципы Кодекса представлены в его семи разделах:

I. Права акционеров и равенство условий для акционеров при осуществлении ими своих прав.

II. Совет директоров.

III. Корпоративный секретарь.

IV. Система вознаграждения членов совета директоров, исполнительных органов и иных ключевых руководящих работников.

V. Система управления рисками и внутреннего контроля.

VI. Раскрытие информации, информационная политика.

VI. Существенные корпоративные действия.

Разделы содержат 24 дополнительных подраздела с 79 принципами Кодекса под трёхразрядными номерами («1.1.1.» или «1.2.3.» и т.д.) и 128 критериев оценки соблюдения каждого из них, рекомендованных Банком России. Статус соответствия каждому критерию оценки соблюдения этих принципов – «соблюдается», «частично соблюдается», «не соблюдается». Выполнена оценка соблюдения в 2017–2018 гг. каждой из генерирующих компаний принципов Кодекса. В таблице 3 на примере ПАО «ОГК-2» показано, как были представлены полученные результаты по каждой генерирующей компании.

В таблице 4 приведены только итоговые значения количества «соблюдаемых», «частично соблюдаемых» и «не соблюдаемых» ими критериев Кодекса в 2017–2018 гг., рекомендованных Банком России (в том числе в процентах).

Таблица 3. Соблюдение принципов Кодекса (на примере ПАО «ОГК-2»), 2017-2018 гг.

Подразделы	Число принципов, рекомендованных Кодексом	Число критериев оценки соблюдения принципа	Статус соответствия критериям оценки соблюдения принципов					
			2017			2018		
			Соблюдается	Не соблюдается	Частично соблюдается	Соблюдается	Не соблюдается	Частично соблюдается
I. Права акционеров и равенство условий для акционеров при осуществлении ими своих прав								
1.1.	6	14	12	-	2	12	-	2
1.2.	4	5	3	1	1	3	1	1
1.3.	2	2	2	-	-	2	-	-
1.4.	1	1	1	-	-	1	-	-
II. Совет директоров								
2.1.	7	12	9	1	2	9	1	2
2.2.	2	3	2	1	-	2	1	-
2.3.	4	5	-	2	3	-	2	3
2.4.	4	6	2	2	2	3	2	1
2.5.	3	4	2	2	-	2	2	-
2.6.	4	8	4	2	2	4	2	2
2.7.	4	4	3	1	-	3	1	-
2.8.	6	13	4	2	7	4	2	7
2.9.	2	3	1	2	-	2	1	-
III. Корпоративный секретарь								
3.1.	2	3	3	-	-	3	-	-

Подразделы	Число принципов, рекомендованных Кодексом	Число критериев оценки соблюдения принципа	Статус соответствия критериям оценки соблюдения принципов					
			2017			2018		
			Соблюдается	Не соблюдается	Частично соблюдается	Соблюдается	Не соблюдается	Частично соблюдается
IV. Система вознаграждения членов совета директоров, исполнительных органов и иных ключевых руководящих работников								
4.1.	4	4	3	1	-	3	1	-
4.2.	3	3	1	1	1	1	1	1
4.3.	3	6	3	3	-	3	3	-
V. Система управления рисками и внутреннего контроля								
5.1.	4	5	3	1	1	4	1	-
5.2.	2	3	2	-	1	2	-	1
VI. Раскрытие информации, информационная политика								
6.1	2	5	3	2	-	4	1	-
6.2	3	7	7	-	-	7	-	-
6.3	2	3	3	-	-	3	-	-
VII. Существенные корпоративные действия								
7.1.	3	5	4	1	-	4	1	-
7.2.	2	4	3	1	-	3	1	-
Всего	79	128	80	26	22	84	24	20

Таблица 4. Соблюдение генерирующими компаниями критериев Кодекса, 2017-2018 гг.

Компании (ПАО)	Соблюдаются				Частично соблюдаются				Не соблюдаются			
	2017		2018		2017		2018		2017		2018	
	Кол-во	%	Кол-во	%	Кол-во	%	Кол-во	%	Кол-во	%	Кол-во	%
«Интер РАО»	116	90.6	125	97.6	8	6.3	2	1.6	4	3.1	1	0.8
«Энел Россия»	104	81.2	120	93.8	16	12.5	5	3.9	8	6.3	3	2.3
«РусГидро»	100	78.1	123	96.1	25	19.5	2	1.6	3	2.4	3	2.3
«ТГК-1»	102	79.7	89	69.4	23	18.0	37	28.0	3	2.3	2	1.6
«ТГК-14»	81	63.3	93	72.6	38	29.7	24	18.8	9	7.0	11	8.6
«Юнипро»	83	64.8	98	76.5	29	22.7	18	14.1	16	12.5	12	9.4
«ОГК-2»	82	64.1	84	65.6	20	15.6	20	15.6	26	20.3	24	18.8
«Т Плюс»	56	43.8	-	-	50	39.0	-	-	22	17.2	-	-
«Мосэнерго»	66	51.6	62	48.4	48	37.5	56	43.8	14	10.9	10	7.8
«Иркутскэнерго»	50	39.1	38	29.7	59	46.1	63	49.2	19	14.8	27	21.1
«Квадра»	65	50.8	75	58.6	28	21.9	22	17.2	35	27.3	31	24.2
«ТГК-2»	60	46.8	58	45.3	39	30.5	37	28.9	29	22.7	33	25.8

Значения таблицы 4 показывают, что имеются существенные различия в соблюдении генерирующими компаниями принципов Кодекса. Лидерами по их соблюдению в 2018 г. являлись государственные компании ПАО «Интер РАО», ПАО «РусГидро» и итальянская ПАО «Энел Россия». Из 128 оцениваемых критериев соответствия этим принципам, рекомендованных Банком России, они соблюдали 125, 123 и 120. Замыкали список компании с частными собственниками – ПАО «ТГК-2» и ПАО «Иркутскэнерго», соответственно, с 58 и 38 критериями соблюдения, оказавшись явными аутсайдерами. При сравнительном анализе значений лидеров и аутсайдеров по статусу «не соблюдаются» практически наблюдалась аналогичная корреляция, но разрыв значений был более внушительным. ПАО «Интер РАО», ПАО «Энел Россия», ПАО «РусГидро» не соблюдали 1, 3 и 3

критерия, соответственно. ПАО «Иркутскэнерго» – 27, ПАО «Квадра» – 31 и ПАО «ТГК-2» – 33 критерия, отставая по их соблюдению в 27-33 раза от ПАО «Интер РАО».

Отмечены не менее существенные различия по статусу соответствия принципам Кодекса по отдельным компаниям. Из данных таблицы 4 видно, что в генерирующих компаниях, лидирующих по соблюдению этих принципов, доли составляющих статуса соответствия («соблюдаются», «частично соблюдаются», «не соблюдаются») среди 128 оцениваемых критериев в 2018 г. имели следующие пропорции: ПАО «Интер РАО» – 97.6%, 1.6%, 0.8%; ПАО «Энел Россия» – 93.8%, 3.9%, 2.3%; ПАО «РусГидро» – 96.1%, 1.6%, 2.3%. В компаниях – аутсайдерах наблюдалось относительное смещение в сторону увеличения «частично соблюдаемых» и «не соблюдаемых» критериев: ПАО «Иркутскэнерго» – 29.7%, 49.2%, 21.1%; ПАО «Квадра» – 58.6%, 17.2%, 24.2%; ПАО «ТГК-2» – 45.3%, 28.9%, 25.8%.

Наблюдались разнонаправленные изменения в соблюдении генерирующими компаниями критериев Кодекса в 2017 и в 2018 гг. Компании-лидеры, а также ПАО «Юнипро» и ПАО «Квадра», в среднем, на 11–12% увеличили количество соблюдаемых критериев, у остальных компаний произошло их снижение, причем у ПАО «ТГК-1» и ПАО «Иркутскэнерго» практически на том же уровне. Отмечено увеличение числа несоблюдаемых критериев. Оно наблюдалось, главным образом, у компаний-аутсайдеров. По данным таблицы 4 увеличилась доля несоблюдаемых критериев у ПАО «Иркутскэнерго» с 14.8% в 2017 г. до 21.1% в 2018 г., у ПАО «ТГК-2» – с 22.7 % до 25.8%, соответственно. Количество частично соблюдаемых критериев возросло только у ПАО «Мосэнерго», ПАО «Иркутскэнерго» и ПАО «ТГК-1».

Выявлены наименее соблюдаемые подавляющим большинством генерирующих компаний в 2017–2018 гг. оценочные критерии принципов Кодекса, рекомендованные Банком России. Они приведены в таблице 5. и сгруппированы в порядке возрастания доли не соблюдавших эти критерии генерирующих компаний.

Генерирующие компании обязаны представлять в отчетах «О соблюдении принципов и рекомендаций Кодекса корпоративного управления» объяснения по отклонениям от рекомендаций Кодекса. Проведенный анализ таких показал их низкое качество. Некоторые из объяснений генерирующих компаний по наименее соблюдаемым ими критериям Кодекса, перечисленным в таблице 5, приведены ниже.

Наиболее распространенным объяснением этими компаниями причин несоответствия принципу 2.4.3. Кодекса, касающегося минимального количества независимых директоров в составах их советов, является отсутствие у них объективной возможности повлиять на процесс избрания членов советов директоров. Такое же объяснение дается ими о причинах несоответствия принципу 2.5.1. Кодекса, касающегося независимости Председателя Совета директоров или же определения старшего независимого директора среди независимых директоров. Более правдоподобным и убедительным объяснением несоблюдения этого принципа, скорее всего, является формирование Совета директоров из работников контролирующего акционера, а Председатель Совета директоров избирается его членами из их состава по рекомендации того же контролирующего акционера. Голосование членов советов директоров является чисто формальным. В частности, по данным отчета «О соблюдении принципов и рекомендаций Кодекса корпоративного управления» ПАО «Квадра», ее Совет директоров с контролирующим частным акционером (М. Прохоров) уже несколько лет формируется из его работников (8 из 9 членов совета директоров). До изменения подхода контролирующего лица к формированию Совета директоров не планируется менять сложившуюся практику. Видимо, существует явная незаинтересованность контролирующих частных акционеров и государства иметь в составе советов директоров значимое количество число реально независимых директоров. Российские контролирующие акционеры рассматривают как чрезмерный риск передачу советам директоров реальных функций контроля и надзора за деятельностью своих компаний, если они их не сформировали сами. Повлиять на данную практику в генерирующих компаниях, на наш взгляд, смогут лишь изменения в структуре их акционерного капитала.

Не менее распространенными среди генерирующих компаний являются объяснения основных причин несоответствия двум критериям оценки соблюдения базового принципа 6.1.1. Кодекса.

Таблица 5. Наименее соблюдаемые генерирующими компаниями критерии Кодекса, 2017–2018 гг.

Принципы	Критерии оценки соблюдения принципов Кодекса
1.1.6.	3. Советом директоров при принятии решений по подготовке и проведении общих собраний акционеров, рассматривался вопрос об использовании телекоммуникационных средств для предоставления акционерам удалённого доступа для участия в этих собраниях в отчётном периоде.

2.1.7.	1. В течение отчётного периода Совет директоров рассмотрел вопрос о практике корпоративного управления.
2.2.1.	2. Годовой отчёт содержит информацию об основных результатах оценки работы Совета директоров, проведённой в отчётном периоде.
2.7.4.	1. Решения по наиболее важным вопросам должны приниматься на заседании Совета директоров квалифицированным большинством, не менее чем в три четверти голосов, или же большинством голосов всех избранных членов Совета директоров.
2.8.3.	1. Советом директоров создан комитет по номинациям, большинство членов которого являются независимыми директорами. 2. Во внутренних документах определены задачи комитета по номинациям.
6.1.1.	2. Совет директоров (или один из его комитетов) рассмотрел вопросы, связанные с соблюдением информационной политики как минимум один раз за отчётный период.
2.5.1.	1. Председатель Совета директоров является независимым директором, или же среди независимых директоров определён старший независимый директор.
2.5.2.	1. Эффективность работы председателя Совета директоров оценивалась в рамках процедуры оценки эффективности Совета директоров в отчётном периоде.
2.9.1.	1. Самооценка или внешняя оценка работы Совета директоров, проведённая в отчётном периоде, включала оценку работы комитетов, отдельных членов Совета директоров и Совета директоров в целом. 2. Результаты самооценки или внешней оценки Совета директоров, проведённой в течение отчётного периода, были рассмотрены на очном заседании Совета директоров.
4.1.2.	1. В течение отчётного периода комитет по вознаграждениям рассмотрел политику по вознаграждениям и практику её внедрения и при необходимости представил соответствующие рекомендации Совету директоров.
4.2.2.	1. Если внутренний документ предусматривает предоставление акций членам Совета директоров, должны быть предусмотрены и раскрыты чёткие правила их владения, нацеленные на стимулирование долгосрочного владения ими.
4.3.1.	3. Предусмотрена процедура, обеспечивающая возвращение премиальных выплат, неправомерно полученных членами исполнительных органов и иными ключевыми руководящими работниками.
7.1.2.	1. Предусмотрена процедура, в соответствии с которой независимые директора заявляют о своей позиции по существенным корпоративным действиям до их одобрения.
2.9.2.	1. Для проведения независимой оценки качества работы Совета директоров в течение трёх последних отчётных периодов по меньшей мере один раз привлекалась внешняя организация.
4.2.1.	1. Фиксированное годовое вознаграждение являлось единственной денежной формой вознаграждения членов Совета директоров в течение отчётного периода.
4.3.2.	1. Внедрена программа долгосрочной мотивации для членов исполнительных органов и иных ключевых руководящих работников с использованием акций Общества (финансовых инструментов, основанных на его акциях). 2. Программа долгосрочной мотивации членов исполнительных органов и иных ключевых руководящих работников предусматривает, что право реализации используемых в такой программе акций и иных финансовых инструментов наступает не ранее, чем через три года с момента их предоставления. При этом право их реализации обусловлено достижением определенных показателей деятельности Общества.
2.4.3.	1. Независимые директора составляют не менее одной трети состава Совета директоров.
7.2.2.	3. Внутренние документы предусматривают расширенный перечень оснований, по которым члены Совета директоров и иные предусмотренные законодательством лица признаются заинтересованными в сделках.

Принцип 6.1.1. Кодекса касается обеспечения своевременного и полного публичного раскрытия достоверной информации об их деятельности. Эти два критерия:

1. Наличие утверждённой информационной политики, разработанной с учетом рекомендаций Кодекса.

2. Рассмотрение советом директоров (или одним из комитетов совета директоров) вопросов, связанных с соблюдением такой информационной политики как минимум один раз за отчетный период.

Объяснения генерирующих компаний основных причин несоответствия практики их корпоративного управления критериям оценки соблюдения базового принципа 6.1.1.:

■ Информационная политика разработана и утверждена, однако Советом директоров в отчетном периоде не рассматривались вопросы, связанные с ее соблюдением, поскольку информационная политика, в основном, соответствует требованиям действующего законодательства и внутренних

документов компании (ПАО «ТГК-2», ПАО «Иркутскэнерго», ПАО «ОГК-2», ПАО «Мосэнерго», ПАО «Квадра»).

■ Информационная политика была утверждена обществом до разработки Кодекса и не учитывает введенных им рекомендаций (в частности, в Положение об информационной политике ОАО «ТГК-2» (протокол №25 от 31.10.2006) не включены отдельные положения, рекомендованные Кодексом).

■ Информационная политика общества находится в процессе разработки, либо рассматривается возможность применения данной практики (ПАО «ОГК-2», ПАО «Иркутскэнерго», ПАО «Квадра»).

Из первых двух объяснений несоблюдения базового принципа 6.1.1. видно, что советы директоров не обеспечили выполнения самых базовых обязанностей по контролю над информационной политикой своих компаний. В частности, «информационная политика, в основном, соответствующая требованиям внутренних документов компании» без проведения их актуализации, как минимум, выглядит не совсем убедительно. Подтверждением этому является год утверждения советами директоров этих генерирующих компаний Положений об информационной политике: ПАО «ТГК-1» (2008), ПАО «ТГК-2» (2006), ПАО «Квадра» (2006), ПАО «ОГК-2» (2009), ПАО «Иркутскэнерго» (2011). Последний вариант объяснения причин несоответствия практики корпоративного управления критериям оценки соблюдения базового принципа 6.1.1. в течение несколько лет постоянно повторяется подавляющим большинством генерирующих компаний. Такие объяснения, как минимум, свидетельствуют о несвоевременной реакции советов директоров этих компаний на необходимость обеспечения учета рекомендаций Кодекса (принят в апреле 2014 г.) во внутренних документах. Более того, за этими объяснениями может скрываться высокая степень озабоченности контролирующих акционеров о серьезных рисках при раскрытии существенной информации о деятельности их компаний, перевешивающих возможные выгоды. Этого не могут не учитывать советы директоров [19].

Самые распространенные объяснения несоблюдения рекомендаций Кодекса по проведению оценки работы советов директоров в 2018 г.:

Оценка работы Совета директоров не требуется по причине сбалансированности его состава (замечаний и предложений по изменению состава Совета директоров не поступало), в том числе по квалификации его членов, их опыту, знаниям и деловым качествам, доверия акционеров.

Планируется рассмотреть возможность проведения самооценки работы Совета директоров и/ или внешней оценки с обсуждением ее результатов на очном заседании.

Среди объяснений несоблюдения рекомендаций Кодекса по оценке работы советов директоров не фигурирует отсутствие соответствующей методики для оценки их работы. На наш взгляд, планируя рассмотрение возможности проведения самооценки работы Совета директоров, генерирующие компании должны были предусмотреть и целесообразность разработки такой методики. Как правило, она индивидуальна для каждой компании и должна учитывать специфические задачи, стоящие перед компанией, ее Советом директоров и топ-менеджментом. Рекомендации по общим принципам оценки работы советов директоров, их комитетов, индивидуально каждого их члена доступны из многих источников, в том числе находящихся в свободном доступе в Интернете [11]. Общая невысокая культура корпоративного управления, низкая активность миноритарных акционеров в этом вопросе не побуждают компании заняться разработкой даже самой простой методики оценки работы Совета директоров в целом и каждого из его членов, а также их комитетов. Также не используется возможность заказа разработки такой методики консультантам и проведения на ее основе оценки, обсуждения полученных результатов на очном заседании Совета директоров, следуя рекомендациям Кодекса [19].

Отмечено, что подавляющее число генерирующих компаний для объяснения причин несоответствия их корпоративной практики принципам Кодекса по наименее соблюдаемым критериям, приведенным в таблице 5, использовало две типовые формулировки. Первая из них – «не проводилось, не рассматривались, не определены и т.д.», вторая – «компания планирует рассмотреть возможность». Эти формулировки показаны на примере соблюдения принципов 7.1.1., 7.1.2. и 7.2.2.:

Не определен перечень сделок или иных действий, являющихся существенными корпоративными действиями, и критерии для их определения.

Не предусмотрена процедура, в соответствии с которой независимые директора заявляют о своей позиции по существенным корпоративным действиям до их одобрения.

Компания планирует рассмотреть возможность включения во внутренние документы расширенного перечня оснований, по которым члены Совета директоров Общества и иные предусмотренные законодательством лица признаются заинтересованными в ее сделках (ПАО «ОГК-2», ПАО «ТГК-1»).

В объяснениях ПАО «Энел» о причинах отклонений от соблюдения принципов Кодекса были применены совсем нестандартные формулировки – «Продолжает соблюдаться», «Улучшение по сравнению с предыдущим периодом». Такие формулировки относятся к изменениям соответствия принципам в сравнении с предыдущим годом, а не причинам отклонений от соблюдения принципов Кодекса. Они по назначению были использованы в своих объяснениях ПАО «Интер РАО».

При анализе всех «объяснений», сформулированных генерирующими компаниями по отклонениям от рекомендаций Кодекса, которые они обязаны представить в отчетах «О соблюдении принципов и рекомендаций Кодекса корпоративного управления», прослеживается явно преобладающий формальный подход с их стороны к выполнению рекомендаций Кодекса. Этот подход мало изменился в последние годы. Более четким стало лишь указание положений Кодекса, к которым относятся объяснения. Остальные рекомендованные компаниям Банком России объяснения, которые должны присутствовать в отчетах, по-прежнему отсутствовали [13]:

описание контекста, обстоятельств, предпосылок, в связи с которыми компания не следует Кодексу;

убедительные и понятные объяснения конкретных причин несоблюдения Кодекса;

описание используемых компанией альтернативных механизмов, направленных на снижение рисков;

планируемые сроки приведения практики корпоративного управления в соответствие с Кодексом.

Перечень перечисленных в таблице 5 наименее соблюдаемых оценочных критериев, рекомендованных Банком России, был расширен дополнительно выявленными критериями, не вошедшими в его рекомендации. Выяснилось, что эти критерии не соблюдаются генерирующими компаниями. По соответствующим принципам Кодекса (выделены курсивом) выявленные дополнительные критерии, несоблюдаемые компаниями, перечислены ниже:

1.1.3. В ходе подготовки и проведения общего собрания акционеров (ОСА) акционеры должны иметь возможность беспрепятственно и своевременно получать информацию о собрании и материалы к нему, задавать вопросы исполнительным органам и членам совета директоров, общаться друг с другом.

Предоставлены таблицы сравнения вносимых изменений с текущей редакцией при внесении изменений в Устав Общества и его внутренние документы.

Обоснована необходимость принятия соответствующих решений и разъяснены последствия, которые могут наступить для Общества и его акционеров в случае их принятия.

Обосновано предлагаемое распределение чистой прибыли с оценкой его соответствия принятой в Обществе дивидендной политике, в том числе на выплату дивидендов и собственные нужды, с пояснениями и экономическим обоснованием потребности в направлении определенной части чистой прибыли на собственные нужды.

Предоставлены сведения о корпоративных действиях, которые повлекли ухудшение дивидендных прав акционеров и (или) размывание их долей, а также о судебных решениях, которыми установлены факты использования акционерами иных, помимо дивидендов и ликвидационной стоимости, способов получения дохода за счет Общества.

Обеспечена возможность акционерам, имеющим право на ознакомление со списком лиц, участвующих в ОСА, для их оценки соотношения сил на предстоящем собрании, осуществления совместного выдвижения кандидатов для избрания в органы управления компании, обсуждения и согласования между собой возможных вариантов голосования, а также назначения своего представителя для участия в ОСА.

Обеспечена работа форума по вопросам повестки дня ОСА на официальном сайте Общества, обеспечивающая возможность акционерам задавать вопросы членам исполнительных органов и совета директоров, а также публично высказывать свое мнение по вопросам повестки дня ОСА.

1.1.5. Каждый акционер должен иметь возможность беспрепятственно реализовать право голоса самым простым и удобным для него способом.

Созданы системы, позволяющие акционерам голосовать с помощью электронных средств посредством заполнения бюллетеня для голосования в электронной форме, например через личный кабинет на сайте Общества в сети Интернет при условии обеспечения достаточной надежности и защиты, а также однозначной идентификации (аутентификации) лиц, принимающих участие в собрании.

1.2.1. Общество должно разработать и внедрить прозрачный и понятный механизм определения размера дивидендов и их выплаты.

Разработана дивидендная политика на средне- и долгосрочный период.

Определены правила, регламентирующие порядок определения части чистой прибыли, направляемой на выплату дивидендов и условия, при соблюдении которых они объявляются, порядок расчета размера дивидендов по акциям, минимальный размер дивидендов по акциям разных категорий (типов).

2.3.2. Избрание членов совета директоров общества должно осуществляться посредством прозрачной процедуры, позволяющей акционерам получить информацию о кандидатах, достаточную для формирования представления об их личных и профессиональных качествах.

Организовано предварительное обсуждение акционерами кандидатов, которые предлагаются для выдвижения в советы директоров.

Раскрыты сведения о лице (группе лиц), выдвинувших данного кандидата, о характере его отношений с Обществом, о членстве в советах директоров в других юридических лицах, а также о выдвижении такого кандидата в члены советов директоров или для избрания (назначения) на должность в иных юридических лицах, сведения об отношениях кандидата с аффилированными лицами и крупными контрагентами Общества.

Указана информация о соответствии кандидатов требованиям, предъявляемым к независимым директорам.

Организован Интернет – форум по вопросам повестки дня ОСА для сбора мнений акционеров о соответствии кандидатов критериям независимости.

2.9.1. Проведение оценки качества работы совета директоров должно быть направлено на определение степени эффективности работы совета директоров, комитетов и членов совета директоров, соответствия их работы потребностям развития Общества, активизацию работы совета директоров и выявление областей, в которых их деятельность может быть улучшена.

Разработана формализованная процедура для оценки работы совета директоров в целом, работы его комитетов, каждого члена совета директоров и его председателя.

6.1.1. В Обществе должна быть разработана и внедрена информационная политика, обеспечивающая эффективное информационное взаимодействие общества, акционеров, инвесторов и иных заинтересованных лиц.

Организована специальная страница на официальном сайте Общества, на которой размещаются ответы на типичные вопросы акционеров и инвесторов, регулярно обновляемый календарь корпоративных событий общества, а также иная полезная для акционеров и инвесторов информация.

6.2.2. Обществу рекомендуется избегать формального подхода при раскрытии информации и раскрывать существенную информацию о своей деятельности, даже если раскрытие такой информации не предусмотрено законодательством.

Раскрыта информация о подконтрольных Обществу юридических лицах, имеющих для него существенное значение, включая информацию о роли, выполняемой каждым из существенных подконтрольных юридических лиц, о ключевых направлениях деятельности каждого из таких лиц, о функциональных отношениях между ключевыми компаниями группы и о механизмах, обеспечивающих подотчетность и подконтрольность внутри группы.

Полностью раскрыта информация о сделках со связанными сторонами в соответствии с критериями, установленными Международными стандартами финансовой отчетности: дата; описание условий сделки; имена контрагентов и как они связаны; основания, по которым сделка классифицируется как сделка со связанной стороной; целесообразность совершения; сумма сделки и ее процент от активов.

Все перечисленные выше в таблице 5 наименее соблюдаемые, рекомендованные Банком России, и несоблюдаемые критерии Кодекса, не вошедшие в его рекомендации, относятся к зоне ответственности советов директоров генерирующих компаний, в рамках делегированных им полномочий:

являются гарантом соблюдения прав и равных условий для акционеров;

утверждают внутренние документы компаний;

разрабатывают и утверждают политику компаний по вознаграждениям, обеспечивают контроль над внедрением и реализацией этой политики, при необходимости – пересматривают и вносят в нее коррективы;

определяют принципы и подходы к организации системы управления рисками и внутреннего контроля, отслеживают соответствие им действующей системы и эффективность ее функционирования;

обеспечивают разработку и внедрение информационной политики, прозрачность, своевременность и полноту раскрытия информации, необременительный доступ к ней акционеров;

осуществляют контроль над практикой корпоративного управления, играют ключевую роль в существенных корпоративных действиях;

утверждают независимых оценщиков при осуществлении существенных корпоративных действий для защиты прав и законных интересов акционеров.

Видны серьезные расхождения между существенными обязанностями, юридически возложенными на советы директоров («де-юре»), и реальным выполнением этими советами своих обязанностей («де-факто»), исходя из результатов выполненного исследования. Наблюдаются своеобразные «ножницы» между качеством норм российского корпоративного законодательства и их реальным исполнением. Не исключено, что это обусловлено уже отмеченным выше (в частности, при анализе объяснений генерирующими компаниями несоблюдения рекомендаций Кодекса) отсутствием решающей роли советов директоров в корпоративном управлении этих компаний в качестве органа стратегического управления и контроля над деятельностью менеджмента. Ведь с юридической точки зрения собственником является каждый акционер генерирующей компании, а реальная власть принадлежит контролирующим акционерам.

В этой связи есть некоторая корреляция с результатами исследований в этой области И. Беликова [19]. По его мнению, только контролирующие акционеры стремятся к сохранению полного контроля над своими компаниями и могут влиять на разработку стратегии и принятие решений, сделав основой управления практику текущего тесного взаимодействия с топ-менеджментом компаний в условиях высокой концентрации акционерного капитала, значительных нерыночных рисках ведения бизнеса, относительно слабой правовой и судебной защите. Топ-менеджмент находится в прямой должностной зависимости от контролирующих акционеров и является для них более понятным партнером, чем Совет директоров. Контролирующие акционеры с большей силой, чем Совет директоров сами в состоянии воздействовать на топ-менеджмент, самостоятельно принимать решения о назначении и увольнении генеральных директоров, а часто и ключевых топ-менеджеров, сами ставят перед ними ключевые задачи, определяют размер и формы их вознаграждения. Советам директоров отведена роль формального участника этих отношений (нередко — простого наблюдателя) [19].

Для изучения крайней противоречивости корпоративного управления в России, включая потерю взаимосвязи между советами директоров и акционерами практически на всех стадиях – выдвижения кандидатов, выборов, текущей деятельности и других – необходимы дальнейшие исследования.

На наш взгляд, не вызывает сомнений неизбежность возникновения существенных рисков для инвестиций в ценные бумаги генерирующих компаний как при расхождении юридического статуса органов управления и контроля и реальным процессом их функционирования, так и дальнейшем перераспределении собственности в генерирующих компаниях и увеличении ее концентрации у государства и российских частных предпринимателей.

Литература

1. *Кодекс корпоративного управления. Нормативные акты и оперативная информация* Центрального Банка Российской Федерации // Вестник Банка России. 2014, № 40 (1518).
2. OECD (2016). Principles of corporate governance G20/OECD, OECD Publishing, Paris. Available: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264252035-ru>
3. *Sheveleva G.I.* Areas for the improvement in corporate governance in the Russian electric power industry / Proceedings of 2017 Tenth International Conference "Management of large-scale system development" (MLSD). Moscow, Russia, 1-4 Oct., IEEE. Pages 1-5. DOI: 10.1109/MLSD.2017.8109686
4. *Sheveleva G.I.* Priority directions in the development of corporate governance in Russia's power industry // Energy Systems Research, Vol.2, No.3, 2019. pp. 5-10. DOI: <http://dx.doi.org/10.25729/esr.2019.03.0001>
5. Минэнерго предлагает уже с июня прекратить действие моратория на начисление пеней за неоплату ЖКУ для населения и управляющих компаний. Available: <http://www.bigpowernews.ru/print/93153.phtml>
6. *Минэнерго внесло в правительство предложения по комплексному изменению механизмов поддержки ВИЭ на розничных рынках.* Available: <http://www.bigpowernews.ru/print/93010.phtml>
7. Вексельберг подтвердил, что ведет переговоры о слиянии «Т Плюс» с ГЭХ. Available: <http://www.bigpowernews.ru/print/83095/phtml>
8. *Джиллис Дж., Барта П. Леблан Р.* Структура против функции: эволюция корпоративного управления (на примере США) // Российский журнал менеджмента. 2006, № 4(1). – С.147–162.

9. *Гуриев С.М.* Мифы экономики. Заблуждения и стереотипы, которые распространяют СМИ и политики / 6-е изд. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2017. – 320 с.
10. *Гуриев С., Лазарева О., Рачинский А., Цухло С.* Корпоративное управление в российской промышленности. URL: <http://www.iep.ru/files/text/usaid/KorpUpPR.pdf>
11. *Беликов И.В.* Оценка работы Совета директоров и высшего менеджмента компании // Акционерное общество: вопросы корпоративного управления, 2008, № 4, С. 14–21.
12. *Ружанская Л.С.* Государство и изменение стратегических аспектов корпоративного управления в российских компаниях // Вестник Новосибирского государственного университета. Сер. Социально-экономические науки. 2010. Том 10. № 1.С. 3–16.
13. *Курицына Е.И.* Кодекс корпоративного управления: мониторинг раскрытия публичными акционерными обществами информации о причинах несоблюдения. URL: <http://www.oecd.moex.com/a3895>
14. *Ежеквартальный отчет ПАО «Квадра» за 3 квартал 2019.* Available: <https://www.quadra.ru/upload/iblock/b48/b48217d591d17de9138aca2faa6270ee.pdf>
15. *Ежеквартальный отчет ПАО «Юнипро» за 3 квартал 2019.* Available: http://www.unipro.energy/shareholders/disclosure/quarterly_reports/
16. *Ежеквартальный отчет ПАО «ЛУКОЙЛ» за 3 квартал 2019.* Available: <http://www.lukoil.ru/FileSystem/9/441670.pdf>
17. *Корпоративное управление в России: кризис жанра и надежды на будущее* / Центр социального проектирования «Платформа» – М.: 2018. Available: <http://www.nand.ru/upload/medialibrary/news>
18. *Корпоративное управление как фактор повышения инвестиционной привлекательности: коллективная монография* / Под ред. Е.Б. Завьяловой, В.Б. Кондратьева. – М.: МГИМО, 2014. – 311 с.
19. *Беликов И.* Совет директоров: новый подход. – М.: РИПОЛ Классик, 2019. – 580 с.
20. *Индекс корпоративного управления России 2017.* Available: http://nand.ru/upload/ux/corporate_governance_index_2017.pdf