

НОВЫЕ РЕАЛИИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ В ОТЕЧЕСТВЕННОЙ ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКЕ¹

Шевелева Г.И.

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

sheveleva@isem.irk.ru

Аннотация. В контексте повышения инвестиционной привлекательности генерирующих компаний проанализированы новые реалии корпоративного управления – ротация собственности и новая методология Банка России по его оценке. Исследована корпоративная практика этих компаний на основе новой методологии. Выявлены сопутствующие новым реалиям инвестиционные риски, главным образом, связанные с советами директоров.

Ключевые слова: Корпоративное управление, генерирующие компании, ротация собственности, Кодекс корпоративного управления, инвестиционные риски.

Введение

Возможной альтернативой закрывшимся для России международным финансовым рынкам является отечественный фондовый рынок. Одним из определяющих факторов прихода на него долгосрочных отечественных инвесторов, имеющих сбережения, считается высокий уровень корпоративного управления в российских компаниях.

В мировой практике развитое корпоративное управление является безусловным трендом и долгосрочным конкурентным преимуществом. Оно обеспечивает сохранность предоставленных акционерами средств и их эффективное использование при соблюдении общепризнанных в мире стандартов (принципов) корпоративного управления Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) по защите прав и интересов всех акционеров [1]. На основе этих стандартов был разработан в 2014 г. российский Кодекс корпоративного управления (далее по тексту – Кодекс) [2].

Цель данного исследования – выявление сопутствующих рисков для потенциальных инвесторов генерирующих компаний электроэнергетики вследствие возникновения новых реалий – ротации собственности и новой методологии оценки корпоративного управления.

Анализ ротации собственности выполнен для генерирующих компаний электроэнергетики, выделенных из состава реорганизованных «АО-энерго» РАО «ЕЭС России» и сформированных после его ликвидации – шести оптовых (ОГК), созданных по экстерриториальному принципу, и 14 территориальных (ТГК) – по территориальному принципу (далее по тексту – генерирующие компании). Рассмотрены также независимые компании (не принадлежавшие РАО «ЕЭС России») ОАО «Иркутскэнерго», ОАО «Новосибирскэнерго», ОАО «Башкирэнерго» и ОАО «Татэнерго». Оценка практики корпоративного управления проведена только для генерирующих компаний, опубликовавших данные о соблюдении принципов и рекомендаций Кодекса в годовых отчетах и (или) отчетах об устойчивом развитии на своих официальных сайтах.

Исследование выполнено на открытых источниках информации. В частности, были использованы следующие данные: общей практики корпоративного управления генерирующих компаний, их годовых и отчетов об устойчивом развитии за 2021 г.; Ежеквартального отчета ПАО «Газпром» за 1 кв. 2021 г.; Единого государственного реестра юридических лиц; Банка России; информационных агентств «BigElectricPowerNews», «РосБизнесКонсалтинг» и деловой газеты «Коммерсант»; Российского института директоров; отдельных отечественных и зарубежных авторов в области корпоративного управления.

Проанализированы новые реалии корпоративного управления генерирующих компаний, касающиеся ротации собственности и новой методологии Банка России по оценке соблюдения отечественными компаниями принципов и рекомендаций Кодекса (далее по тексту – принципы Кодекса). Выявлено увеличение долевого участия государства и отечественного частного капитала в собственности этих компаний, в т. ч. вследствие ухода иностранных собственников из российских генерирующих активов. Определены инвестиционные риски, возможные при такой ротации собственности. Выполнена оценка корпоративного управления в генерирующих компаниях с применением новой методологии Банка России. Она показала снижение соблюдения ими принципов Кодекса по итогам 2021 г. Выявлены дополнительные инвестиционные риски, сопутствующие

¹ Работа выполнена в рамках проекта государственного задания (№ FWEU-2021-0001) программы фундаментальных исследований РФ на 2021-2030 годы

несоблюдению генерирующими компаниями этих принципов. Определена при обобщении полученных данных обусловленность перечисленных инвестиционных рисков, сопутствующих новым реалиям корпоративного управления, отсутствующими («де-факто») полномочиями у советов директоров, делегированных им («де-юре»).

1. Новые реалии корпоративного управления

Проанализированы две новые реалии корпоративного управления для отечественных генерирующих компаний:

- Ротация собственности
- Новая методология оценки корпоративного управления

1.1. Ротация собственности

В отечественной электроэнергетике произошла очередная ротация собственности генерирующих компаний, преимущественно связанная с уходом из российских генерирующих активов иностранных собственников и, как следствие, смена владельцев и изменение их долевого участия в акционерном капитале этих компаний.

Прежде о структуре акционерного капитала генерирующих компаний, сложившейся по итогам 2021 г. Она показана в таблице 1. Основным источником данных для этой таблицы являлась информация годовых, ежеквартальных и отчетов об устойчивом развитии этих компаний, главным образом, с их официальных сайтов [3-14], данные информационных агентств «BigElectricPowerNews» [15-22] и «РосБизнесКонсалтинг» [23-24], а также деловой газеты «Коммерсант» [25].

Согласно данным, представленным в таблице 1, основными акционерами генерирующих компаний по итогам 2021 г. остались государство, иностранные владельцы и отечественный частный капитал, причем они увеличили свои доли в акционерном капитале этих компаний.

Государство. ПАО «Интер РАО ЕЭС» владело 100% акций ОАО «ОГК-1», ОАО «ОГК-3» и ОАО «ТГК-11», к нему были присоединены генерирующие активы ОАО «Башкирэнерго». 80,9%, 51,8% и 54% акций ПАО «ОГК-2», ПАО «ТГК-1» и ПАО «Мосэнерго» принадлежали ПАО «Газпром». Он являлся контролирующим лицом ООО «Газпром энергохолдинг» (100% доля в УК²), представленного в составе основных акционеров таблицы 1. В свою очередь, доля ООО «Газпром энергохолдинг» в УК ПАО «Центрэнергохолдинг» (одного из основных акционеров ПАО «ОГК-2») составляла 99,6% [13]. Федеральному агентству по управлению государственным имуществом принадлежали 61,2% акций ПАО «РусГидро». Бенефициаром современного ОАО «Татэнерго» является Республика Татарстан.

Иностранные владельцы располагали не менее значительными долями в акционерном капитале российских генерирующих компаний по итогам 2021 г. Компания Uniper SE (Германия) владела 83,7% акций ПАО «Юнипро, ОАО «Фортум» – 98,3% (Финляндия), ПАО «Энел Россия» – 56,4% (Италия).

Частный капитал. В собственности А. Мельниченко – 100% акций «Сибирская генерирующая компания», образованной путем слияния АО «Кузбассэнерго» и АО «Енисейская ТГК». В. Алекперову принадлежат все генерирующие компании ПАО «ЛУКОЙЛ» (ТГК-8). Доли мажоритарных собственников ОАО «ТГК-2» (Л. Лебедев), ПАО «Квадра» (М. Прохоров) и ПАО «Т Плюс» (В. Вексельберг) увеличились, в том числе через аффилированные и подконтрольные им структуры. Л. Лебедев был аффилирован с ООО «Корес Инвест», ООО «Долговое Агентство»³, с иностранными офшорными компаниями «Джанан Холдингс Лимитед», «Ралтака Энтерпрайзес Лтд» и «Литим Трейдинг Лимитед». М. Прохоров являлся контролирующим лицом ООО «Группа ОНЭКСИМ» и ООО «БизнесИНФОРМ». В. Вексельберг объединил активы генерирующих компаний ОАО «ТГК-5», ОАО «ТГК-6», ОАО «ТГК-9» и ОАО «ТГК-7» в одну – ПАО «Т Плюс». Ему принадлежала Группа «Ренова», а также кипрские компании «Бруквид Трейдинг Лимитед» и «Готелия Менеджмент Лимитед» (через «Ренова-Холдинг Рус»). Израильские инвесторы, владевшие кипрской компанией «Мерол Трейдинг Лимитед», являлись дружественными «Ренове» [23]. Максимально увеличил свое присутствие в ОАО «Иркутскэнерго» (ОАО «ЕвроСибЭнерго») En+Group (О. Дерипаска). Всеми генерирующими активами ОАО «Новосибирскэнерго» (АО «СИБЭКО»), приобретенной у Группы «РУ-КОМ» (М. Абызов), владела «Сибирская генерирующая компания» (А. Мельниченко).

² УК – уставной капитал

³ Данные Единого государственного реестра юридических лиц

Таблица 1. Акционерный капитал генерирующих компаний, 2021

Компании	Доля основных акционеров в капитале компаний, %
ОАО «ОГК-1»	ПАО «Интер РАО ЕЭС» (100)
ПАО «ОГК-2»	ООО «Центрэнергохолдинг» (73.4), ООО «Газпромэнергохолдинг» (7.5)
ОАО «ОГК-3»	ПАО «Интер РАО ЕЭС» (100)
ПАО «Юнипро» (ОГК-4) ⁴	«Uniper SE» (Германия) (83.7)
ПАО «Энел Россия» (ОГК-5)	«Энел С.п.А.» (Италия) (56.4), «ЮРОК Лимитед» (Кипр) (7.4), ООО «РФПИ» (5.5)
ПАО «РусГидро»	Росимущество (61.2), ПАО «Банк ВТБ» (13.0)
ПАО «ТГК-1»	ООО «Газпромэнергохолдинг» (51.8), «Fortum Power and Heat Oy» (Финляндия) (29.5)
ПАО «ТГК-2»	«Литим Трейдинг Лимитед» (Британские Виргинские острова – БВО) (1.5), ООО «Корес Инвест» (9.6), «Джанан Холдингс Лимитед» (БВО) (14.5), «Ралтака Энтерпрайзес Лтд» (БВО) (7.2), ООО «Долговое агентство» (25.0)
ПАО «Мосэнерго» (ТГК-3)	ООО «Газпромэнергохолдинг» (54.0), Правительство г. Москвы (26.5)
ПАО «Квадра» (ТГК-4)	ООО «Группа ОНЭКСИМ» (54.8), ООО «БизнесИНФОРМ» (24.7)
ПАО «Т Плюс» (ТГК-5, ТГК-6, ТГК-7, ТГК-9)	Группа «Ренова» (39.6), «Бруквид Трейдинг Лимитед» (Кипр) (20.5), «Готелия Менеджмент Лимитед» (Кипр) (12.7), «Мерол Трейдинг Лимитед» (Кипр) (11.7)
Генерирующие компании ПАО «ЛУКОЙЛ» (ТГК-8)	ПАО «ЛУКОЙЛ» (100)
ПАО «Фортум» (ТГК-10)	«Fortum Russia B.V.» (Финляндия) (69.9), «Fortum Holding B.V.» (Финляндия) (28.4)
ОАО «ТГК-11»	ПАО «Интер РАО ЕЭС» (100)
АО «Кузбассэнерго» (ТГК-12), АО «Енисейская ТГК (ТГК-13)»	«Siberian Energy Investment Ltd» (Кипр) (100)
ПАО «ТГК-14»	ООО «Энергопромсбыт» (39.8), ЗАО «УК Тринфиико» (23.0), ЗАО «УК РВМ Капитал» (24,5)
АО «ЕвроСибЭнерго» (ОАО «Иркутскэнерго»)	En+Group (100)
АО «СИБЭКО» (ОАО «Новосибирскэнерго»)	«Siberian Energy Investment Ltd» (Кипр) (100)
АО «Татэнерго»	Республика Татарстан (100)
ООО «Башкирская генерирующая компания» (ОАО «Башкирэнерго»)	ПАО «Интер РАО ЕЭС» (100)

Источник: Официальные сайты генерирующих компаний, «Bielectricpowernews», «РБК», «Коммерсант».

Очередная ротация собственности генерирующих компаний преимущественно связана с ее перераспределением в 2022-2023 гг.

В 2022 г. 82,47% акций ПАО «Квадра» выкуплено АО «Русатом Инфраструктурные решения» (дивизион госкорпорации «Росатом») [15]. Его доля с учетом последующих сделок увеличилась до 95,02% [16].

Иностранные собственники ушли из России. Финская Fortum и немецкий концерн Uniper – без продажи своих долей в акционерном капитале российских генерирующих компаний. У них отсутствовали разрешения от российских регулирующих органов и Президента РФ. Немецкий концерн Uniper деконсолидировал активы принадлежащей ему российской ПАО «Юнипро» в 2022 г. и классифицировал ее деятельность как «прекращенную» [17]. Финская Fortum исключила из своей новой стратегии деятельность российской генерирующей компании ПАО «Фортум» [18]. В покупке активов этих компаний были заинтересованы структуры ПАО «Газпром», ПАО «Интер РАО ЕЭС» и СУЭК [19]. Однако указом Президента РФ переданы под внешнее управление Росимущества. В дальнейшем они могут быть переданы российскому владельцу в лице «Роснефти» (в случае национализации российского имущества за рубежом) [20]. Свидетельством тому является назначение представителей «Роснефти» в качестве новых генеральных директоров в ПАО «Юнипро» и ПАО «Фортум» [25]. Только итальянская Enel получила разрешение на продажу своей российской «дочки»

⁴ В скобках приведены прежние названия генерирующих компаний

ПАО «Энел Россия». Ее акции в 2022 г. приобрели ПАО «Лукойл» (26.9%) и инвестиционный фонд «Газпромбанк – Фрезия» (29.5%) [21]. ПАО «Энел Россия» сменила свое название на ПАО «ЭЛ5-Энерго». По данным с ее официального сайта уже 56.4% ее акций в 2023 г. принадлежали ПАО «Лукойл», ООО «ППИТ-7»⁵ – 5.5%. Кипрская компания «ЮРОК Лимитед» сохранила свою долю в ПАО «ЭЛ5-Энерго» (7.4%).

Обыкновенные акции ПАО «ТГК-2», принадлежащие Джанан Холдингс Лимитед (14,5 %), Ралтака Энтерпрайзес Лтд (7,2%), ООО «Корес Инвест» (9,6%), ООО «Долговое агентство» (25%) и компании Литим Трейдинг Лимитед (1,5%) перешли в доверительное управление ООО «СОВЛИНК». Владелец ООО «СОВЛИНК» по данным Rescore⁶ являлся номинальным, а сама компания (в совокупности с другими негативными факторами) классифицировалась как «техническая» [24].

Акционеры ПАО «ТГК-14» продали свои акции АО «Дальневосточная управляющая компания» (АО «ДУК»), ее доля в акционерном капитале этой генерирующей компании превысила 92.2%. АО «ДУК» связана с Группой «Синара» Д. Пумпянского и является крупным поставщиком железнодорожной техники РЖД, объединяет машиностроительные, девелоперские, финансовые активы, агро– и энергобизнес. Основным акционером АО «ДУК» является бывший топ-менеджер РЖД К. Люльчев [22].

1.2. Новая методология оценки корпоративного управления

В основу новой методологии Банка России заложены критерии Кодекса, соблюдение которых отечественными компаниями свидетельствует об уровне их корпоративного управления. Эта новая методология для «Отчетов о соблюдении принципов и рекомендаций Кодекса корпоративного управления» (Письмо Банка России от 27.12.2021 № ИН-06-28/102) отчасти компенсировала отсутствие пересмотра с 2014 г. российского Кодекса [26].

При сравнении новой методологии с ее прежней редакцией (Письмо Банка России от 17.02.2016 № ИН-06-52/8) [27] отмечено, что обе методологии Банка России включают 7 разделов Кодекса первого уровня: 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; VII. Существенные корпоративные действия. Оставлены 24 подраздела второго уровня Кодекса с 79 принципами, а также статус соответствия критериям Кодекса («соблюдается», «частично соблюдается», «не соблюдается»). Различие этих методологий – в числе (128 и 135, соответственно) критериев оценки соблюдения принципов Кодекса (далее по тексту – критерии Кодекса). Кроме того, в новой методологии критерии четче сформулированы; часть из этих критериев по-иному перераспределены между принципами; внесены дополнительные критерии (из Кодекса, ранее не входившие в методологию Банка России); сформулированы новые (их не было ни в Кодексе, ни в прежней методологии). Ниже перечислены дополнительные и новые критерии новой методологии Банка России с указанием номеров по подразделам Кодекса.

Дополнительные критерии

- 1.1.5. Предусмотрена возможность заполнения электронной формы бюллетеня на сайте в сети Интернет
- 1.2.4. Исключены трансфертное ценообразование, услуги по завышенным ценам, внутренние займы контролирующему лицу и его подконтрольным лицам взамен дивидендов
- 2.7.2. Предоставлено членам совета директоров дистанционное участие в обсуждении вопросов повестки дня и голосовании (конференц- и видео-конференц-связь)
- 2.8.3. Не ограничивается кругом крупнейших акционеров взаимодействие с акционерами при подборе кандидатов в совет директоров
- 2.9.1. Определены процедуры по проведению оценки работы совета директоров во внутренних документах
- 3.1.1. Предоставлены сведения о корпоративном секретаре за последние пять лет об его должностях в органах управления и иных юридических лиц
- 4.1.1. Определены вознаграждения ключевым руководящим работникам с учетом их размеров в сопоставимых компаниях.

⁵ ППИТ – перспективные промышленные и инфраструктурные технологии

⁶ Rescore – сервис автоматической потоковой экспертной проверки контрагентов высокой точности с помощью искусственного интеллекта

- 4.2.1. Исключены вознаграждения членам совета директоров за участие в отдельных заседаниях совета или его комитетов
- 4.3.1. Исключены стимулы к чрезмерно рискованным решениям при назначении вознаграждений
- 5.2.2. Дана оценка корпоративного управления, включая взаимодействие с заинтересованными лицами
- 6.2.1. Определена процедура по координации работы структурных подразделений в раскрытии информации
- 6.2.2. Раскрыта информация о подконтрольных организациях, а также нефинансовый отчет, включая экологические, социальные и факторы корпоративного управления (ESG-факторы)
- 6.2.3. Включены в Годовой отчет результаты оценки эффективности проведения внешнего и внутреннего аудита
- 6.3.1. Предусмотрено предоставление акционерам информации о подконтрольных организациях во внутренних документах
- 7.1.3. Предусмотрено одобрение всех существенных сделок советом директоров
- 7.2.2. Определен порядок привлечения оценщика по крупным сделкам или сделкам с заинтересованностью во внутренних документах

Новые критерии

- 1.2.1. Включены в материалы и повестку Общего собрания акционеров данные о распределении чистой прибыли, с пояснениями и экономическими обоснованиями
- 2.1.1. Рассмотрены вопросы о соответствии профессиональной квалификации, навыков и опыта исполнительных органов стратегии компании
- 2.1.3. Определены принципы и подходы к организации системы управления рисками и внутреннего контроля, они закреплены во внутренних документах
- 2.2.1. Раскрыта информация о посещаемости заседаний совета директоров и его комитетов каждым из членов совета директоров
- 2.2.2. Разработана процедура обращений и обратная связь с председателем совета директоров
- 2.3.1. Проведена оценка кандидатов в совет директоров на наличие необходимого опыта, знаний, деловой репутации, отсутствие конфликта интересов
- 2.3.3. Проанализированы потребности и необходимые компетенции совета директоров в краткосрочной и долгосрочной перспективе
- 2.8.2. Определены условия для пересмотра политики вознаграждений ключевых руководящих работников во внутренних документах
- 6.1.1. Рассмотрены вопросы об эффективности информационного взаимодействия с заинтересованными лицами и целесообразности его пересмотра

Часть из перечисленных дополнительных и новых критериев связана с современной ESG-повесткой⁷ (5.2.2., 6.2.2., 6.1.1), новыми технологиями (1.1.5., 2.7.2.), HR⁸-стратегией (2.9.1., 2.1.1., 2.3.1., 2.3.3.). Причем критерии новой методологии Банка России, на наш взгляд, могли быть расширены в интересах инвесторов. В частности, за счет включения следующих дополнительных критериев:

- Организован Интернет-форум для сбора мнений о кандидатах в советы директоров
- Проведено предварительное обсуждение акционерами этих кандидатов
- Раскрыты сведения о выдвинувших их лицах, о характере отношений кандидатов с аффилированными лицами компании

Эти предложенные автором дополнительные критерии, не нашедшие отражение в новой методологии Банка России, могли бы соблюдаться генерирующими компаниями на добровольной основе.

2. Риски новых реалий для инвесторов

Неизбежны сопутствующие риски для потенциальных инвесторов генерирующих компаний при ротации их собственности (уходе иностранных собственников, увеличении присутствия в ней

⁷ ESG (Environmental, Social and Corporate Governance) – экология, социальное развитие и корпоративное управление

⁸ HR – Human Resources (человеческие ресурсы)

государства, крупных отечественных частных владельцев и бизнес-групп) и снижении положительной динамики в соблюдении критериев Кодекса, полученной при оценке по новой методологии Банка России.

2.1. Риски ротации собственности

При очередной ротации собственности генерирующих компаний не исключены возросшие риски для потенциальных инвесторов. В первую очередь, связанные с увеличением долевого участия государства и крупного отечественного бизнеса в их акционерном капитале.

Увеличение *государственного присутствия*, как правило, приводит к росту числа членов советов директоров и генеральных директоров из числа бывших государственных служащих. Членам советов директоров спускаются директивы для голосования по наиболее важным для инвесторов вопросам (назначение/увольнение генерального директора и утверждение договора с ним, утверждение стратегии, внесение изменений в ряд внутренних документов, утверждение размера дивидендов и т.п.) [28]. «Под давлением» у этих директоров, включая независимых, снижается ответственность перед акционерами и компанией в целом. Присутствие независимых директоров в этом случае, как правило, является малоэффективным вследствие их высокой зависимости от крупных собственников. Исключение – директора с повышенной независимостью, характерные для советов директоров отдельных развивающихся стран [29-31]. Увеличиваются риски продвижения государством за счет акционерной стоимости компаний социальных и стратегических программ страны. Не исключено, что это становится возможным вследствие систематического смешения государством своих функций как регулятора и как акционера, явно противоречащего основному принципу корпоративного управления ОЭСР для компаний с государственным участием, четко разделяющего эти функции. В зарубежной практике корпоративного управления ограничивают и зачастую не допускают к избранию в составы советов директоров компаний с государственным участием министров, государственных секретарей и других высокопоставленных государственных служащих. Такая политика обычно способствует предотвращению конфликтов интересов. Государство в роли регулятора корпоративных отношений в последние годы добивается определенных успехов, однако в качестве собственника привычно реализует исключительно свои права, игнорируя интересы других акционеров [32].

В компаниях с крупными частными владельцами или бизнес-группами узурпируются полномочия, делегированные («де-юре») совету директоров. Мажоритарные акционеры таких компаний, как правило, имеют тесную связь с топ-менеджментом. Их советы директоров, призванные строго гарантировать соблюдение интересов акционеров, превращаются «де-факто» в формальных участников корпоративных отношений, нередко – в простых наблюдателей [32-33]. При активном участии контролирующих акционеров в оперативном управлении фактически нивелируется разделение собственности и управления. Основные риски для инвесторов с такими собственниками, как правило, обусловлены потенциальными сделками со связанными сторонами и экспроприацией миноритарных акционеров, переплатами за ресурсы или покупку активов, занижением цен на продукцию или продажу активов, предоставлением кредитов аффилированным лицам или чрезмерным вознаграждением руководству. Косвенным подтверждением тому является формальный подход этих компаний к соблюдению принципов Кодекса [34], их относительно невысокая рыночная стоимость [35]. Причем генерация для крупных частных владельцев или бизнес-групп, как правило, не является ключевым бизнесом, а выполняет функцию обеспечения их основных производств. В нарушение интересов инвесторов генерирующих компаний «точки прибыли» могут быть сосредоточены в профильных видах деятельности, подконтрольных этим владельцам. В таком случае возрастают, на наш взгляд, сопутствующие риски для инвесторов генерирующих компаний в виде недополученных дивидендов и призрачных перспектив повышения акционерной стоимости.

2.2. Риски несоблюдения Кодекса

Оценка соблюдения генерирующими компаниями критериев Кодекса проводилась по итогам 2021 г. на данных их годовых отчетов «О соблюдении принципов и рекомендаций Кодекса корпоративного управления» и (или) отчетов об устойчивом развитии с применением новой методологии Банка России. Результаты этой оценки представлены на рисунке 1.

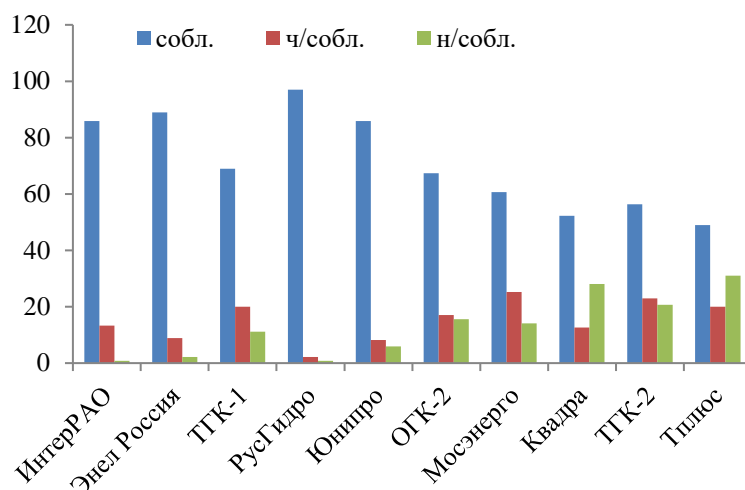


Рис.1. Соблюдение критериев Кодекса, 2021 г.

На рисунке 1 видны явные лидеры соблюдения критериев Кодекса. В их число вошли компании с государственным участием (ПАО «Интер РАО» и ПАО «РусГидро»), а также с иностранными собственниками (итальянская ПАО «Энел Россия» и немецкая ПАО «Юнипро»). Из 135 критериев Кодекса они соблюдали, соответственно, 85,9%, 97,0%, 88,9% и 85,9%. В аутсайдерах – ПАО «ТГК-2», ПАО «Квадра» и ПАО «Т Плюс», принадлежащие отечественным частным владельцам. Соблюдение ими критериев Кодекса в этом году – 56,3%, 52,3%, 49,0%. Лишь в несоблюдении критериев Кодекса проявилось лидерство этих компаний-аутсайдеров – 20,7%, 28,1%, 31,0%.

Наблюдались разнонаправленные изменения по «частично соблюдаемым» и «не соблюдаемым» критериям Кодекса в этих компаниях в сравнении с предыдущим годом. Такая разнонаправленность была характерна как для компаний-лидеров, так и для компаний-аутсайдеров. В частности, в 2021 г. ПАО «Энел Россия» увеличила процент и «частично соблюдаемых», и «несоблюдаемых» критериев Кодекса. В ПАО «Юнипро», наоборот, эти показатели обоюдно и неравномерно снизились. Уменьшился процент «несоблюдаемых» критериев в ПАО «Интер РАО», но «частично соблюдаемых» увеличился на 12,5%. Противоположную динамику показала ПАО «Т Плюс», с 10%-м снижением «частично соблюдаемых» и с таким же повышением «несоблюдаемых» критериев. ПАО «РусГидро» сохранило число «несоблюдаемых» критериев на прежнем уровне в 2021 г., но уменьшило «частично соблюдаемые» критерии.

Не исключено, что такие колебания в соблюдении критериев Кодекса были обусловлены пока что «не обкатанной» генерирующими компаниями новой методологии Банка России. Возможно, сказался уход иностранных собственников, обычно придерживавших высоких стандартов корпоративного управления.

По результатам дополнительно выполненного анализа частично- и несоблюдаемых этими компаниями критериев по всем разделам Кодекса, отмечена определенная «уязвимость» их советов директоров (таблица 2).

Таблица 2. Число частично- и несоблюдаемых критериев по разделам Кодекса, 2021

Компании (ПАО)	Не соблюдаемые							Частично соблюдаемые						
	I	II	III	IV	V	VI	VII	I	II	III	IV	V	VI	VII
Интер РАО	-	-	-	1	-	-	-	7	7	-	-	-	2	2
Энел Россия	-	1	-	1	-	-	1	7	-	3	-	-	-	2
ТГК-1	-	12	-	2	-	1	-	5	16	-	2	1	2	1
РусГидро	-	1	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-	1	-
Юнипро	1	3	-	-	-	3	1	3	2	-	2	2	2	-
ОГК-2	3	14	-	1	-	2	1	2	15	-	3	1	1	1
Мосэнерго	1	7	-	5	1	4	1	4	23	1	1	2	2	1
Квадра	2	25	-	6	-	3	2	-	12	-	-	-	1	4
ТГК-2	5	14	-	2	-	6	1	2	18	-	3	1	3	4

Источник: Определено автором на данных с официальных сайтов генерирующих компаний

Согласно данным, приведенным в таблице 2, большее число критериев Кодекса не соблюдалось полностью или не в полной мере по разделу II (совет директоров) практически всеми генерирующими компаниями. Несоблюдение критериев Кодекса именно по этому разделу способно спровоцировать особенно чувствительные риски для потенциальных инвесторов. Ведь советам директоров отечественных компаний делегировано подавляющее число из всех полномочий для защиты прав и интересов акционеров. На них возложен усиленный контроль над их соблюдением, обусловленный отсутствием должного внешнего контроля в условиях относительной слабости российской институциональной среды. Такой внешний контроль в англо – американской системе корпоративного управления осуществляется фондовым рынком, в германской системе – банками.

3. Заключение

Корпоративное управление не утратило своей значимости в качестве одного из ключевых факторов инвестиционной привлекательности генерирующих компаний. Оно во многом определяется структурой собственности, соблюдением этими компаниями принципов и рекомендаций Кодекса, адаптированных к новым реалиям. Выявленные инвестиционные риски, сопутствующие уходу иностранных владельцев и возросшему присутствию государства и частного капитала в собственности генерирующих компаний, снижению соответствия их корпоративной практики лучшим стандартам, преимущественно связаны с фактическими нарушениями полномочий, делегированных «де-юре» советам директоров. Без должного внимания к снижению этих инвестиционных рисков они способны прогрессировать и не позволят инвесторам позитивно оценивать перспективы корпоративного управления генерирующих компаний при принятии решений о вложении средств.

Литература

1. OECD (2016). Principles of corporate governance G20/OECD, OECD Publishing, Paris. URL: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264252035-ru> (дата обращения 15.01.2022).
2. Кодекс корпоративного управления. Нормативные акты и оперативная информация Центрального Банка Российской Федерации // Вестник Банка России. – 2014. N 40 (1518).
3. Годовой отчет ПАО «ИнтерПао» за 2021 г. URL: https://www.interrao.ru/upload/InterRAO_AR21_RUS_KKU.pdf (дата обращения 24.03.2023).
4. Годовой отчет ПАО «РусГидро» за 2021 г. URL: <http://www.rushydro.ru/upload/iblock/ef5/Kniga-prilozhenij.pdf> (дата обращения: 15.12.2022).
5. Годовой отчет ПАО «Юнипро» за 2021 г. URL: https://unipro.energy/shareholders/disclosure/annual_reports/ (дата обращения 15.12.2022).
6. Годовой отчет ПАО «ОГК-2» за 2021 г. URL: <https://www.ogk2.ru/aktsioneram-i-investoram/otchetnost/godovye-otchety/> (дата обращения 21.12.2022).
7. Годовой отчет ПАО «Эл5энерго» за 2021 г. URL: https://www.el5-energo.ru/upload/iblock/692/s7ftb3u57g4ijqvvsunuhyd9mlhpn8it/Annual_report_2021.pdf (дата обращения 24.01.2023).
8. Годовой отчет ПАО «Мосэнерго» за 2021 г. URL: <https://mosenergo.gazprom.ru/d/textpage/f9/249/godovoj-otchet-v-raskrytie.pdf> (дата обращения 24.01.2023).
9. Годовой отчет ПАО «Квадра» за 2021 г. URL: https://www.quadra.ru/upload/filials_doc/Annual_reports/Annual_Report_by_2021_rus.pdf (дата обращения 24.01.2023).
10. Годовой отчет ПАО «ТГК-1» за 2021 г. URL: https://www.tgc1.ru/fileadmin/ir/Reports/Annual/2021/go_2021_01.01_all_22.07.2022.pdf (дата обращения 24.01.2023).
11. Годовой отчет ПАО «ТГК-2» за 2021 г. URL: https://www.tgc-2.ru/upload/iblock/7f3/areport_2021.pdf (дата обращения 24.02.2023).
12. Годовой отчет ПАО «Фортум» за 2021 г. URL: <https://e-disclosure.ru/portal/files.aspx?id=8657&type=2&attempt=1> (дата обращения 25.01.2023).
13. Ежеквартальный отчет ПАО «Газпром» за 1 кв. 2021 г. URL: <https://www.gazprom.ru/f/posts/57/982072/gazprom-emitent-report-2021-3mth.pdf> (дата обращения: 12.04.2023).
14. Отчет об устойчивом развитии Группы «Т Плюс» за 2021 г. URL: https://www.tplusgroup.ru/fileadmin/user_upload/21012022_T_ESG_report_smart_ru.pdf (дата обращения: 24.01.2023).
15. «Росатом» купил «Квадру» у ОНИКСИМа. URL: <https://www.bigpowernews.ru/print/101362.phtml> (дата обращения: 01.02.2022).

16. «Росатом» увеличил долю в «Квадре» до 95,02%. URL: <http://www.bigpowernews.ru/print/103855.phtml> (дата обращения: 27.06.2022).
17. Продажа «Юнипро» остается под вопросом. URL: <https://www.bigpowernews.ru/print/107665.phtml> (дата обращения: 17.02.2023).
18. Fortum не включил бизнес в России в свою новую стратегию. URL: <http://www.bigpowernews.ru/print/107803.phtml> (дата обращения: 02.03.2023).
19. Fortum хочет продать все активы в РФ. URL: <https://www.bigpowernews.ru/print/102871.phtml> (дата обращения: 14.06.2022).
20. Новым владельцем активов Fortum и Uniper может стать «Роснефть». URL: <https://www.bigpowernews.ru/print/108766.phtml> (дата обращения: 27.04.2023).
21. «Лукойл» направил оферту о выкупе акций «ЭЛС-Энерго». URL: <https://www.bigpowernews.ru/print/107032.phtml> (дата обращения: 09.01.2023).
22. РЖД вышли из ТГК-14. URL: <http://www.bigpowernews.ru/print/101071.phtml> (дата обращения: 11.01.2022).
23. Вексельберг сократил прямой контроль над «Т Плюс». URL: <https://www.rbc.ru/business/20/09/2018/5ba3c5bd9a794719892a66fel> (дата обращения: 16.03.2023).
24. Аналитика от Rescore. URL: <https://companies.rbc.ru/id/1027739102225-ooo-obshchestvo-s-ogranichennoj-otvetstvennostyu-sovlink/> (дата обращения: 14.03.2023).
25. Обменяй меня. URL: <https://www.kommersant.ru/doc/5954363> (дата обращения: 26.04.2023).
26. Информационное письмо Банка России от 27.12.2021 № ИН-06-28/102 «О раскрытии в годовом отчете публичного акционерного общества отчета о соблюдении принципов и рекомендаций Кодекса корпоративного управления». URL: https://cbr.ru/issuers_corporate/acts/ (дата обращения: 17.02.2022).
27. Информационное письмо Банка России от 17.02.2016 № ИН-06-52/8 «О раскрытии в годовом отчете публичного акционерного общества отчета о соблюдении принципов и рекомендаций Кодекса корпоративного управления». URL: https://cbr.ru/finmarkets/files/common/letters/2016/Inf_feb_1916.pdf (дата обращения: 29.03.2019).
28. *Капелюшников Р.И.* Концентрация собственности в системе корпоративного управления; эволюция представлений // Российский журнал менеджмента. 2006. Т. 4. N 1. – С. 3–28.
29. *Melsa Ararat, Stijn Claessens, B. Burcin Yurtoglu.* Corporate governance in emerging markets: A selective review and an agenda for future research // Emerging Markets Review. – 2021. – Vol. 48, 100767
30. *Oehmichen Jana.* East meets west—corporate governance in Asian emerging markets: a literature review and research agenda // International Business Review. – 2018. – Vol. 27, N 2. – P. 465–480.
31. *Bebchuk Lucian A., Assaf Hamdani A.* Independent directors and controlling shareholders // University of Pennsylvania Law Review. – 2017. – Vol. 165. – P. 1271–1315.
32. *Беликов И.* Совет директоров: новый подход / И. Беликов. – М.: Изд-во РИПОЛ Классик, 2019. – 580 с.
33. *Пенс И. Ш.* Корпоративное управление в современной промышленности России: состояние и факторы совершенствования / И.Ш. Пенс, С. А. Фурс. – М.: ООО «Недра коммюникейшнс ЛТД», 2008. – 120 с.
34. *Sheveleva Galina I.* Corporate governance in generating companies of the Russian electric power industry in the context of ESG agenda // Global Energy Interconnection. – 2022. – Vol. 5, N 5. – P. 512–523. DOI: 10.1016/j.gloe.2022.10.005.
35. Системные исследования в энергетике: энергетический переход / Под ред. Н.И. Воропая и А.А. Макарова. – Иркутск: ИСЭМ СО РАН, 2021. – 594 с.