

**Г.И. Шевелева**

# Кто и как управляет генерирующими активами в российской электроэнергетике<sup>1</sup>

УДК 005:621.3

**Аннотация.** В статье обсуждаются инвестиционные риски, сопутствующие изменению структуры собственности российских генерирующих компаний. Выявлены существенные различия в качестве их корпоративных практик (2020–2021 гг.) с позиций Кодекса корпоративного управления Банка России. Определены наименее соблюдаемые критерии в разделе «совет директоров» Кодекса. Показаны назревшие изменения в советах директоров этих компаний при сравнении их с аналогичными органами в компаниях Германии и Франции, близких по концентрации собственности и присутствию в ней государства. Эти данные позволили обозначить необходимые преобразования советов директоров в интересах инвесторов, главным образом, в области обновления их структурных характеристик.

**Ключевые слова:** электроэнергетика; генерирующие компании; инвесторы; собственность; корпоративное управление; Кодекс корпоративного управления; советы директоров

## Вместо предисловия

Проблема повышения инвестиционной привлекательности генерирующих компаний так и не была решена после ликвидации РАО «ЕЭС России» (2008 г.). В процессе приватизации и разгосударствления электроэнергетической отрасли возникло немного эффективных собственников, отчасти вследствие проблем с формированием новых, адекватных изменившимся реалиям, корпоративных отношений.

В итоге основная нагрузка по строительству новых электростанций легла не на частных инвесторов, как это предполагалось в начале реформы РАО «ЕЭС России», а на потребителей – в рамках программы договоров на поставку мощности (ДПМ), запущенной в 2010 г. Этот нерыночный механизм предполагал заключение обязательных инвестиционных контрактов с владельцами ТЭС, средства которым возвращались за счет повышенных

---

<sup>1</sup> Работа выполнена в рамках проекта государственного задания (№ FWEU-2021–0001). Теоретические основы, модели и методы управления развитием и функционированием интеллектуальных электроэнергетических систем.

выплат за мощность на оптовом рынке в течение не менее 10 лет. Затем в эту программу включили АЭС и ГЭС. Всего были реализованы две программы ДПМ.

По завершении срока выплат по первой из них (2018 г.) потребительские платежи должны были снизиться до средних по рынку, но энергетики не захотели расстаться с этим механизмом и сопутствующим денежным потоком, предложив перенаправить его на модернизацию ТЭС (1,5 трлн руб. до 2030 г.). Однако «Сообщество потребителей энергии», и ранее протестовавшее против нерыночной надбавки, предложило свою концепцию привлечения инвестиций в отрасль, в основе которой – реинвестирование средств от роста выручки и повышения эффективности компаний, снижения дивидендов госкомпаний и приоритетного финансирования инвестпрограмм, а также локальных конкурсов и др.<sup>2</sup> Энергетики предсказуемо выступили против предложений потребителей, так что на данный момент последние продолжают оплачивать мощность по цене, обеспечивающей окупаемость проектов, в рамках механизма ДПМ-2. Плата за эту мощность распространяется на всех потребителей ценовой зоны пропорционально их потреблению.

Отдельные «ростки» продвижения в сторону привлечения инвестиций на открытом рынке стали появляться совсем недавно. В частности, в Министерстве энергетики РФ заговорили о возможности так называемой «энергетической ипотеки», позволяющей «не размазывать затраты на всех потребителей»<sup>3</sup>. Но этот механизм пока только обсуждается. В настоящей работе рассмотрено корпоративное управление в качестве одного из рыночных механизмов повышения инвестиционной привлекательности отрасли, которому, на наш взгляд, до сих пор уделяется недостаточно внимания.

Общепризнано, что эффективное корпоративное управление содействует созданию среды доверия, прозрачности и ответственности, необходимой для стимулирования долгосрочных

---

<sup>2</sup> Промпотребители предложили свою версию механизма обновления энерго мощностей. URL: <http://www.bigpowernews.ru/print/81977.phtml> (дата обращения: 26.12.2022).

<sup>3</sup> «Энергоипотека» могла бы помочь генерирующим компаниям привлечь инвестиции. URL: <http://www.bigpowernews.ru/print/105899.phtml> (дата обращения: 28.12.2022).

капиталовложений. В 1999 г. Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) разработала «Принципы корпоративного управления» (пересмотрены в 2015 г.)<sup>4</sup>, которые играют роль стандартов наилучшей практики, в том числе для развивающихся стран и стран с переходной экономикой, заинтересованных в привлечении инвестиций. Они базируются на обобщенных международных данных по корпоративному управлению.

Принципы корпоративного управления ОЭСР заложены в основу российского Кодекса корпоративного управления (далее – Кодекс), разработанного в 2014 г. при участии Европейского банка реконструкции и развития, ОЭСР, Московской биржи, Росимущества, Минэкономразвития РФ, российских и международных компаний, оказывающих услуги в области корпоративного управления<sup>5</sup>. Подобные кодексы доказали свою эффективность в мировой практике в продвижении к более совершенным методам управления, качество которого определялось соблюдением их принципов.

Основная задача данного исследования – обозначить инвестиционные риски, сопутствующие перераспределению собственности в генерирующих компаниях РФ, и назревшие преобразования их корпоративного управления в интересах инвесторов.

Анализ структуры собственности выполнялся для генерирующих компаний, 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 не принадлежавшие РАО «ЕЭС России» ОАО «Иркутскэнерго», «Новосибирскэнерго», «Башкирэнерго» и «Татэнерго». Оценка практики корпоративного управления проведена для генерирующих компаний, опубликовавших данные о соблюдении принципов и рекомендаций Кодекса в годовых отчетах и (или) отчетах об устойчивом развитии на своих официальных сайтах.

---

<sup>4</sup> OECD, G20/OECD Principles of Corporate Governance, OECD Publishing, Paris. URL: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264236882-en> (дата обращения 15.01.2022).

<sup>5</sup> Кодекс корпоративного управления. Нормативные акты и оперативная информация Центрального банка Российской Федерации // Вестник Банка России. 2014. № 40. С 1–63.

## Перераспределение собственности

Отметим, что в течение последних 15 лет в отрасли шло перманентное перераспределение собственности, в ходе которого произошли существенные изменения названий генерирующих компаний, выделенных из состава реорганизованных «АО-энерго» и не принадлежавших РАО «ЕЭС России», а также их владельцев и долей присутствия в капитале.

Структура акционерного капитала, сложившаяся в этих компаниях к началу 2022 г., представлена в таблице 1.

Таблица 1. Структура акционерного капитала генерирующих компаний, 2021 г.

Компания	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» (ранее ОГК-4)	Uniper SE (Германия) (83,7)
ПАО «Энел Россия» (ранее 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» (ранее ТГК-3)	ООО «Газпромэнергохолдинг» (54,0), Правительство г. Москвы (26,5)
ПАО «Квадра» (ранее ТГК-4)	ООО «Группа ОНЭКСИМ» (54,8), ООО «БизнесИНФОРМ» (24,7)
ПАО «Т Плюс» (ранее 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» (ранее ТГК-8)	ПАО «ЛУКОЙЛ» (100)

Окончание табл. 1

Компания	Доля основных акционеров в капитале компаний, %
ПАО «Фортум» (ранее ТГК-10)	Fortum Russia B.V. (Финляндия) (69,9), Fortum Holding B.V. (Финляндия) (28,4)
АО «ТГК-11»	ПАО «Интер РАО ЕЭС» (100)
АО «Кузбассэнерго» (ранее ТГК-12), АО «Енисейская ТГК (ранее ТГК-13)»	Siberian Energy Investment Ltd (Кипр) (100)
ПАО «ТГК-14»	АО «Дальневосточная управляющая компания» (92,2)
АО «ЕвроСибЭнерго» (ранее ОАО «Иркутскэнерго»)	En+Group (100)
АО «СИБЭКО» (ранее ОАО «Новосибирскэнерго»)	Siberian Energy Investment Ltd (Кипр) (100)
АО «Татэнерго»	Республика Татарстан (100)
ООО «Башкирская генерирующая компания» (ранее ОАО «Башкирэнерго»)	ПАО «Интер РАО ЕЭС» (100)

**Источник.** Официальные сайты генерирующих компаний и Bigpowernews.

Согласно данным, представленным в таблице 1, в настоящее время для большинства генерирующих компаний характерна довольно высокая концентрация собственности. Причем, это касается всех владельцев генерирующих активов: государства, иностранных собственников и частных российских предпринимателей.

*Государство* при реформировании электроэнергетики и отделеении ее монопольных сегментов (передача и распределение электроэнергии, оперативно-диспетчерское управление) от потенциально конкурентных (производство и сбыт электроэнергии, ремонт и сервис) сохранило за собой солидную часть генерирующих активов конкурентного сегмента: «ОГК-1», «ОГК-5», «ОГК-6», «ТГК-1», «ТГК-3», «ТГК-14», хотя изначально предполагалось, что оно должно остаться только в монопольном сегменте, а также стратегически важных генерирующих активах (гидро- и ядерная энергетика), ОАО «РАО Энергетические системы Востока» и ОАО «Интер РАО ЕЭС Холдинг».

С течением времени оно увеличило свое присутствие в конкурентном сегменте производства электроэнергии. 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». Во владение ПАО «Газпром» перешли, соответственно, 80,9%, 51,8% и 54% акций «ОГК-2», «ТГК-1» и «Мосэнерго». ПАО «Газпром» – контролирующее лицо ООО «Газпром энергохолдинг» (100% акций). Доля ООО «Газпром энергохолдинга» в УК ПАО «Центрэнергохолдинг», в свою очередь, составляет 99,6%<sup>6</sup>. Федеральное агентство по управлению государственным имуществом увеличило свою долю до 61,7% акций ПАО «РусГидро». Конечным владельцем современного ОАО «Татэнерго» является Республика Татарстан.

*Иностранные владельцы* (немецкие, финские и итальянские) нарастили свои доли в акционерном капитале, соответственно, в ПАО «Юнипро» – до 83,7%, ОАО «Фортум» – 98,3%, ПАО «Энел Россия» – 56,4%.

*Российские предприниматели* также не отставали в увеличении своих долей. А. Мельниченко объединил «Кузбассэнерго» и «Енисейскую ТГК» в «Сибирскую генерирующую компанию» (100%). В. Алекперову полностью перешли генерирующие компании ПАО «ЛУКОЙЛ» (ТГК-8). Выросли доли мажоритарных собственников ОАО «ТГК-2» (Л. Лебедев), ПАО «Квадра» (М. Прохоров) и ПАО «Т Плюс» (В. Вексельберг) – через аффилированные и подконтрольные структуры. Так, Л. Лебедев аффилирован с ООО «Корес Инвест», ООО «Долговое Агентство»<sup>7</sup>, с иностранными офшорными компаниями «Джанан Холдингс Лимитед», «Ралтака Энтерпрайзес Лтд» и «Литим Трейдинг Лимитед»; М. Прохоров контролировал ООО «Группа ОНЭКСИМ» и ООО «БизнесИНФОРМ». В. Вексельберг объединил генерирующие активы «ТГК-5», «ТГК-6», «ТГК-9» и «ТГК-7» в одну компанию – ПАО «Т Плюс». Ему принадлежали Группа «Ренова», а также через «Ренова-Холдинг Рус» кипрские компании «Бруквид Трейдинг Лимитед» и «Готелия Менеджмент Лимитед». Владельцы кипрской компании «Мерол Трейдинг Лимитед» были израильскими инвесторами, дружественными «Ренове»<sup>8</sup>.

<sup>6</sup> Отчет ПАО «Газпром» за 1 квартал 2021 г. URL: <https://www.gazprom.ru/f/posts/57/982072/gazprom-emitent-report-2021-3mth.pdf> (дата обращения: 12.04.2023).

<sup>7</sup> Данные Единого государственного реестра юридических лиц.

<sup>8</sup> Основные акционеры ПАО «Т Плюс» представлены по данным «Росбизнесконсалтинг» на начало 2019 г., более свежих данных найти не удалось.

Доля АО «Дальневосточная управляющая компания» (АО «ДУК») в акционерном капитале ПАО «ТГК-14» превысила 92,2%. Эта компания связана с Группой «Синара» Д. Пумпянского и является крупным поставщиком железнодорожной техники, объединяет машиностроительные, девелоперские, финансовые активы, агро- и энергобизнес. Основной акционер АО «ДУК» – бывший топ-менеджер РЖД К. Люльчев<sup>9</sup>.

В таблице 1 не показана генерирующая компания ОАО «ТГК-16», созданная на базе выведенных из АО «Татэнерго» в частное владение Группы «ТАИФ» генерирующих активов Нижнекамской ТЭЦ и Казанской ТЭЦ-3. После слияния «ТАИФ» с нефтегазохимической компанией «СИБУР» не исключена продажа «ТГК-16» другому собственнику<sup>10</sup>. En+Group (О. Дерипаска) максимально увеличил свое присутствие в ОАО «Иркутскэнерго» (ОАО «ЕвроСибЭнерго»). Все генерирующие активы ОАО «Новосибирскэнерго» (АО «СИБЭКО») приобрела у Группы «РУ-КОМ» (М. Абызов) «Сибирская генерирующая компания» (А. Мельниченко).

*Перераспределение собственности продолжилось* в генерирующих компаниях в 2022–2023 гг. В 2022 г. сменился основной акционер ПАО «Квадра». А 82,47% акций этой компании выкупило АО «Русатом Инфраструктурные решения» (дивизион госкорпорации «Росатом») <sup>11</sup>. С учетом дальнейших сделок его доля увеличилась до 95,02%<sup>12</sup>.

Известно, что иностранные собственники – финская Fortum, немецкий концерн Uniper намерены продать активы российских генерирующих компаний, в покупке которых заинтересованы структуры ПАО «Газпром», ПАО «Интер РАО ЕЭС» и СУЭК<sup>13</sup>. На продажу этих активов пока нет разрешения российских

---

<sup>9</sup> РЖД вышли из ТГК-14, новым владельцем генкомпания могла стать группа «Синара» Дмитрия Пумпянского. URL: <http://www.bigpowernews.ru/print/101071.phtml> (дата обращения: 11.01.2022).

<sup>10</sup> «Сибур» не исключает продажи ТГК-16, видит интерес со стороны потенциальных покупателей. URL: <https://bigpowernews.ru/print/106311.phtml> (дата обращения: 01.02.2022).

<sup>11</sup> ОБОБЩЕНИЕ: «Росатом» купил «Квадру» у ОНЭКСИМа Прохорова. URL: <https://bigpowernews.ru/print/101362.phtml> (дата обращения: 11.11.2022).

<sup>12</sup> «Росатом» увеличил долю в «Квадре» до 95,02%. URL: <https://bigpowernews.ru/print/103885.phtml> (дата обращения: 27.06.2022).

<sup>13</sup> Fortum хочет продать все активы в РФ до 1 июля. URL: <https://bigpowernews.ru/print/102871.phtml> (дата обращения: 14.06.2022).

регулирующих органов и президента. Хотя немецкий концерн Uniper в 2022 г. уже деконсолидировал активы принадлежащего ему в России ПАО «Юнипро» и классифицировал его деятельность как «прекращенную»<sup>14</sup>. В новой стратегии Fortum также отсутствует деятельность российской генерирующей компании «Фортум»<sup>15</sup>. Получила разрешение только итальянская Enel на продажу акций ПАО «Энел Россия». Их приобрели в 2022 г. ПАО «Лукойл» (26,9%) и инвестиционный фонд «Газпромбанк – Фрезия» (29,5%)<sup>16</sup>. Сменилось название этой компании – на ПАО «ЭЛ5-Энерго». По данным с ее официального сайта в 2023 г. уже 56,4% ее акций принадлежало ПАО «Лукойл», ООО «ППИТ-7»<sup>17</sup> – 5,5%, кипрская компания «ЮРОК Лимитед» сохранила свою долю в 7,4%.

В доверительное управление ООО «СОВЛИНК» перешли обыкновенные акции «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%). По данным Rescore<sup>18</sup> владелец ООО «СОВЛИНК» является номинальным, а сама компания в совокупности с другими негативными факторами, скорее всего, «техническая».

Типичные проблемы корпоративного управления в российских генерирующих компаниях зачастую являются прямым следствием их структуры собственности. При перманентном перераспределении и увеличении в ней присутствия как государства, так и крупных частных владельцев, неизбежны повышенные инвестиционные риски, подробно описанные в литературе.

---

<sup>14</sup> Продажа «Юнипро» остается под вопросом, не получены разрешения на сделку от РФ – Uniper. URL: <https://bigpowernews.ru/print/107665.phtml> (дата обращения: 17.02.2023).

<sup>15</sup> Fortum не включил бизнес в России в свою новую стратегию. URL: <https://bigpowernews.ru/print/107803.phtml> (дата обращения: 02.03.2023).

<sup>16</sup> «Лукойл» направил оферту о выкупе акций «ЭЛ5-Энерго» по цене 0,48 руб. за бумагу. URL: <https://bigpowernews.ru/print/107032.phtml> (дата обращения: 09.01.2023).

<sup>17</sup> ППИТ – перспективные промышленные и инфраструктурные технологии.

<sup>18</sup> Rescore – сервис автоматической потоковой экспертной проверки контрагентов высокой точности с помощью искусственного интеллекта. URL: <https://companies.rbc.ru/id/1027739102225-ooo-obschestvo-s-ogranichennoj-otvetstvennostyu-sovlink/> (дата обращения: 14.03.2023).



*С увеличением государственного присутствия*, как правило, возрастает количество членов советов директоров и генеральных директоров из числа бывших государственных служащих. Члены советов директоров получают 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.) [Капелюшников, 2006]. «Под давлением» собственника у этих директоров, включая независимых, снижается ответственность перед акционерами и компанией в целом. Возрастают риски продвижения государством социальных и стратегических программ страны за счет акционерной стоимости компаний. Не исключено, что это – следствие систематического смещения государством своих функций как регулятора и акционера, явно противоречащего основному принципу корпоративного управления ОЭСР для компаний с государственным участием, четко разделяющего эти функции. В роли регулятора корпоративных отношений государство добивается определенных успехов, однако как собственник зачастую проигрывает частным владельцам и реализует исключительно свои права, игнорируя интересы других акционеров [Беликов, 2019].

*В компаниях с крупными частными владельцами* или бизнес-группами возможна узурпация полномочий, де-юре делегированных советам директоров. В таких компаниях, как правило, мажоритарные акционеры тесно связаны с топ-менеджментом, а совет директоров, призванный быть основным гарантом соблюдения интересов акционеров, де-факто превращается в формального участника корпоративных отношений, нередко – простого наблюдателя [Беликов, 2019]. Основные риски для инвесторов в генерирующих компаниях с такими собственниками, в частности, могут возникнуть из-за сделок со связанными сторонами и экспроприации миноритарных акционеров, переплаты за ресурсы или покупку активов, занижения цен за продукцию или продажу активов, предоставления кредитов аффилированным лицам или чрезмерного вознаграждения руководству. Косвенным подтверждением этому является формальный подход этих компаний к соблюдению принципов Кодекса [Sheveleva, 2022], их относительно невысокая рыночная стоимость

[Системные исследования., 2021]. Генерация электроэнергии для крупных частных владельцев или бизнес-групп, как правило, не является профильной деятельностью, а выполняет функцию обеспечения основных подконтрольных производств, в которых сосредоточены «точки прибыли». В этом случае, на наш взгляд, могут возникнуть сопутствующие риски для инвесторов генерирующих компаний, связанные с недополученными дивидендами и призрачными перспективами повышения стоимости их акций.

### **Практика корпоративного управления**

Оценка практики корпоративного управления в генерирующих компаниях проводилась нами на данных их годовых отчетов «О соблюдении принципов и рекомендаций Кодекса корпоративного управления» за 2020–2021 гг., отчетов об устойчивом развитии с официальных сайтов. Для этой оценки использованы две методологии Банка России. Первая (K1)<sup>19</sup> была разработана в 2016 г. и применялась компаниями до 2021 г. Вторая (K2) – ее обновленная в 2021 г. версия<sup>20</sup>.

В обеих методологиях Банка России – 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) и 24 подраздела второго уровня, содержащие 79 принципов. В обеих методологиях сохранен статус соответствия критериям Кодекса («соблюдается», «частично соблюдается», «не соблюдается»).

Различие этих методологий – в числе критериев оценки их соблюдения (128 и 135 критериев соответственно). Кроме того, в обновленной версии критерии четче сформулированы; часть из них по-иному перераспределены между принципами; внесены дополнительные критерии (из Кодекса, ранее

---

<sup>19</sup> URL: [https://cbr.ru/finmarkets/files/common/letters/2016/Inf\\_feb\\_1916.pdf](https://cbr.ru/finmarkets/files/common/letters/2016/Inf_feb_1916.pdf) (дата обращения: 29.03.2019).

<sup>20</sup> URL: [https://cbr.ru/issuers\\_corporate/acts/](https://cbr.ru/issuers_corporate/acts/) (дата обращения: 17.02.2022).

не входившие в методологию Банка России); сформулированы новые (их не было ни в Кодексе, ни в прежней методологии), введено обязательное закрепление этих критериев во внутренних документах компаний. Новые и дополнительные критерии связаны главным образом с современной ESG-повесткой, ИТ-технологиями и HR-стратегией (управление человеческими ресурсами).

На наш взгляд, дополнительные критерии в обновленной версии методологии Банка России могли бы быть шире представлены в интересах инвесторов. В частности, путем включения следующих 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.

Результаты нашей оценки корпоративного управления в генерирующих компаниях (% соблюдения от общего количества критериев по годам) в обобщенном виде представлены в таблице 2.

**Таблица 2. Соблюдение генерирующими компаниями критериев Кодекса, 2020–2021 гг., %**

Компания (ПАО)	Соблюдаются		Частично соблюдаются		Не соблюдаются	
	2021 (К2)	2020 (К1)	2021 (К2)	2020 (К1)	2021 (К2)	2020 (К1)
Интер РАО	85,9	95,3	13,3	0,8	0,8	3,9
Энел Россия	88,9	96,9	8,9	2,3	2,2	0,8
ТГК-1	68,9	66,4	20,0	19,5	11,1	14,1
РусГидро	97,0	95,3	2,2	3,9	0,8	0,8
Юнипро	85,9	82,0	8,2	9,4	5,9	8,6
ОГК-2	67,4	63,3	17,0	19,5	15,6	17,2
Мосэнерго	60,7	64,1	25,2	19,5	14,1	16,4
Квадра	59,3	64,1	12,6	11,7	28,1	24,2
ТГК-2	56,3	49,2	23,0	24,2	20,7	26,6
Т Плюс	49,0	49,0	20,0	30,0	31,0	21,0

**Источник табл. 2, 3.** Выполнено автором на данных с официальных сайтов этих компаний.

Согласно данным таблицы 2, в соблюдении критериев Кодекса обозначились явные лидеры среди генерирующих компаний. 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». В 2020 г. ими соблюдены соответственно 96,9%, 96,1% и 93,8%, 79,7% из 128 критериев Кодекса. В 2021 г. – 85,9%, 97,0%, 88,9% и 85,9% из 135. В аутсайдерах – ПАО «ТГК-2», ПАО «Квадра» и ПАО «Т Плюс», принадлежащие частным владельцам. Соблюдение ими критериев Кодекса соответственно 49,2%, 64,1%, 49,0% (2020 г.); 56,3%, 52,3%, 49,0% (2021 г.). Компании-аутсайдеры лидировали лишь в несоблюдении критериев Кодекса – 26,6%, 24,2%, 21,0% (2020 г.); 20,7%, 28,1%, 31,0% (2021 г.).

Отметим, что в указанные годы произошли разнонаправленные изменения по «частично соблюдаемым» и «не соблюдаемым» критериям Кодекса, причем, это было характерно и для компаний-лидеров, и для аутсайдеров. В частности, в 2021 г. в ПАО «Энел Россия» увеличился 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 увеличился – «частично соблюдаемых» на 12,5%. Противоположная динамика наблюдалась в ПАО «Т Плюс», с 10%-м снижением «частично соблюдаемых» и с таким же значением повышения «несоблюдаемых» критериев. ПАО «РусГидро» сохранило количество «несоблюдаемых» критериев в 2021 г. на прежнем уровне, но уменьшился ее показатель по «частично соблюдаемым» критериям.

Возможно, что такие колебания качества корпоративного управления в генерирующих компаниях обусловлены пока «не обкатанной» новой методологией Банка России. Но нельзя исключать, что сказывается и уход иностранных собственников, обычно придерживающихся высоких корпоративных стандартов.

Текущую «уязвимость» совета директоров в генерирующих компаниях можно оценить, исходя из числа выявленных частично- и несоблюдаемых ими критериев по всем разделам Кодекса. Она показана в таблице 3.

Таблица 3. Число частично- и несоблюдаемых критериев по разделам Кодекса, 2021 г.

Компания (ПАО)	Несоблюдаемые							Частично соблюдаемые						
	I	II	III	IV	V	VII	VII	I	II	III	IV	V	VI	VII
Интер РАО	-	-	-	1	-	-	-	7	7	-	-	-	2	2
Энел Россия	-	1	-	1	-	-	1	7	-	3	-	-	-	2
ТЭК-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
ТЭК-2	5	14	-	2	-	6	1	2	18	-	3	1	3	4

Согласно данным таблицы 3, практически всеми генерирующими компаниями большее число критериев Кодекса не соблюдалось полностью или соблюдалось не в полной мере именно по разделу II (совет директоров). Следует задуматься об определенных изменениях в этой области корпоративного управления. Тем более, что вследствие отсутствия должного внешнего контроля при относительно слабой институциональной среде, именно на советы директоров в России ложится основное бремя контроля за соблюдением прав и интересов акционеров. В зарубежных компаниях внешний контроль осуществляется фондовым рынком (англо-американская система корпоративного управления) и банками в составе основных собственников компаний (германская).

### **Вектор развития советов директоров**

Де-факто советы директоров российских генерирующих компаний зачастую не выполняют делегированной им де-юре ключевой роли в соблюдении интересов инвесторов<sup>21</sup>. На наш взгляд, это говорит о назревшей потребности в определенных изменениях, в частности, их структурных характеристик. Что именно нужно менять, можно предположить, проведя сравнительный анализ советов директоров российских генерирующих компаний с советами директоров Франции и Германии, близких по концентрации собственности (Германия) и присутствию в ней государства (Франция). Такой анализ выполнен по итогам 2020 г. Для его проведения использован, в основном, типовой набор структурных характеристик Индекса советов директоров Spencer Stuart<sup>22</sup> и ее данные о советах директоров зарубежных компаний.

Сравнение показало, что в России *средняя численность совета директоров* (10,7) ниже, чем во Франции (13,7) и Германии (13,8).

*Доля исполнительных директоров в составе совета*<sup>23</sup> в компаниях-лидерах корпоративного управления «Интер РАО» (9%)

---

<sup>21</sup> Костылева В., Леуде Г. Формирование советов директоров в странах-членах ОЭСР и России. URL: <https://www.oecd.org/daf/ca/Board%20RUS.pdf> (дата обращения: 29.03.2023).

<sup>22</sup> URL: <http://www.spencerstuart.com/research-and-insight/board-indexes> (дата обращения: 17.08.2021).

<sup>23</sup> Исполнительные директора в отличие от неисполнительных являются сотрудниками компании.

и «РусГидро» (8%) сопоставима с показателем Франции (8%). В «Энел Россия» отсутствовали в совете исполнительные директора, в «Юнипро» их было 11%. В компаниях-аутсайдерах («Квадра» и «ТГК-2») эта доля составляла 33%, что превышало даже рекомендованные значения ФЗ «Об акционерных обществах» (25%).

*Средняя доля независимых директоров (25,7%) ниже рекомендованной Кодексом (30%).* Самое высокое значение их присутствия – в совете директоров ПАО «Энел Россия» (45,5%). Хотя это все равно меньше, чем в среднем во Франции (51,5%) и Германии (73,0%). Высокая доля независимых директоров (если они компетентны и не назначены контролирующим акционером) позволяет нивелировать риски высокой концентрации собственности в относительно слабой институциональной среде, снизить вероятность возникновения различных манипуляций. Их доминирование в профильных комитетах советов директоров фактически обеспечивает независимую экспертизу рассматриваемых вопросов перед вынесением на голосование [Puchniak, Sik, 2017].

*Работа в других советах директоров* на одного директора (1,8) сопоставима со средним значением во Франции (1,3). Если же рассчитать этот коэффициент с учетом предложенной нами дополнительной характеристики (работа в других организациях), типичной для российских компаний, этот усредненный показатель увеличился до 5,4 (в три раза). Максимальное присутствие отдельных директоров в других советах или организациях (в скобках) отмечено в «РусГидро» 17 (22), «Энел Россия» 16 (20) и «Мосэнерго» 37 (37).

*Доля женщин* относительно невелика (около 9%), особенно это заметно в сравнении с Францией (42,5%) и Германией (32%). В зарубежных компаниях ценят присутствие и численность женщин в советах директоров [Liu et al., 2014; Nguyen et al., 2015]. Считается, что благодаря ему улучшается микроклимат в коллективе<sup>24</sup>, уменьшается количество нарушений законодательства и нормативных требований [Adams, Ferreira, 2009], усиливается мониторинг над действиями топ-менеджмента [Gul, Srinidhi et al., 2011; Kao et al., 2020], снижаются случаи мошенничества,

---

<sup>24</sup> Национальный доклад по корпоративному управлению. Выпуск XII. М., 2020. 304 с.

включая сделки со связанными сторонами [Cumming et al., 2015; Lo et al., 2010].

*Иностранцы директора* в российских генерирующих компаниях немногочисленны, в чисто российских компаниях максимум – один человек (в ПАО «Интер РАО» и ПАО «ТГК-1»). В компаниях с иностранными собственниками их закономерно больше: ПАО «Энел Россия» (9), ПАО «Юнипро» (6). Иностранным директорам присущи высокая компетентность и большая независимость в принятии решений. Минусы связаны в основном с географической удаленностью, потенциальными языковыми и культурными барьерами, недостатком знаний о специфике ведения бизнеса в нашей стране.

*Средний возраст* членов советов директоров (49,9) ниже, чем во Франции (58,9) и Германии (58). Самыми «возрастными» выглядят советы директоров ПАО «Юнипро» (60), ПАО «Интер РАО» (54), ПАО «РусГидро» (53). На наш взгляд, возрастное разнообразие оправдано, поскольку оно объединяет относительно высокий технологический уровень молодых директоров с опытом и осмотрительностью старших коллег.

*Средний срок работы* директоров около семи лет. Это немного выше, чем во Франции (5,7) и Германии (5,7).

*Среднее число заседаний* в году – 17,3. Как правило, все они – заочные, за исключением ПАО «Юнипро» (четыре очных). Однако значительное количество заседаний (особенно заочных) еще не свидетельствует об эффективности корпоративного управления. Ценятся их продолжительность и качество обсуждений. Заочные заседания чаще всего носят «формальный характер», при котором членам совета директоров предлагается проголосовать по вопросам повестки, присланной на электронную почту. Такой формат принятия решений не ведет к диалогу, а принимаемые решения опираются на информацию, предоставленную корпоративным секретарем и собранную менеджментом компании<sup>25</sup>. Для сравнения: во Франции советы директоров собираются в среднем 9,1 раза в год, в Германии – 6,8.

*Ежегодная самооценка и внешняя оценка* (минимум раз в три года) работы советов директоров – типичное свидетельство их

---

<sup>25</sup> Российский индекс СД (2020). URL: [https://www.spencerstuart.com/-/media/2021/june/russiabi2020/russiabi\\_2020.pdf](https://www.spencerstuart.com/-/media/2021/june/russiabi2020/russiabi_2020.pdf) (дата обращения: 17.03.2022).



потенциальной эффективности и компании в целом. Однако наши компании в большинстве своем этим пока пренебрегают. Такие оценки отмечены лишь в выявленных компаниях-лидерах корпоративного управления («Юнипро», «Интер РАО», «Энел Россия» и «РусГидро»). Эти компании проводили не только самооценку, но и внешнюю оценку с привлечением независимой компании ООО «ПрайсвотерхаусКуперс Консультирование». Для сравнения: во Франции 75% компаний из числа САС 40<sup>26</sup> проводят внешнюю оценку советов директоров.

В текущих оценках советов директоров, выложенных в открытый доступ, на наш взгляд, недооценивается значимость личностных и поведенческих качеств их членов, хотя регулятор (Банк России) прямо предлагает обратить на это внимание. В разработанной им формализованной процедуре оценки членов советов директоров выделены поведенческие аспекты (личностные и поведенческие качества, включая навыки сотрудничества и решения сложных задач, способность адаптироваться к изменяющимся условиям и открытость новому)<sup>27</sup>. Более того, эти аспекты включены Банком России в рекомендации по формированию и обеспечению преемственности совета директоров<sup>28</sup>. К сожалению, во всех таких рекомендациях личностные и поведенческие качества представлены в обобщенном виде и требуют дальнейшего развития. Например, путем разработки набора профессиональных и личностных характеристик членов совета директоров, широко практикуемые в зарубежной корпоративной практике, их классификации по этим критериям и организации взаимодействия, обеспечивающих большую эффективность работы [Лебланк, Гиллис, 2006].

*Вознаграждение* членов советов директоров (для сопоставимости пересчитано по курсу евро на 31 декабря 2020 г.) в России отличалось высокими значениями и раскрытием преимущественно общей суммы, без разбивки по персоналиям и их конкретным заслугам. Средний размер суммы вознаграждения

---

<sup>26</sup> Индекс САС40 – крупнейший французский фондовый индекс, рассчитываемый как средний курс 40 французских акций голубых фишек.

<sup>27</sup> Письмо Банка России № ИИ-06–28/41 URL: [https://cbr.ru/StaticHtml/File/59420/20190426\\_in-06-28\\_41.pdf](https://cbr.ru/StaticHtml/File/59420/20190426_in-06-28_41.pdf) (дата обращения: 17.01.2022).

<sup>28</sup> Письмо Банка России № ИИ-06–28/80 URL: [http://www.cbr.ru/statichtml/file/59420/20200422\\_in\\_06\\_28-80.pdf](http://www.cbr.ru/statichtml/file/59420/20200422_in_06_28-80.pdf) (дата обращения: 29.03.2023).

неисполнительных директоров в 2020 г., например, в «РусГидро» составил 44 173 евро, в «Интер РАО» – 37 755 евро. Для сравнения: во Франции, при большей численности советов, на каждого члена приходилось 24 449 евро.

\*\*\*

Российские генерирующие компании предпочитают гарантированные источники финансирования и весьма неохотно работают над привлечением инвестиций. Однако привычные для них нерыночные механизмы финансирования не могут быть вечными. На наш взгляд, пришла пора всерьез задуматься над созданием благоприятных условий для потенциальных инвесторов. Первоочередного вмешательства, скорее всего, требуют проблемы, связанные с соблюдением прав и интересов инвесторов, их защитой на федеральном и корпоративном уровнях.

В условиях относительно слабой институциональной среды в России отсутствует должный внешний контроль и именно на советы директоров ложится основное бремя такого контроля над соблюдением прав и интересов акционеров.

Снижение обозначенных в статье инвестиционных рисков, сопутствующих сложившимся к настоящему времени не совсем оптимальным структурным характеристикам советов директоров – вполне посильная задача, не требующая больших финансовых вложений. Значимость решения такой задачи особо велика в условиях современных вызовов, связанных с ESG-повесткой, IT-технологиями и HR-стратегированием.

Более того, изменился «портрет» современного частного инвестора<sup>29</sup>, для которого инвестирование в ценные бумаги становится нормальной практикой, причем с определенными «интуитивными» предпочтениями в выборе компании для своих вложений. Как ни странно, этот выбор определяется не как прежде фундаментальными показателями, а в первую очередь – доверием потенциального инвестора к компании.

---

<sup>29</sup> URL: [https://quote.rbc.ru/card/60cb67b29a79478387f90cc5?utm\\_source=24smi\\_quote&utm\\_medium=referral&utm\\_term=19414&utm\\_content=3524443&utm\\_campaign=19688&utm\\_referrer=24smi.info](https://quote.rbc.ru/card/60cb67b29a79478387f90cc5?utm_source=24smi_quote&utm_medium=referral&utm_term=19414&utm_content=3524443&utm_campaign=19688&utm_referrer=24smi.info) (дата обращения: 29.03.2023).

## Литература/References

Беликов И. Совет директоров: новый подход. М.: РИПОЛ Классик, 2019. 580 с.

Belikov, I. (2019). *Board of Directors: A new approach*. Moscow. Ripol Classic Publishing House. 580 p. (In Russ.).

Капелюшников Р.И. Концентрация собственности в системе корпоративного управления; эволюция представлений // Российский журнал менеджмента. 2006. Т. 4. № 1. С. 3–28.

Kapelyushnikov, R.I. (2006). Concentration of ownership in the corporate governance system; evolution of ideas. *Russian Journal of Management*. Vol. 4. No. 1. Pp. 3–28. (In Russ.).

Лебланк Р., Гиллис Дж. Совет директоров – взгляд изнутри. М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. 267 с.

Leblanc, R., Gillies, J. (2006). *Inside the Boardroom: how boards really work and the coming revolution in corporate governance*. Wiley & Sons Canada, Ltd. 287 p. English edition. (trans: Alpina Business Books). Moscow. (In Russ.).

Системные исследования в энергетике: энергетический переход / Под ред. Н.И. Воропая и А.А. Макарова. Иркутск: ИСЭМ СО РАН, 2021. 594 с.

*Systems Research in Energy: Energy Transition* (2021). Ed. by N.I. Voropay and A.A. Makarov. Irkutsk. ESI SB RAS. 594 p. (In Russ.).

Adams, R.B., Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*. Vol. 94. No. 2. Pp. 291–309.

Cumming, D., Leung, T.Y. et al. (2015). Gender diversity and securities fraud. *Academy of Management Journal*. Vol. 58. No. 5. Pp. 1572–1593.

Gul, F.A., Srinidhi, B. et al. (2011). Does board gender diversity improve the informativeness of stock prices? *Journal of Accounting Economics*. Vol. 51. No. 3. Pp. 314–338.

Kao, E.H., Huang, Ho-Chuan., Fung, Hung-Gay., Liu, Xiaojian (2020). Co-opted directors, gender diversity, and crash risk: evidence from China. *Review of Quantitative Finance and Accounting*. Vol. 55. No. 2. Pp. 461–500.

Liu, Y., Wei, Z., Xie, F. (2014). Do women directors improve firm performance in China? *Journal of Corporate Finance*. Vol. 28. Pp. 169–184.

Lo, A.W., Wong, R.M., Firth, M. (2010). Can corporate governance deter management from manipulating earnings? Evidence from related-party sales transactions in China. *Journal of Corporate Finance*. Vol. 16. No. 2. Pp. 225–235.

Nguyen et al. (2015). Does boardroom gender diversity matter? Evidence from a transitional economy. *International Review of Economics and Finance*. Vol. 37. Pp. 184–202.

Puchniak, D., Sik, Kim K. (2017). *Varieties of independent directors in Asia*. In: Puchniak, D., Baum, H., Nottage, L. (Eds.). *Independent Directors in Asia: A Historical, Contextual and Comparative Approach*. Cambridge: Cambridge University Press. Pp. 89–132.

Sheveleva, Galina I. (2022). Corporate governance in generating companies of the Russian electric power industry in the context of ESG agenda. *Global Energy Interconnection*. Vol. 5. No. 5. Pp. 512–523. DOI: 10.1016/j.gloi.2022.10.005

Статья поступила 26.04.2023

Статья принята к публикации 24.05.2023

**Для цитирования:** *Шевелева Г.И.* Кто и как управляет генерирующими активами в российской электроэнергетике // ЭКО. 2023. № 7. С. 51–70. DOI: 10.30680/ECO0131-7652-2023-7-51-70

**For citation:** Sheveleva, G.I. (2023). Who and How Manages Generating Assets in the Russian Power Industry. *ECO*. No. 7. Pp. 51–70. (In Russ.). DOI: 10.30680/ECO0131-7652-2023-7-51-70

### Информация об авторе

*Шевелева Галина Ивановна* (Иркутск) – кандидат экономических наук, старший научный сотрудник. Институт систем энергетики им. Л.А. Мелентьева СО РАН.

E-mail: sheveleva@isem.irk.ru; ORCID: 0000–0001–8983–5378

### Summary

*G.I. Sheveleva*

#### **Who and How Manages Generating Assets in the Russian Power Industry**

**Abstract.** The paper considers the investment risks associated with changes in the ownership structure of Russian generating companies. Significant differences in the quality of their corporate practices (2020–2021) from the perspective of the Bank of Russia Corporate Governance Code are revealed. The least observed criteria in the “board of directors” section of the Code were identified. We showed the overdue changes in the boards of directors of these companies when comparing them with similar bodies in German and French companies, which are similar in terms of ownership concentration and the presence of the state in it. These data made it possible to outline the necessary transformations of boards of directors in the interests of investors, mainly in the area of updating their structural characteristics.

**Keywords:** *electric power industry; generating companies; investors; ownership; corporate governance; corporate governance code; boards of directors*

### Information about the author

*Sheveleva, Galina Ivanovna* (Irkutsk) – Ph.D. in Economics, Senior Researcher. Melentiev Energy Systems Institute SB RAS.

E-mail: sheveleva@isem.irk.ru; ORCID: 0000–0001–8983–5378