

Научная статья

УДК 005:621.3 (470+571)

EDN SFGYYW

DOI 10.17150/2411-6262.2024.15(3).1142-1152

**Г.И. Шевелева**

*Институт систем энергетики им. Л.А. Мелентьева Сибирского отделения  
Российской академии наук, г. Иркутск, Российская Федерация, shv4245@gmail.com*

## РОТАЦИЯ СОБСТВЕННОСТИ В ГЕНЕРИРУЮЩИХ КОМПАНИЯХ ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКИ И СОПУТСТВУЮЩИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РИСКИ

**АННОТАЦИЯ.** Одним из основных препятствий прихода отечественных инвесторов в российскую электроэнергетику в условиях беспрецедентных антироссийских санкций считаются отраслевые риски, опосредованные составом собственников и сопутствующим корпоративным управлением. Цель исследования — определить структуру собственности в генерирующих компаниях после ухода иностранных владельцев, обозначить возросшие инвестиционные риски. Определена структура собственности, сложившаяся в генерирующих компаниях к 2024 г. Выявлено значительное увеличение долевого участия государства относительно отечественного частного капитала в собственности этих компаний. Выполнена общая и более детальная оценка их корпоративного управления с применением новой методологии Банка России. Показано относительное ухудшение его качества, разнонаправленные изменения соблюдения принципов Кодекса корпоративного управления как в компаниях с высокой долей государственного участия, так и отечественного частного капитала. Обозначены инвестиционные риски, сопутствующие такой ротации собственности и несоблюдению генерирующими компаниями этих принципов, прежде всего советами директоров ввиду отсутствия «де-факто» полномочий у этих советов, делегированных им «де-юре».

**КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА.** Генерирующие компании электроэнергетики, ротация собственности, корпоративное управление, инвестиционные риски.

**ФИНАНСИРОВАНИЕ.** Работа выполнена в рамках проекта государственного задания № FWEU-2021-0001 пер. № AAAA-A21-121012190027-4.

**ИНФОРМАЦИЯ О СТАТЬЕ.** Дата поступления 22 марта 2024 г.; дата принятия к печати 26 августа 2024 г.; дата онлайн-размещения 31 августа 2024 г.

Original article

**G.I. Sheveleva**

*Melentiev Energy Systems Institute, Siberian Branch of the Russian Academy of Sciences,  
Irkutsk, Russian Federation, shv4245@gmail.com*

## ROTATION OF OWNERSHIP IN POWER GENERATION COMPANIES AND RELATED INVESTMENT RISKS

**ABSTRACT.** A major obstacle for domestic investors to make investment in the Russian electric power industry in light of unprecedented anti-Russian sanctions is considered to be industry risks mediated by the composition of owners and accompanying corporate governance. The purpose of the study is to determine the ownership structure in generation companies after the departure of foreign owners and to identify increased investment risks. The ownership structure that has been established in generating companies by 2024 is determined. A significant increase in the state's equity participation relative to domestic private capital in the ownership of these companies is revealed. General and more detailed assessments of their corporate governance are made using a new methodology of the Bank of Russia. The assessments show a relative deterioration in the quality of corporate governance, multidirectional changes in compliance with the principles of the Corporate Governance Code in companies with both a high share of state participation and domestic private capital. The investment

© Шевелева Г.И., 2024

risks related to such rotation of ownership and non-compliance of generation companies with these principles are outlined. In the generation companies, primarily the boards of directors fail to comply with the principles due to the lack of “de facto” powers delegated “de jure” to them.

**KEYWORDS.** Electric power generating companies, ownership rotation, corporate governance, investment risks.

**FUNDING.** This paper was prepared with the financial support of scientific project № FWEU-2021-0001 per. № AAAA-A21-121012190027-4.

**ARTICLE INFO.** Received March 22, 2024; accepted August 26, 2024; available online August 31, 2024.

Значимость структуры собственности при оценке корпоративного управления повсеместно увеличилась при вхождении ее в состав основных G-факторов современной ESG-повестки<sup>1</sup>. Она признана регулятором (Банком России)<sup>2</sup>, авторитетными зарубежными<sup>3</sup> и российскими<sup>4</sup> рейтинговыми агентствами.

Однако при оценке корпоративного управления отечественных компаний, включая генерирующие компании электроэнергетики (далее — генерирующие компании), структура собственности явно недооценивается. Она рассматривается не как отдельный стандарт, а как «незаметный» критерий VI раздела Кодекса корпоративного управления (далее — Кодекс)<sup>5</sup>.

Ротация собственности проанализирована в генерирующих компаниях, образованных при ее реформировании после ликвидации в 2008 г. РАО «ЕЭС России» — 6 оптовых (ОГК) и 14 территориальных — (ТГК), а также независимых от РАО «ЕЭС России» ОАО «Иркутскэнерго», ОАО «Новосибирскэнерго», ОАО «Башкирэнерго» и ОАО «Татэнерго». Сопутствующие ей инвестиционные риски выявлялись путем оценки корпоративного управления на соответствие критериям соблюдения принципов Кодекса (далее — критерии Кодекса) по новой методологии Банка России. Эта оценка выполнена только для генерирующих компаний, которые опубликовали на своих официальных сайтах данные о соблюдении принципов и рекомендаций Кодекса (далее — принципы Кодекса).

Структура собственности и стандарты корпоративного управления практически одинаково проявились в России и развивающихся странах, отличающихся относительно слабой институциональной средой. Ведь когда она сложная и неоднородная, а правовая база не обеспечивает защиту миноритарных акционеров, обычные выводы агентской теории становятся спорными [1]. Наблюдались эффекты «управленческого укрепления», при котором менеджеры, получившие значительную власть над контролем, действовали исключительно в собственных интересах и проводили противоречащую интересам акционеров финансовую политику. Возникали эффекты «экспроприации», когда контролирующими акционерами совершались определенные действия не в интересах миноритарных акционеров [2]. Эффекты «экспроприации» подтвердились и эмпирическими данными, полученными Miguel, A., Pindado на модели концентрации собственности [3]. Слишком высокая концентрация собственности являлась замедляющей переменной

<sup>1</sup> ESG (Environmental, Social and Corporate Governance) — экология, социальное развитие и корпоративное управление.

<sup>2</sup> О рекомендациях по учету советом директоров публичного акционерного общества ESG-факторов, а также вопросов устойчивого развития : Информационное письмо Банка России от 16.12.2021 № ИИ-06-28/96. URL: <https://cbr.ru/Crosscut/LawActs/File/5757>.

<sup>3</sup> Методология MSCI. URL: <https://www.msci.com/documents/1296102/4769829/MSCI+ESG+Ratings+Methodology>.

<sup>4</sup> Эксперт РА. URL: <https://raexpert.ru/docbank//557/350/7fa/f3f0e617343e12cd1b8983f.pdf>.

<sup>5</sup> Кодекс корпоративного управления. Нормативные акты и оперативная информация Центрального Банка Российской Федерации // Вестник Банка России. 2014. № 40 (1518).

для прибыльности компаний на фондовом рынке [4; 5]. Отмечено, что снижение инвестиционных рисков при ее значительной концентрации и высоком уровне частных выгод от контроля обеспечивалась независимыми советами директоров и комитетами по аудиту [6]. Такая независимость зачастую опосредована взаимосвязью между структурой собственности и эффективностью деятельности фирмы, с особо положительным влиянием иностранных владельцев [7]. Обозначено, что сильные советы директоров с высоким процентом независимых имели небольшую вероятность участия в манипуляциях с трансфертным ценообразованием, в сделках купли-продажи со связанными сторонами [8]. При этом отмечалось, что в развивающихся странах независимость директоров с точки зрения закона («де-юре») часто не совпадала с их реальной независимостью («де-факто»). Существовала «расплывчатая таксономия» независимых директоров, когда ни один из них не соответствовал американской концепции независимого директора [9]. Тем не менее, такие директора считались эффективными, когда были компетентны и не назначены контролирующими акционерами [10]. Отраслевые аспекты (включая электроэнергетику) слабо отражены в этой области исследований.

Определена структура собственности в генерирующих компаниях, сложившаяся к 2024 г. после очередной ротации. Показана ее высокая концентрация у государства и отечественных частных собственников. Отмечен относительный рост долевого участия государства в акционерном капитале этих компаний. Выполнена оценка их корпоративного управления по новой методологии Банка России. Обозначены сопутствующие инвестиционные риски с тенденцией к дальнейшему увеличению. Подчеркнута значимость обозначенных сопутствующих рисков при принятии инвесторами решений о вложении средств.

### Структура собственности

Существенная ротация собственности в генерирующих компаниях, главным образом обусловлена ее перманентным перераспределением. Изменились состав и названия этих компаний, основные владельцы и их доли в акционерном капитале [11; 12].

Ниже рассмотрены последние изменения в структуре собственности генерирующих компаний, главным образом, связанные с уходом иностранных владельцев из российских генерирующих активов. Итальянская Enel продала акции ПАО «Энел Россия» ПАО «Лукойл» (26.9 %) и инвестиционному фонду «Газпромбанк — Фрезия» (29.5 %) <sup>6</sup>. Была переименована в ПАО «ЭЛ5-Энерго». Позднее ПАО «Лукойл», выкупив акции UROC Limited (7.4 %) <sup>7</sup>, увеличил свою долю до 63.8 % <sup>8</sup>. В акционерный капитал «ЭЛ5-Энерго» вошли ООО «ППИТ-7» (5.5 %) <sup>9</sup>. Российские генерирующие активы ОАО «Фортум» (98,2 %) и ПАО «Юнипро» (83,7 %), принадлежащие, соответственно, финскому концерну Fortum и правительству Германии (через Uniper), были переданы во временное управление Росимущества. Передача этих активов рассматривалась в качестве ответной меры на изъятие российских активов за рубежом и ограничение прав собственности. ПАО «Фортум» было переименовано в «Форвард Энерго» <sup>10</sup>.

<sup>6</sup> Лукойл» направил оферту о выкупе акций «ЭЛ5-Энерго» по цене 0,48 руб. за бумагу. URL: <https://bigpowernews.ru/print/107032.phtml>.

<sup>7</sup> UROC Limited вышел из капитала «ЭЛ5-Энерго». URL: <https://www.bigpowernews.ru/print/112570.phtml>.

<sup>8</sup> «Лукойл» увеличил долю в «ЭЛ5-Энерго» до 63,84% с 56,44%. URL: <https://www.bigpowernews.ru/print/112653.phtml>.

<sup>9</sup> ППИТ — перспективные промышленные и инфраструктурные технологии.

<sup>10</sup> Акционеры «Фортума» одобрили переименование компании в «Форвард Энерго». URL: <https://www.bigpowernews.ru/print/110434.phtml>.

Росимущество увеличило до 62,2 % свое присутствие в акционерном капитале ПАО «РусГидро». ПАО «Банк ВТБ», наоборот, снизил его с 13 % до 12,4 %. В состав акционеров ПАО «РусГидро» вошел Русал (9,5 %) <sup>11</sup>. Немного выросла доля финской «Fortum Power and Heat Oy» в акционерном капитале ПАО «ТГК-1» (с 29,5 % до 29,99 %). Акции ПАО «Квадра» (82,47 %) приобрели АО «Русатом Инфраструктурные решения» (дивизион госкорпорации «Росатом») <sup>12</sup>, позднее увеличив эту долю до 95,02% <sup>13</sup>. ПАО «Квадра» утратила свой публичный статус <sup>14</sup> и стала АО «Квадра». Прекращены ее обязанности по раскрытию информации в форме отчета эмитента, сообщений о существенных фактах, бухгалтерской и консолидированной финансовой отчетности. En+Group (О. Дерипаска) до максимального уровня увеличил свое присутствие в АО «ЕвроСибЭнерго» (ранее ПАО «Иркутскэнерго») <sup>15</sup>. Проведен делистинг акций ПАО «Иркутскэнерго» на Московской бирже <sup>16</sup>.

Более 83,4 % акций ПАО «ТГК-2» в 2023 г. изъято в пользу государства у Kostroma Kogeneratsiya Limited, Janan Holdings Limited, Raltaka Enterprises Ltd., Litim Trading Limited, ООО «Корес инвест» и ООО «Долговое агентство» (дочернее предприятие ПАО «ТГК-2»). Такое изъятие, главным образом, обусловлено деятельностью ее владельца (Леонид Лебедев), купившего ПАО «ТГК-2» на нелегально полученные доходы и оформившего ее на иностранные компании Британских Виргинских островов, чтобы скрыть свое участие во владении и управлении <sup>17</sup>.

Генерирующие активы ПАО «ТГК-14» (более 92,2 %) выкуплены АО «Дальневосточная управляющая компания» (АО «ДУК») <sup>18</sup>. Основным акционером АО «ДУК» является бывший топ-менеджер РЖД К. Люльчев <sup>19</sup>. В. Вексельберг — бенефициар ПАО «Т Плюс», объединивший в нее генерирующие активы «ТГК-5», «ТГК-6», «ТГК-9» и «ТГК-7». На начало 2019 г. ему принадлежали Группа «Ренова» (39,6), «Бруквид Трейдинг Лимитед» (Кипр) (20,5), «Готелия Менеджмент Лимитед» (Кипр) (12,7) в качестве основных акционеров ПАО «Т Плюс» <sup>20</sup>. В их составе и «Мерол Трейдинг Лимитед» (Кипр) (11,7), аффилированная с «Реновой».

Акции АО «СИБЭКО» (ранее ОАО «Новосибирскэнерго») были приобретены у Группы «РУ-КОМ» М. Абызова АО «Кузбассэнерго» (входит в Сибирскую генерирующую компанию А. Мельниченко наряду с АО «Енисейская ТГК (ТГК-13)»). Они могли быть взысканы в пользу государства <sup>21</sup>, поскольку их покупка А. Мельниченко считалась нарушением коррупционного законодательства. М. Абызов об-

<sup>11</sup> Структура акционерного капитала ПАО «РусГидро». URL: [https://storage.yandexcloud.net/storage.rushydro.ru/iblock/e22/e2228a5339e5437c63866d92c29faecc/RusGidro\\_AR22\\_book\\_publication\\_03.07\\_1603.pdf](https://storage.yandexcloud.net/storage.rushydro.ru/iblock/e22/e2228a5339e5437c63866d92c29faecc/RusGidro_AR22_book_publication_03.07_1603.pdf).

<sup>12</sup> Обобщение: «Росатом» купил «Квадру» у ОНЭКСИМа Прохорова. URL: <https://www.bigpowernews.ru/print/101362.phtml>.

<sup>13</sup> «Росатом» увеличил долю в «Квадре» до 95,02 %. URL: <https://www.bigpowernews.ru/print/103885.phtml>.

<sup>14</sup> «Квадра» прекратила публичный статус. URL: <https://www.quadra.ru/ir-reлизy/ir-kvadra-prekratila-publichnyy-status/>.

<sup>15</sup> En+ завершил выкуп акций «Иркутскэнерго». URL: <https://www.bigpowernews.ru/print/107814.phtml>.

<sup>16</sup> Акционеры «Иркутскэнерго» 29 декабря обсудят делистинг. URL: <https://www.bigpowernews.ru/print/106475.phtml>.

<sup>17</sup> Росимущество увеличило долю в ТГК-2 до 83,4%. URL: <https://www.bigpowernews.ru/print/112583.phtml>.

<sup>18</sup> Структура акционерного капитала ТГК-14. URL: <https://www.tgk-14.com/>.

<sup>19</sup> РЖД вышли из ТГК-14, новым владельцем генкомпания могла стать группа «Синара» Дмитрия Пумпянского. URL: <https://www.bigpowernews.ru/print/101071.phtml>.

<sup>20</sup> Владельцы ТПлюс. URL: <https://www.kommersant.ru/top-100/t-plyus>.

<sup>21</sup> Конфискация энергетических масштабов. URL: <https://www.kommersant.ru/doc/6172101>.

винен в крупном мошенничестве и легализации незаконных доходов. Хотя иск о взыскании этих акций был отозван, стороны договорились о направлении средств, вырученных за ценные бумаги, на детскую благотворительность<sup>22</sup>.

Концентрация собственности в генерирующих компаниях, причем при значительном увеличении доли государственного участия (в 14 из 20, вошедших в исследование) продолжает расти. Однако присутствие одного крупного владельца в акционерном капитале зачастую персонифицируется в своеобразную разновидность личной собственности, которой удобно распоряжаться по своему усмотрению, а не в интересах акционеров [13, с. 20]. Неизбежны риски не/недополученных инвестирами дивидендов, отсутствия роста рыночной стоимости генерирующих компаний.

### Инвестиционные риски

Инвестиционные риски, как правило, являются следствием определенных проблем корпоративного управления в генерирующих компаниях, опосредованных их структурой собственности. Развитое корпоративное управление в мировой практике — безусловный тренд инвестиционной привлекательности компаний. При соблюдении стандартов лучшей корпоративной практики обеспечивается сохранность и эффективность использования предоставленных инвестиционных средств. Эти стандарты разработаны «Организацией экономического сотрудничества и развития» для защиты прав и интересов акционеров<sup>23</sup>. Принципы и рекомендации российского Кодекса корпоративного управления (далее — принципы Кодекса) созданы на их основе и вошли в его семь разделов 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.

В этих разделах Кодекса — 24 дополнительных подраздела, с 79 принципами под трехразрядными номерами («1.1.1.» или «1.2.3.» и т.д.) и 128 критериев оценки соблюдения каждого из них. Они изначально были рекомендованы Банком России для отчетов компаний «О соблюдении принципов и рекомендаций Кодекса корпоративного управления»<sup>24</sup>. Оценка по каждому критерию включает три статуса соответствия — «соблюдается», «частично соблюдается», «не соблюдается». В отличие от зарубежных корпоративных практик российский Кодекс не пересматривался с 2014 г., что отчасти компенсировала новая методология Банка России. В отличие от прежней редакции<sup>25</sup> в ней увеличено число критериев по оценке соблюдения принципов Кодекса (с 128 до 135). Эти критерии четче сформулированы, часть из них перераспределены по-иному между принципами, появились дополнительные (из Кодекса, ранее не входившие в методологию Банка России) и новые (их не было ни в Кодексе, ни в прежней методологии Банка России) [12].

На основе новой методологии Банка России выполнена оценка корпоративного управления в генерирующих компаниях. Ниже приведены ее результаты за 2020-

<sup>22</sup> «Кузбассэнерго» и Генпрокуратура достигли соглашения по акциям «Сибэко». URL: <https://www.bigpowernews.ru/print/111034.phtml>.

<sup>23</sup> OECD (2016). Principles of corporate governance G20/OECD, OECD Publishing, Paris. URL: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264252035-ru>.

<sup>24</sup> О раскрытии в годовом отчете публичного акционерного общества отчета о соблюдении принципов и рекомендаций Кодекса корпоративного управления : Информационное письмо Банка России от 27.12.2021 № ИН-06-28/102. URL: [https://cbr.ru/issuers\\_corporate/acts/](https://cbr.ru/issuers_corporate/acts/).

<sup>25</sup> О раскрытии в годовом отчете публичного акционерного общества отчета о соблюдении принципов и рекомендаций Кодекса корпоративного управления : Информационное письмо Банка России от 17.02.2016 г. № ИН-06-52/8. 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).



2021 г. Они более показательны, чем данные 2022 г., поскольку в этом году многие из генерирующих компаний стали менее открытыми в целях минимизации риска расширения действующих мер ограничительного характера. В частности, ПАО «Интер РАО» сократила публичный доступ к данным об органах управления<sup>26</sup>. ПАО «Мосэнерго» решила не раскрывать финансовую отчетность по МСФО за 2022 г.<sup>27</sup>.

Явными лидерами соблюдения критериев Кодекса в 2021 г. являлись генерирующие компании с государственным участием (ПАО «Интер РАО» и ПАО «РусГидро»), а также ПАО «Энел Россия» и ПАО «Юнипро» (с иностранными собственниками). Из 135 критериев Кодекса они, соответственно, соблюдали 85.9 % и 97.0 %, 88.9 % и 85.9 %. Лидерство этих компаний по качеству корпоративного управления были подтверждены данными дополнительного анализа их финансовых результатов [14]. Генерирующие компании с отечественными частными владельцами (ПАО «ТГК-2», ПАО «Квадра» и ПАО «Т Плюс») оказались в аутсайдерах и лидировали лишь в несоблюдении критериев Кодекса — 20.7 %, 28.1 % и 31.0 %. Как в компаниях-лидерах, так и в компаниях-аутсайдерах в 2021 г. относительно значений 2020 г. отмечены разнонаправленные изменения в соблюдении этих критериев. В частности, в ПАО «Энел Россия» «частично соблюдаемые» критерии увеличились на 7.6 % и на 1.4 % — «несоблюдаемые». Такая же тенденция изменений, но с другими значениями — у ПАО «Квадра» (0.9 % и 3.9 %, соответственно). В ПАО «Юнипро» эти критерии, наоборот, снизились на 1.2 % и 2.7 %, соответственно. «Несоблюдаемые» критерии в ПАО «Интер РАО» уменьшились на 3.1 %, но «частично соблюдаемые» выросли на 12.5 %. Противоположная динамика у ПАО «Т Плюс»: 10 %-е снижение «частично соблюдаемых» критериев и такое же повышение — по «несоблюдаемым». Не изменились «несоблюдаемые» критерии в ПАО «РусГидро», но «частично соблюдаемые» сократились на 2.7 %.

Такие колебания корпоративного управления в генерирующих компаниях, как с долевым участием государства, так и с отечественными частными владельцами «сигнализировали» о наметившемся снижении его качества. Не исключено, что это — следствие определенного уровня их советов директоров, выявленного при более детальной оценке соблюдения частично- и несоблюдаемых критериев по каждому из разделов Кодекса (табл.).

Частично- и несоблюдаемые критерии по разделам Кодекса, 2021 г.\*

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

\* Составлена автором по данным годовых отчетов: «О соблюдении принципов и рекомендаций Кодекса корпоративного управления» и отчетов об устойчивом развитии с официальных сайтов генерирующих компаний.

<sup>26</sup> «ИнтерРАО» уберет из публичного доступа данные об органах управления. URL: <https://www.bigpowernews.ru/print/105320.phtml>.

<sup>27</sup> «Мосэнерго» не будет раскрывать отчетность по МСФО за 2022 г. URL: <https://www.bigpowernews.ru/print/107878.phtml>.

Согласно данным, приведенным в табл., их несоблюдение в большей мере коснулось именно II раздела Кодекса (Совет директоров), что особенно чревато негативными последствиями для потенциальных инвесторов. Ведь в условиях отсутствия должного внешнего контроля и относительной слабости российской институциональной среды именно у советов директоров подавляющее число полномочий для защиты прав и интересов акционеров, включая усиленный контроль над их соблюдением. В качестве «спасательного круга» для инвесторов могло быть так называемое «мягкое право» («соблюдай или объясняй»)<sup>28</sup> в ежегодных отчетах генерирующих компаний «О соблюдении принципов и рекомендаций Кодекса корпоративного управления». Однако дополнительный анализ изложенных ими объяснений показал весьма формальный характер [15]. Отмечено, что довольно серьезные обязанности, возложенные «де-юре» на советы директоров, не совпали с реальностью («де-факто»), и они не играют решающей роли в управлении компанией [16].

Относительное ухудшение корпоративного управления в генерирующих компаниях может быть обусловлено и снижением интереса к внедрению лучшей практики корпоративного управления. Меняется вектор — на расширение сотрудничества с государством, а увеличение рыночной капитализации перестает быть приоритетной целью для советов директоров. Прослеживаются определенные опасения контролирующих акционеров крупных негосударственных генерирующих компаний — сохраняются ли они в своем нынешнем статусе в обозримом будущем?

Ниже о специфических рисках для инвесторов, характерных для той или иной формы собственности генерирующих компаний.

*В генерирующих компаниях с высокой долей государственного участия*, как правило, подавляющее число членов советов директоров — из государственных служащих [17]. «Только несколько членов совета директоров отвечают критериям независимости, а большинство по факту связаны тем или иным образом либо с государством, либо существенным контрагентом компании. В этой связи для соблюдения правил листинга принимаются вынужденные решения о признании таких директоров независимыми, несмотря на наличие формальных признаков связанности»<sup>29</sup>. В этом контексте практически ничего не изменилось при профессиональных поверенных, представляющих интересы государства как собственника. При голосовании по ряду вопросов они по-прежнему руководствуются не собственными соображениями, а соответствием директивам «сверху» [18]. Тем самым деформируется институт независимых директоров, которые перестают быть ответственными за состояние компании в целом и защиту других акционеров, а служат интересам государства [19]. Такие независимые директора при конфликтах интересов мажоритарных и миноритарных акционеров неизменно встанут на сторону первых [20]. Велики риски продвижения государством социальных и (или) стратегических программ страны за счет акционерной стоимости компаний, когда смешиваются его функции как регулятора и акционера [18, с.14]. Как регулятор корпоративных отношений Банк России добился определенных успехов, особенно в последние годы. Его политика по внедрению стандартов лучшей практики корпоративного управления во многом похожа на предпринимаемую регуляторами развивающихся стран. В отличие от них, у Банка России сейчас нет воз-

<sup>28</sup> «Соблюдай или объясняй» — это элементы или нормы так называемого международного «мягкого права», рекомендованные для стран с относительно слабыми правовыми и регуляторными структурами.

<sup>29</sup> Оценка корпоративного управления в публичных акционерных обществах с участием РФ, акции которых обращаются на организованном рынке ценных бумаг. Ассоциация профессиональных инвесторов (АПИ), Научно-исследовательская лаборатория исследований в области бизнес-коммуникаций ВШЭ. URL: <https://buscom.hse.ru/data/2017/>.

возможностей проводить такую политику с целью притока зарубежных портфельных инвесторов и курса на интеграцию в мировую экономику. В роли собственника государство менее эффективно [20], чем выше доля государственной собственности, тем ниже конкурентоспособность компании [19].

Для генерирующих компаний с крупными частными собственниками или бизнес-группами характерна узурпация полномочий, де-юре делегированных советам директоров. Собственность в таких компаниях, как правило, не отделена от управления, а мажоритарные акционеры тесно связаны с топ-менеджментом. Совет директоров де-факто превращается в формального участника корпоративных отношений и перестает быть основным гарантом соблюдения интересов акционеров [20]. Здесь неизбежны инвестиционные риски, в том числе обусловленные сделками со связанными сторонами и экспроприацией миноритарных акционеров, переплатой за ресурсы или покупку активов, занижением цен за продукцию или продажу активов. В частности, бывший гендиректор ПАО «ТГК-2» Н. Пинигина и экс-руководитель «Архоблэнерго» В. Заикин, нарушая законодательство о закупках, заключали контракты по завышенной стоимости на поставку топлива для нужд АО «Архоблэнерго». Умышленно дестабилизировали его деятельность с целью банкротства и присвоения имущества, принадлежащего Архангельской области. В итоге, Н. Пинигина легализовала около 380 млн р. и потратила их на приобретение элитной недвижимости и автомобилей<sup>30</sup>. Кроме того, активы ПАО «ТГК-2» были незаконно выведены в офшоры ее бенефициарным владельцем Л. Лебедевым, что привело к существенному увеличению кредиторской задолженности, превысившей 20 млрд р. (по состоянию на 2023 г). Была создана реальная угроза процедуры банкротства ПАО «ТГК-2» и полного прекращения ее деятельности<sup>31</sup>. Путем мошеннических схем М. Абызов и его соучастники похитили 4 млрд р. у энергетических компаний «Сибэко» и ОАО «РЭС», в полном объеме вывели их из России и поместили в банках на Кипре. Затем конвертировали для легализации в доллары США. С целью выгодной продажи пакета акций АО «Сибэко» они скрытно от акционеров и контролирующих органов информировали потенциального покупателя об ее деятельности<sup>32</sup>. Подобные инвестиционные риски присущи и генерирующим компаниям с высокой долей государства в акционерном капитале. В частности, арестован советник гендиректора АО «ТГК-11» (входит в ПАО «Интер РАО») Д. Назаров в получении взятки в 3,5 млн р.<sup>33</sup>. Заведено уголовное дело на Г. Сахарова — директора по капитальным вложениям, государственному строительному надзору и государственной экспертизе госкорпорации «Росатом»<sup>34</sup>.

Обозначенные инвестиционные риски корпоративного управления, сопутствующие очередной ротации собственности в генерирующих компаниях с уходом иностранных владельцев и увеличению участия государства и отечественных частных собственников в их активах, на наш взгляд, могут только нарастать. Потенциальные инвесторы должны знать об этих рисках и учитывать их при принятии решений о финансировании этих компаний.

<sup>30</sup> Бывший гендиректор «ТГК-2» Пинигина и экс-руководитель «Архоблэнерго» Заикин получили 5 лет и 4,5 года колонии. URL: <https://www.bigpowernews.ru/print/112344.phtml>.

<sup>31</sup> Бенефициарным владельцем «ТГК-2» Лебедевым совершался незаконный вывод активов организации за рубеж // Росфинмониторинг. URL: <https://www.bigpowernews.ru/print/111143.phtml>.

<sup>32</sup> Фигурантов дела Абызова приговорили к срокам от 5 до 12 лет. <https://www.bigpowernews.ru/print/112231.phtml>.

<sup>33</sup> В Омске арестован советник гендиректора ТГК-11. URL: <https://www.bigpowernews.ru/print/111045.phtml>.

<sup>34</sup> Суд арестовал топ-менеджера Росатома Геннадия Сахарова по делу о взятке. URL: <https://www.bigpowernews.ru/print/113661.phtml>.



## Список использованной литературы

1. Ducassy I. Complex Ownership Structures, Corporate Governance and Firm Performance: The French Context / I. Ducassy, A. Guyot. — DOI 10.1016/j.ribaf.2016.07.019 // *Research in International Business and Finance*. — 2016. — Vol. 39. — P. 291–306.
2. Granado-Peiry N. Corporate Governance and Capital Structure: A Spanish study / N. Granado-Peiry, J. Lypez-Gracia // *European Management Review*. — 2017. — Vol. 14 (1). — P. 33–45.
3. Miguel A. Ownership Structure and Firm Value: New Evidence from Spain / A. Miguel, J. Pindado, C. De La Torre // *Strategic Management Journal*. — 2004. — Vol. 25 (12). — P. 1199–1207.
4. Yanhan Sun. Investor Relations, Ownership Concentration, and Company Profitability Advances in Economics, Business and Management Research / Sun Yanhan. — DOI 10.2991/aebmr.k.191225.064 // 5th International Conference on Economics, Management, Law and Education (EMLE 2019). — 2019. — Vol. 110. — P. — 362–369.
5. Harold Demsetz. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences / Demsetz Harold, Lehn Kenneth // *Journal of Political Economy*. — 1985. — Vol. 93(6). — P. 1155–1177.
6. Setia-Atmaja L. Governance Mechanisms and Firm Value: The Impact of Ownership Concentration and Dividends / L. Setia-Atmaja // *Corporate Governance: An International Review*. — 2009. — Vol. 17(6). — P. 694–709.
7. Rashid M.M. Ownership Structure and Firm Performance: the Mediating Role of Board Characteristics / M.M. Rashid. — DOI 10.1108/CG-02-2019-0056 // *Corporate Governance*. — 2020. — Vol. 20, no 4. — P. 719–737.
8. Ownership Structure, Corporate Governance, and Fraud: Evidence from China / G. Chen, M. Firth, D.N. Gao, O.M. Rui. — DOI 10.1016/j.jcorpfin.2005.09.002 // *Journal of Corporate Finance*. — 2006. — Vol. 12. — P. 424–448.
9. Puchniak D. Varieties of Independent Directors in Asia: A Taxonomy / D. Puchniak, K. Sik Kim. — DOI 10.1017/9781316819180.004 // *Independent Directors in Asia: A Historical, Contextual and Comparative Approach* / D. Puchniak, H. Baum, L. Nottage (eds.). — Cambridge : Cambridge University Press, 2017. — P. 89–132.
10. Ararat M. Corporate Governance in Emerging Markets: A Selective Review and an Agenda for Future Research / M. Ararat, S. Claessens, B.B. Yurtoglu. — DOI 10.1016/j.ememar.2020.100767. — EDN VUGWLZ // *Emerging Markets Review*. — 2020. — P. 100767.
11. Обоснование развития электроэнергетических систем: методология, модели, методы, их использование / отв. ред. Н.И. Воропай. — Новосибирск : Наука, 2015. — 448 с.
12. Шевелева Г.И. Новые реалии корпоративного управления в отечественной электроэнергетике / Г.И. Шевелева. — DOI 10.25728/mlsd.2023.0929. — EDN HQEGTA // Управление развитием крупномасштабных систем (MLSD'2023) : материалы 16-й Междунар. конф., Москва, 26–28 сент. 2023 г. / ред. С.Н. Васильев, А.Д. Цвиркун. — Москва, 2023. — С. 929–938.
13. Корпоративное управление как фактор повышения инвестиционной привлекательности / под ред. Е.Б. Завьяловой, В.Б. Кондратьева. — Москва : Изд-во МГИМО-Университета, 2014. — 311 с. — EDN VMPHMN.
14. Sheveleva G.I. Corporate Governance in Generating Companies of the Electric Power Industry: Best- and Worst-Ranked Companies / G.I. Sheveleva. — DOI 10.1063/5.0115847 // *AIP Conference Proceedings*. — 2023. — No. 2552. — P. 080020.
15. Sheveleva G.I. Corporate Governance in Generating Companies of the Russian Electric Power Industry in the Context of ESG Agenda / G.I. Sheveleva. — DOI 10.1016/j.gloi.2022.10.005. — EDN BERLHQ // *Global Energy Interconnection*. — 2022. — Vol. 5, № 5. — P. 512–523.
16. Костылева В. Формирование совета директоров в странах — членах ОЭСР и в России / В. Костылева, Г. Леуэде // *Corporate governance and corporate finance* — OECD. — URL: <https://www.oecd.org/daf/ca/Board%20RUS.pdf>.
17. Капелюшников Р.И. Концентрация собственности в системе корпоративного управления: эволюция представлений / Р.И. Капелюшников. — EDN HUBHVX // *Российский журнал менеджмента*. — 2006. — Т. 4, № 1. — С. 3–28.

18. Ружанская Л.С. Государство и изменение стратегических аспектов корпоративно-го управления в российских компаниях / Л.С. Ружанская. — EDN KZKYEL // Вестник Новосибирского государственного университета. Сер. Социально-экономические науки. — 2010. — Т. 10, № 1. — С. 3–16.

19. Долгопятова Т.Г. Предприятия с государственным участием: состояние и возможные подходы к развитию корпоративного управления / Т.Г. Долгопятова. — EDN PDCWRF // Менеджмент и бизнес-администрирование. — 2012. — № 2. — С. 104–120.

20. Беликов И.В. Совет директоров: новый подход / И.В. Беликов. — Москва : РИПОЛ Классик, 2019. — 580 с.

### References

1. Ducassy I., Guyot A. Complex Ownership Structures, Corporate Governance and Firm Performance: The French Context. *Research in International Business and Finance*, 2016, vol. 39, pp. 291–306. DOI: 10.1016/j.ribaf.2016.07.019.

2. Granado-Peiry N., Lypez-Gracia J. Corporate Governance and Capital Structure: A Spanish Study. *European Management Review*, 2017, vol. 14, pp. 33–45.

3. Miguel A., Pindado J., De La Torre C. Ownership Structure and Firm Value: New Evidence from Spain. *Strategic Management Journal*, 2004, vol. 25, pp.1199–1207.

4. Yanhan Sun. Investor Relations, Ownership Concentration, and Company Profitability Advances in Economics, Business and Management Research. 5<sup>th</sup> ed. *International Conference on Economics, Management, Law and Education (EMLE 2019)*, 2019, vol. 110, pp. 362–369. DOI: 10.2991/aebmr.k.191225.064.

5. Harold Demsetz, Kenneth Lehn. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, 1985, vol. 93, pp. 1155–1177.

6. Setia-Atmaja L. Governance Mechanisms and Firm Value: The Impact of Ownership Concentration and Dividends. *Corporate Governance: An International Review*, 2009, vol. 17, pp. 694–709.

7. Rashid M.M. Ownership Structure and Firm Performance: the Mediating Role of Board Characteristics. *Corporate Governance*, 2020, vol. 20, no. 4, pp. 719–737. DOI: 10.1108/CG-02-2019-0056.

8. Chen G., Firth M., Gao D.N., Rui O.M. Ownership Structure, Corporate Governance, and Fraud: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 2006, vol. 12, pp. 424–448. DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2005.09.002.

9. Puchniak D., Sik Kim K. Varieties of Independent Directors in Asia: A taxonomy. In: Puchniak D., Baum H., Nottage L. (eds.). *Independent Directors in Asia: A Historical, Contextual and Comparative Approach*. Cambridge, Cambridge University Press, 2017, pp. 89–132. DOI: 10.1017/9781316819180.004.

10. Ararat M., Claessens S., Yurtoglu. Corporate Governance in Emerging Markets: A Selective Review and an Agenda for Future Research. *Emerging Markets Review*, 2020, pp. 100767. EDN: VUGWLZ. DOI: 10.1016/j.ememar.2020.100767.

11. Voropai N.I. (ed.). *Justification for the Development of Electric Power Systems: Methodology, Models, Methods, Their Use*. Novosibirsk, Nauka, 2015. — 448 p.

12. Sheveleva G.I. New Realities of Corporate Governance in the Domestic Electric Power Industry. In: Vasil'ev S.N., Tsvirkun A.D. (eds). *Management of Large-Scale Systems Development (MLSD'2023). Materials of the 16<sup>th</sup> International Scientific Conference*. Moscow, September 26–28, 2023, Moscow, 2023, pp. 929–938. EDN: HQEGTA. DOI: 10.25728/mlsd.2023.0929.

13. Zav'yalova E.B., V.B. Kondrat'ev V.B. (eds.). *Corporate Governance as a Factor in Increasing Investment Attractiveness*. MGIMO University Publ., 2014. 311 с. EDN: VMPHMH.

14. Sheveleva G.I. Corporate Governance in Generating Companies of the Electric Power Industry: Best- and Worst-Ranked Companies. *AIP Conference Proceedings*, 2023, no. 2552, pp. 080020. DOI: 10.1063/5.0115847.

15. Sheveleva G.I. Corporate Governance in Generating Companies of the Russian Electric Power Industry in the Context of ESG Agenda. *Global Energy Interconnection*, 2022, vol. 5, no. 5, pp. 512–523. EDN: BERLHQ. DOI: 10.1016/j.gloi.2022.10.005.

16. Kostyleva V., Leuehde G. Formation of the Board of Directors in OECD Member Countries and in Russia. *Corporate governance and corporate finance — OECD*. Available at: <https://www.oecd.org/daf/ca/Board%20RUS.pdf>.

17. Kapelyushnikov R.I. Concentration of Ownership in the Corporate Governance System: Evolution of Ideas. *Rossiiskii zhurnal menedzhmenta = Russian Management Journal*, 2006, vol. 4, no. 1, pp. 3–28. EDN: HUBHVX.

18. Ruzhanskaya L.S. The State and Change of Strategic Aspects of the Corporate Governance in the Russian Companies. *Vestnik Novosibirskogo gosudarstvennogo universiteta. Seriya: Sotsial'no-ekonomicheskie nauki = Vestnik Novosibirsk State University. Series: Social and economics sciences*, 2010, vol. 10, no. 1, pp. 3–16. EDN: KZKYEL.

19. Dolgopyatova T.G. The Companies with the State Participation: Approaches to Development of Corporate Governance. *Menedzhment i biznes-administrirovaniye = Management and Business Administration*, 2012, no. 2, pp. 104–120. EDN: PDCWRF.

20. Belikov I.V. *Board of Directors: A New Approach*. Moscow, RIPOL Klassik Publ., 2019. 580 p.

#### Автор

Шевелева Галина Ивановна — кандидат экономических наук, старший научный сотрудник, Институт систем энергетики им. Л.А. Мелентьева Сибирского отделения Российской академии наук, г. Иркутск, Российская Федерация, shv4245@gmail.com, SPIN-код: 9263-6870, Scopus Author ID: 36850047300.

#### Author

Galina I. Sheveleva — PhD in Economics, Senior Researcher, Melentiev Energy Systems Institute, Siberian Branch of the Russian Academy of Sciences, Irkutsk, Russian Federation, shv4245@gmail.com, SPIN-Code: 9263-6870, Scopus Author ID: 36850047300.

#### Для цитирования

Шевелева Г.И. Ротация собственности в генерирующих компаниях электроэнергетики и сопутствующие инвестиционные риски / Г.И. Шевелева. — DOI 10.17150/2411-6262.2024.15(3).1142-1152. — EDN SFGYYW // Baikal Research Journal. — 2024. — Т. 15, № 3. — С. 1142–1152.

#### For Citation

Sheveleva G.I. Rotation of Ownership in Power Generation Companies and Related Investment Risks. *Baikal Research Journal*, 2024, vol. 15, no. 3, pp. 1142–1152. (In Russian). EDN: SFGYYW. DOI: 10.17150/2411-6262.2024.15(3).1142-1152.