

---

---

УДК 005:621.3 (470+571)

## ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЕ РИСКИ ДЛЯ ИНВЕСТИЦИЙ В РОССИЙСКУЮ ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКУ

© 2021 г. Г. И. Шевелева\*

*Федеральное государственное бюджетное учреждение науки Институт систем энергетики  
им. Л.А. Мелентьева Сибирского отделения Российской академии наук, Иркутск, Россия*

*\*e-mail: sheveleva@isem.irk.ru*

Поступила в редакцию 15.10.2020 г.

После доработки 01.12.2020 г.

Принята к публикации 04.12.2020 г.

В статье представлены результаты анализа перераспределения собственности в российских генерирующих компаниях электроэнергетики и складывающейся практики их корпоративного управления в постреформенный период. Выявлены дополнительные риски для инвесторов, возникшие в связи с увеличивающейся концентрацией собственности как у государства, так и у частных владельцев генерирующих активов. Показан формальный подход этих компаний к соблюдению международных принципов корпоративного управления и “мягкого права”, заложенных в новый российский Кодекс корпоративного управления. Отмечено, что недооценка такого рода рисков – не в интересах инвесторов и не способствует увеличению инвестиционной привлекательности отечественной электроэнергетики.

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

**DOI:** 10.31857/S0002331021010131

### ВВЕДЕНИЕ

Проблема повышения инвестиционной привлекательности российских генерирующих компаний электроэнергетики не утратила своей актуальности после реформирования российской электроэнергетики, поскольку не была решена одна из его ключевых задач – создание условий для привлечения частных инвестиций. В современных условиях инвестиции в ценные бумаги этих компаний связаны с повышенной степенью риска. Существенные риски, способные повлиять на их результативность и перспективы развития, публикуемые в Ежеквартальных отчетах (раздел 2.4. Риски, связанные с приобретением размещаемых (размещенных) ценных бумаг), на наш взгляд, не являются исчерпывающими для инвесторов.

В изменившихся условиях возникли дополнительные и не менее существенные риски для инвестиций в ценные бумаги российских генерирующих компаний электроэнергетики, выявление которых являлось целью проведенного исследования.

Рассматривались оптовые и территориальные генерирующие компании электроэнергетики (ОГК и ТГК; далее – генерирующие компании). Выявлены дополнительные риски, главным образом, посредством: сравнительного анализа структуры акционерного капитала генерирующих компаний в 2009 и 2019 годах; оценки соблюдения этими компаниями принципов нового российского Кодекса корпоративного управления (далее – Кодекс) [1], базирующегося на общепризнанных в мире принципах корпоратив-

ного управления Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) [2]; дополнительного анализа обобщенных данных о практике корпоративного управления с официальных сайтов этих компаний.

В качестве методологии оценки соблюдения генерирующими компаниями принципов Кодекса были преимущественно использованы Рекомендации Банка России для отчетов “О соблюдении принципов и рекомендаций Кодекса корпоративного управления” (Письмо Банка России от 17.02.2016 № ИН-06-52/8). Исследованы генерирующие компании, опубликовавшие такие отчеты в их годовой отчетности за 2017–2018 гг. Не рассматривались ООО “Сибирская генерирующая компания” и генерирующие компании ПАО “ЛУКОЙЛ”, не разместившие отчеты “О соблюдении принципов и рекомендаций Кодекса корпоративного управления” на своих официальных сайтах, а также ПАО “Фортум”, отчет которой не соответствовал рекомендациям Банка России. Включена в исследование ПАО “Иркутскэнерго” (сейчас АО “ЕвроСиб-Энерго”), не входящая в состав ОГК и ТГК.

Скорректированы в изменившихся условиях прежние результаты исследований автора в этой области [3, 4]. Использованы данные исследований в области корпоративного управления Школы бизнеса им. Шулиха Йоркского университета [5], Санкт-Петербургского государственного университета [6], Российской экономической школы [7], Института экономики переходного периода [8], Российского института директоров [9, 10], Центра стратегических исследований МГИМО [11], Ассоциации независимых директоров и НИУ “Высшая школа экономики” [12, 13], информационных агентств [14] и другие источники информации [15–21].

Выявлены дополнительные существенные риски для инвесторов генерирующих компаний. Они связаны с перманентным перераспределением и увеличением концентрации собственности, а также с корпоративным управлением в этих компаниях. Отмечено, что при высокой концентрации собственности у государства возможно продвижение его социальных и стратегических программ за счет акционерной стоимости компаний. Увеличение концентрации собственности у частных мажоритарных акционеров приводит к выводу средств в аффилированные структуры (включая офшорные зоны), сосредоточение “точек прибыли” в других видах подконтрольной им деятельности. Риски корпоративного управления, в основном, касались формального подхода мажоритарных собственников к соблюдению международных принципов корпоративного управления в интересах инвесторов, несовпадения относительно развитой нормативно-правовой базы отечественного корпоративного управления (включая Кодекс) с юридической точки зрения (“де-юре”) и ее реального исполнения (“де-факто”).

Отмечена определенная корреляция полученных результатов с данными исследований в этой области Санкт-Петербургского государственного университета, Российского института директоров, Центра стратегических исследований МГИМО, Ассоциации независимых директоров и НИУ “Высшая школа экономики”, Центра социального проектирования “Платформа” [6, 9–13, 18].

## РИСКИ ПЕРЕРАСПРЕДЕЛЕНИЯ И КОНЦЕНТРАЦИИ СОБСТВЕННОСТИ

При реформировании российской электроэнергетики была создана новая отраслевая структура собственности. Из ранее управляемых ПАО “ЕЭС России” и реорганизованных “АО-энерго” были выделены и образованы 6 крупных оптовых генерирующих компаний по экстерриториальному принципу и 14 территориальных генерирующих компаний – по территориальному. Генерирующая компания ОАО “ГидроОГК” (сейчас ПАО “РусГидро”) объединила большинство гидрогенерирующих активов. Атомные электростанции вошли в АО “Концерн Росэнергоатом”.

Основные акционеры ОГК и ТГК после ликвидации ПАО “ЕЭС России” (2008 г.) приведены в табл. 1. Их состав определен главным образом на основе информации

**Таблица 1.** Основные акционеры генерирующих компаний электроэнергетики, 2009 г.

Компании (ОАО)	Основные акционеры и их доли в акционерном капитале, %
“ОГК-1”	ОАО “ФСК ЕЭС” (40,2), ОАО “РусГидро” (21.2)
“ОГК-2”	ООО “Депозитарные и корпоративные технологии” (НД) (47.2), ЗАО “Газэнергопромбанк” (НД) (12.8), ЗАО “Депозитарно-клиринговая компания” (НД) (20.9)
“ОГК-3”	ОАО ГМК “Норильский никель” (65.0)
“ОГК-4”	Немецкий энергетический концерн E.ON (78.1)
“ОГК-5”	Enel Investment Holding B.V. (56.4), РФ в лице Федерального агентства по управлению госимуществом (26.4)
“ОГК-6”	ОАО “Центрэнергохолдинг” (42.9), ОАО “ФСК ЕЭС” (9.6), ООО “Инвест-Генерация” (10.3)
“ТГК-1”	ООО “Газпромэнергохолдинг” (51.8), Fortum Power and Heat OY (25.7)
“ТГК-2”	ООО “КОРЕС ИНВЕСТ” (ДУ) (44.8), “Дойче Банк” (НД) (26.4), ЗАО “Депозитарно-клиринговая компания” (НД) (16.2)
“ТГК-3”	ООО “Газпромэнергохолдинг” (53.5), Правительство г. Москвы (26.4)
“ТГК-4”	Группа “Онэксим” (48.1)
“ТГК-5”	ООО “КЭС-Холдинг” (ДУ) (26.3), РФ в лице Федерального агентства по управлению госимуществом (25.1), Integrated Energy systems Limited (19.8)
“ТГК-6”	ООО “КЭС-Холдинг” (ДУ) (23.6), Jamica Limited (9.4), Integrated Energy systems Limited (19.8), Primagate Trading Limited (18.4)
“ТГК-7”	ООО “КЭС-Холдинг” (ДУ) (45.0), Integrated Energy systems Limited (13.4)
“ТГК-8”	ОАО “Лукойл” (79.7), ЗАО “Энергоактив” (10.5), ЗАО “Энергохолдинг” (9.8)
“ТГК-9”	ООО “КЭС-Холдинг” (ДУ) (75.0)
“ТГК-10”	Fortum Russia B.V. (92.9)
“ТГК-11”	ООО “Депозитарные и корпоративные технологии” (НД) (50.5), ЗАО “Депозитарно-клиринговая компания” (НД) (34.8)
“ТГК-12”	ОАО “СУЭК” (49.6)
“ТГК-13”	ОАО “СУЭК” (50.0)
“ТГК-14”	ООО “Энергопромсбыт” (32.2), ОАО ГМК “Норильский никель” (27.8)

из годовых и ежеквартальных отчетов этих компаний за 2009 г. При отсутствии данных приведены доли номинальных держателей (НД) или доверительных управляющих (ДУ).

Данные табл. 1 показывают, что государство изначально осталось в генерации российской электроэнергетики (ОАО “ОГК-1”, ОАО “ОГК-5”, ОАО “ОГК-6”, ОАО “ТГК-1”, ОАО “ТГК-3”, ОАО “ТГК-14”).

Появились крупные иностранные стратегические инвесторы – немецкий E.ON (ОАО “ОГК-4”), итальянская Enel (ОАО “ОГК-5”) и финский Fortum (ОАО “ТГК-10”).

Возникли первые офшорные зарубежные компании – Jamica Limited (ОАО “ТГК-6”), Integrated Energy systems Limited (ОАО “ТГК-5”, ОАО “ТГК-6”, ОАО “ТГК-7”), Primagate Trading Limited (ОАО “ТГК-6”).

Весомая доля генерирующих активов перешла к российским частным предпринимателям (ОАО “ОГК-3”, ОАО “ТГК-2”, ОАО “ТГК-4”, ОАО “ТГК-5”, ОАО “ТГК-6”, ОАО “ТГК-7”, ОАО “ТГК-8”, ОАО “ТГК-9”, ОАО “ТГК-12”, ОАО “ТГК-13”).

Ни иностранные, ни российские институциональные инвесторы (акционерные и паевые инвестиционные фонды, пенсионные фонды и страховые компании и др.) не

стали существенным компонентом структуры акционерного капитала генерирующих компаний.

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

Основные акционеры и их доли в акционерном капитале генерирующих компаний по итогам 2019 г. представлены в табл. 2. Видна новая структура генерирующих активов электроэнергетики, по-прежнему преимущественно выявленная по данным с их официальных сайтов. Она отличается относительным укрупнением – вместо 21 оптовых и территориальных генерирующих компаний электроэнергетики после ликвидации РАО “ЕЭС России” – 16 ОГК и ТГК. Такое укрупнение было, в основном, обусловлено объединением ОАО “ТГК-12” и ОАО “ТГК-13” в Группу “Сибирская генерирующая компания”, а также присоединением ОАО “ТГК-5”, ОАО “ТГК-6”, ОАО “ТГК-9” к ОАО “ТГК-7” (“Волжская ТГК”), переименованной в 2015 г. в ПАО “Т Плюс”.

Наметилась устойчивая тенденция увеличения присутствия государства в генерирующих компаниях с сопутствующим увеличением концентрации собственности. ПАО “Интер РАО ЕЭС” приобрело 100% голосующих акций АО “ТГК-11”, провело реорганизацию в части 100% владения акциями ОАО “ОГК-1”, ОАО “ОГК-3”, присоединило генерирующие активы ОАО “Башкирэнерго”. В ООО “Газпром энергохолдинг” вошли ОАО “ОГК-2” и ОАО “ОГК-6”. Ведутся переговоры об объединении входящей в группу “Ренова” В. Вексельберга ПАО “Т Плюс” с ООО “Газпром энергохолдинг”. Сделка обсуждалась еще в 2011 г., предполагалось, что в объединенной компании “Газпрому” будет принадлежать 75% минус одна акция, “Ренове” – не менее 25% плюс одна акция [14].

Увеличение концентрации собственности наблюдалось не только в государственных компаниях, но и в компаниях с иностранными и частными российскими собственниками. Доля немецких энергетических концернов в акционерном капитале бывшей ОАО “ОГК-4” увеличилась с 78.1% (2009 г.) до 83.7% (2019 г.), доля финских держателей крупных пакетов акций ПАО “Фортум” (бывшая ОАО “ТГК-10”) – с 92.9% (2009 г.) до 98.3% (2019 г.).

Частные российские предприниматели также увеличили свои доли в акционерном капитале генерирующих компаний, находящихся в их владении. Как отмечено выше, в Группу “Сибирская генерирующая компания” были объединены ОАО “ТГК-12” и ОАО “ТГК-13”. ОАО “ТГК-7” (“Волжская ТГК”) переименована в 2015 г. в ПАО “Т Плюс” после присоединения к ней ОАО “ТГК-5”, ОАО “ТГК-6”, ОАО “ТГК-9”.

В действительности уровень концентрации собственности в генерирующих компаниях электроэнергетики еще выше, чем показывает официальная статистика. Это обусловлено владением их акциями структурами, контролируемыми мажоритарными акционерами или структурами, аффилированными с этими акционерами и обеспечивающими им сохранение фактического контроля над компаниями. В частности, находящиеся в составе основных акционеров генерирующих компаний ПАО “Центрэнергохолдинг” является дочерним обществом ООО “Газпром энергохолдинг”; ООО “Газпром энергохолдинг” – 100-процентное дочернее общество ПАО “Газпром”; ООО “Энергопромсбыт” – дочернее общество ОАО “РЖД”. Группа “Синтез”, являющаяся мажоритарным акционером ОАО “ТГК-2”, принадлежит российскому предпринимателю Л. Лебедеву. Этой же Группе подконтрольны ООО “Корес Инвест”, иностранные офшорные компании Джанан Холдингс Лимитед, Ралтака Энтерпрайзес Лтд и Литим Трейдинг Лимитед, входящие в состав основных акционеров ОАО “ТГК-2” (см. табл. 2). По данным Единого государственного реестра юридических лиц ОАО “ТГК-2” также яв-

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

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

ляется учредителем одного из его основных акционеров – ООО “Долговое Агентство”. М. Прохоров контролирует основных акционеров ПАО “Квадра” – ООО “Группа ОНЭКСИМ” и ООО “БизнесИНФОРМ” [17].

Увеличение концентрации собственности в генерирующих компаниях нередко сопровождалось недобросовестным поведением мажоритарных собственников. Они “размывали” пакеты акций миноритарных владельцев размещением дополнительных эмиссий, выкупаемых аффилированными с ними структурами, вынуждали миноритарных акционеров продавать акции по ценам, значительно ниже их первоначального размещения.

Государство на начало 2020 г. контролировало 63.9% установленной электрической мощности ОГК и ТГК электроэнергетики, частные предприниматели – 22.47%, иностранные собственники – 13.63% (по результатам выполненных расчетов на данных с официальных сайтов этих компаний). Велика вероятность дальнейшего увеличения концентрации акционерного капитала у явно доминирующих среди собственников

генерирующих компаний крупных отечественных промышленных групп вследствие их высоких лоббистских возможностей.

По мнению И. Беликова “в рамках сложившейся в России модели отношений крупного бизнеса и государства последнее объективно заинтересовано в сохранении высокой концентрации акционерного капитала крупных компаний. Иметь дело с небольшим числом контролирующих акционеров, являющихся российскими гражданами, государству гораздо проще, чем с компаниями с большим числом акционеров, в числе которых есть крупные западные институциональные инвесторы с прочными связями в политическом руководстве своих стран и в ведущих западных СМИ” [10].

Перманентное перераспределение собственности и увеличение ее концентрации в генерирующих компаниях с государственным участием подвергает инвесторов рискам использования государством своего влияния для продвижения своих социальных и стратегических программ за счет акционерной стоимости компаний. Скорее всего это связано с систематическим смещением функций государства как регулятора и акционера, явно противоречащее основному принципу корпоративного управления ОЭСР для компаний с государственным участием, четко разделяющим эти функции. Не исключены риски, когда за влиянием государства на публичные компании стоят интересы отдельных групп акционеров [15]. В роли регулятора корпоративных отношений государство добилось определенных успехов, однако как совладелец бизнеса оно зачастую отстает от частных собственников, исключительно сосредоточившись на реализации своих прав и игнорируя интересы других акционеров.

Возрастающая доля государства в акционерном капитале генерирующих компаний обычно приводит к росту числа бывших государственных служащих среди членов их советов директоров и генеральных директоров. В компаниях с государственным участием практикуется направление директив для голосования членам советов директоров по наиболее важным вопросам (назначение/увольнение генерального директора и утверждение договора с ним, утверждение стратегии, внесение изменений в ряд внутренних документов, утверждение размера дивидендов и т.п.). При этом число вопросов, по которым направляются директивы для голосования, постоянно расширяется. Как правило, авторы проектов решений, включаемых в директивы, неизвестны членам советов директоров, а проекты ими предварительно не обсуждаются. Случаев голосования против предложенных в директивах проектов решений немного, видимо, не проголосовавшие при выдвижении на следующий срок могут не войти в число кандидатов в советы директоров. Не исключено, что такая практика голосования по директивам может негативно повлиять на решения по голосованию независимых директоров и нанести ущерб другим акционерам. При этом деформируется институт независимых директоров в компаниях с государственным участием. Бывшие чиновники в их составе служат интересам государства и перестают быть ответственными за всех акционеров и за состояние компании в целом [13].

В зарубежной практике ограничивают и даже не допускают к избранию министров, государственных секретарей и других высокопоставленных государственных служащих, участвующих в принятии решений по управлению, в состав советов директоров государственных компаний. Это делается главным образом с целью предотвращения конфликта интересов политиков, регуляторов и других акционеров. Более того, такие ограничения нужны для исключения лоббирования менеджментом их интересов через обладающих регуляторными полномочиями государственных служащих в советах директоров, исключения предоставления преференций по сравнению с частными компаниями.

В постреформенные годы среди основных акционеров генерирующих компаний появились иностранные офшорные компании. Офшоризация собственности особенно характерна для частных российских мажоритарных собственников ОАО “ТГК-2”, ПАО “Т Плюс” и ООО “Сибирская генерирующая компания”. Более всего офшорных

компаний присутствует в акционерном капитале ОАО “ТГК-2”. Офшоризация собственности в большинстве случаев приводит к значительному увеличению конфликтов интересов между мажоритарными и миноритарными акционерами. Для миноритарных акционеров возрастают риски упущенной выгоды, главным образом, по причине вывода крупными собственниками средств из компаний в аффилированные с ними структуры в офшорных зонах. Эти риски еще более увеличиваются, когда крупные российские частные владельцы генерирующих активов перестают быть налоговыми резидентами России, хотя и продолжают управлять этими российскими активами из-за рубежа (например, ООО “Сибирская генерирующая компания”).

Велики риски для инвесторов ценовой дискриминации и низкой рыночной капитализации генерирующих компаний, приватизированных российским бизнесом. Этот бизнес представлен главным образом крупными потребителями электроэнергии (“Русал” и др.) и поставщиками топлива (“СУЭК” и др.). Производство электроэнергии для него не является ключевым, поэтому “точки прибыли” вероятнее всего будут сосредоточены в других видах подконтрольной деятельности.

Отмечена тесная взаимосвязь структуры собственности и корпоративного управления в российских публичных компаниях, подтвержденная многочисленными исследованиями, включая отечественных экономистов. Более глубокими из них, на наш взгляд, являются выполненные сотрудниками Института экономики переходного периода, отрицающих прямую адаптацию в Россию мировых “типовых” моделей корпоративного управления и обосновавших создание особой “русской” модели корпоративного управления вследствие специфичности отечественной структуры экономики и правовой среды [8]. Специфика формирующейся модели порождает характерные риски корпоративного управления для инвестиций в ценные бумаги генерирующих компаний.

## РИСКИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

Корпоративное управление (corporate governance) по определению – это власть (governance) на уровне отдельной компании. Соответственно риски корпоративного управления для инвесторов в ценные бумаги генерирующих компаний главным образом обусловлены устройством и реализацией власти в этих компаниях. Ее своеобразным индикатором является соблюдение принципов корпоративного управления Кодекса (далее – принципы Кодекса), нацеленного на защиту интересов всех акционеров независимо от размера пакета акций, которым они владеют. Чем более высокого уровня защиты интересов акционеров удастся достичь российским акционерным обществам, тем на большие инвестиции они могут рассчитывать [1].

Оценка соблюдения генерирующими компаниями принципов Кодекса выполнена преимущественно на основе данных отчетов “О соблюдении принципов и рекомендаций Кодекса корпоративного управления” в их годовых отчетах за 2017–2018 гг. по семи разделам:

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

II. Совет директоров.

III. Корпоративный секретарь.

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

V. Система управления рисками и внутреннего контроля.

VI. Раскрытие информации, информационная политика.

VI. Существенные корпоративные действия.

Перечисленные разделы Кодекса включали 24 подраздела с 79 принципами корпоративного управления под трехразрядными номерами (“1.1.1.” или “1.2.3.” и т.д.) и

128 критериями оценки соблюдения каждого из них, рекомендованными Банком России. При оценке дополнительно учитывался статус соответствия каждому критерию оценки соблюдения этих принципов: “соблюдается”, “частично соблюдается”, “не соблюдается”.

На примере соблюдения принципов Кодекса в 2017–2018 гг. генерирующей компанией ПАО “ОГК-2”, представленной в табл. 3, показано, как были получены результаты соблюдения принципов Кодекса по каждой генерирующей компании, вошедшей в исследование.

В таблицу 4 сведены только итоговые результаты полученных значений количества “соблюдаемых”, “частично соблюдаемых” и “не соблюдаемых” генерирующими компаниями критериев Кодекса в 2017–2018 гг., рекомендованных Банком России (в том числе в процентах).

Значения табл. 4 показывают наличие существенных различий в соблюдении принципов Кодекса. Лидерами по их соблюдению в 2018 г. являлись государственные компании ПАО “Интер РАО”, ПАО “РусГидро” и итальянская ПАО “Энел Россия”. Из 128 оцениваемых критериев соответствия этим принципам они соблюдали, соответственно, 125, 123 и 120 критериев. Замыкали список компании с частными собственниками – ОАО “ТГК-2” и ПАО “Иркутскэнерго”, с 58 и 38 критериями соблюдения. Они оказались явными аутсайдерами. При сравнительном анализе значений лидеров и аутсайдера по статусу “не соблюдаются” практически наблюдалась аналогичная корреляция, но разрыв значений был более внушительным. ПАО “Интер РАО”, ПАО “Энел Россия”, ПАО “РусГидро” не соблюдали 1, 3 и 3 критерия, соответственно. ПАО “Иркутскэнерго” – 27, ПАО “Квадра” – 31 и ОАО “ТГК-2” – 33 критерия, отставая по их соблюдению в 27–33 раза от ПАО “Интер РАО”.

Отмечены не менее существенные различия по статусу соответствия принципам Кодекса по отдельным компаниям. Из данных табл. 4 видно, что в генерирующих компаниях, лидирующих по соблюдению этих принципов, доли составляющих статуса соответствия (“соблюдаются”, “частично соблюдаются”, “не соблюдаются”) в 2018 г. среди 128 оцениваемых критериев имели следующие пропорции: ПАО “Интер РАО” – 97,6, 1,6, 0,8%; ПАО “Энел Россия” – 93,8, 3,9, 2,3%; ПАО “РусГидро” – 96,1, 1,6, 2,3%. В компаниях-аутсайдерах наблюдалось относительное смещение в сторону увеличения “частично соблюдаемых” и “не соблюдаемых” критериев: ПАО “Иркутскэнерго” – 29,7, 49,2, 21,1%; ПАО “Квадра” – 58,6, 17,2, 24,2%; ОАО “ТГК-2” – 45,3, 28,9, 25,8%.

Видны разнонаправленные изменения в соблюдении критериев Кодекса в 2017 и в 2018 гг. Компании-лидеры, а также ПАО “Юнипро” и ПАО “Квадра”, в среднем, на 11–12% увеличили количество соблюдаемых критериев, у остальных генерирующих компаний произошло их снижение, причем у ПАО “ТГК-1” и ПАО “Иркутскэнерго” практически на том же уровне. Отмечено увеличение числа несоблюдаемых критериев. Оно наблюдалось главным образом у компаний-аутсайдера. Увеличилась доля несоблюдаемых критериев у ПАО “Иркутскэнерго” с 14,8% в 2017 г. до 21,1% в 2018 г., у ОАО “ТГК-2” – с 22,7 до 25,8% соответственно. Количество частично соблюдаемых критериев возросло только у трех генерирующих компаний – ПАО “Мосэнерго”, ПАО “Иркутскэнерго” и ПАО “ТГК-1”.

Выявлены наименее соблюдаемые в 2017–2018 гг. подавляющим большинством генерирующих компаний оценочные критерии принципов Кодекса, рекомендованные Банком России. Они представлены в табл. 5 и перечислены по мере возрастания числа генерирующих компаний, не соблюдавших эти критерии.

Выполнен дополнительный анализ выявленных наименее соблюдаемых генерирующими компаниями критериев Кодекса в контексте соблюдения ими международного “мягкого права” – “соблюдай или объясняй” (рекомендованы ОЭСР для стран с относительно слабыми правовыми и регуляторными структурами) [2]. С этой целью



**Таблица 3.** Соблюдение принципов Кодекса ПАО «ОГК-2», 2017–2018 гг.

Под-разде-лы	Число принципов, рекомендованных Кодексом	Число критериев оценки соблюдения принципа	Статус соответствия критериям оценки соблюдения принципов					
			2017			2018		
			соблюда-ется	не соблюда-ется	частично соблюда-ется	соблю-дается	не соблю-дается	частично соблюда-ется
<b>I. Права акционеров и равенство условий для акционеров при осуществлении ими своих прав</b>								
1.1.	6	14	12	–	2	12	–	2
1.2.	4	5	3	1	1	3	1	1
1.3.	2	2	2	–	–	2	–	–
1.4.	1	1	1	–	–	1	–	–
<b>II. Совет директоров</b>								
2.1.	7	12	9	1	2	9	1	2
2.2.	2	3	2	1	–	2	1	–
2.3.	4	5	–	2	3	–	2	3
2.4.	4	6	2	2	2	3	2	1
2.5.	3	4	2	2	–	2	2	–
2.6.	4	8	4	2	2	4	2	2
2.7.	4	4	3	1	–	3	1	–
2.8.	6	13	4	2	7	4	2	7
2.9.	2	3	1	2	–	2	1	–
<b>III. Корпоративный секретарь</b>								
3.1.	2	3	3	–	–	3	–	–
<b>IV. Система вознаграждения членов совета директоров, исполнительных органов и иных ключевых руководящих работников</b>								
4.1.	4	4	3	1	–	3	1	–
4.2.	3	3	1	1	1	1	1	1
4.3.	3	6	3	3	–	3	3	–
<b>V. Система управления рисками и внутреннего контроля</b>								
5.1.	4	5	3	1	1	4	1	–
5.2.	2	3	2	–	1	2	–	1
<b>VI. Раскрытие информации, информационная политика</b>								
6.1	2	5	3	2	–	4	1	–
6.2	3	7	7	–	–	7	–	–
6.3	2	3	3	–	–	3	–	–
<b>VII. Существенные корпоративные действия</b>								
7.1.	3	5	4	1	–	4	1	–
7.2.	2	4	3	1	–	3	1	–
<b>Всего</b>	<b>79</b>	<b>128</b>	<b>80</b>	<b>26</b>	<b>22</b>	<b>84</b>	<b>24</b>	<b>20</b>

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

Компании (ПАО)	Соблюдаются				Частично соблюдаются				Не соблюдаются			
	2017		2018		2017		2018		2017		2018	
	кол-во	%	кол-во	%	кол-во	%	кол-во	%	кол-во	%	кол-во	%
“Интер РАО”	116	90.6	125	97.6	8	6.3	2	1.6	4	3.1	1	0.8
“Энел Россия”	104	81.2	120	93.8	16	12.5	5	3.9	8	6.3	3	2.3
“РусГидро”	100	78.1	123	96.1	25	19.5	2	1.6	3	2.4	3	2.3
“ТГК-1”	102	79.7	89	69.4	23	18.0	37	28.0	3	2.3	2	1.6
“ТГК-14”	81	63.3	93	72.6	38	29.7	24	18.8	9	7.0	11	8.6
“Юнипро”	83	64.8	98	76.5	29	22.7	18	14.1	16	12.5	12	9.4
“ОГК-2”	80	62.5	84	65.6	22	17.2	20	15.6	26	20.3	24	18.8
“Т Плюс”	56	43.8	–	–	50	39.0	–	–	22	17.2	–	–
“Мосэнерго”	66	51.6	62	48.4	48	37.5	56	43.8	14	10.9	10	7.8
“Иркэнерго”	50	39.1	38	29.7	59	46.1	63	49.2	19	14.8	27	21.1
“Квадра”	65	50.8	75	58.6	28	21.9	22	17.2	35	27.3	31	24.2
ОАО “ТГК-2”	60	46.8	58	45.3	39	30.5	37	28.9	29	22.7	33	25.8

были использованы не только данные отчетов “О соблюдении принципов и рекомендаций Кодекса корпоративного управления”, но и информация об их общей практике корпоративного управления с официальных сайтов.

По результатам этого анализа был выявлен формальный подход мажоритарных собственников к соблюдению принципов Кодекса. Он рассматривался в качестве существенного дополнительного риска корпоративного управления для инвестиций в российскую электроэнергетику.

Ниже приведены свидетельствующие об этом наиболее показательные объяснения подавляющего большинства генерирующих компаний причин несоблюдения ими принципов Кодекса. Самые распространенные из них были объединены в две группы. Первая группа – “не предусмотрена, не проводилось, не рассматривались, не определены и т.д.”, вторая – “компания планирует рассмотреть возможность включения, проведения, применения и т.д.”. Эти объяснения показаны на примере соблюдения принципов 7.1.1., 7.1.2., 7.2.2., относящихся к разделу существенных корпоративных действий Кодекса (VII): 7.1.1. Не определен перечень сделок или иных действий, являющихся существенными корпоративными действиями, и критерии для их определения; 7.1.2. Не предусмотрена процедура, в соответствии с которой независимые директора заявляют о своей позиции по существенным корпоративным действиям до их одобрения; 7.2.2. Компания планирует рассмотреть возможность включения во внутренние документы расширенного перечня оснований, по которым члены Совета директоров и иные предусмотренные законодательством лица признаются заинтересованными в ее сделках. Такие типичные для генерирующих компаний в течение ряда лет объяснения причин несоблюдения принципов Кодекса, как минимум, свидетельствуют о несвоевременной реакции советов директоров на соблюдение этих принципов или о скрытом нежелании их выполнения и проведения актуализации внутренних документов.

Не менее формальными являются распространенные среди генерирующих компаний объяснения несоблюдения принципа 6.1.1. Кодекса (разработка и внедрение в компаниях информационной политики): 1. “...информационная политика разработа-

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

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

на и утверждена, однако в отчетном периоде связанные с ее соблюдением вопросы не рассматривались по причине соответствия требованиям действующего законодательства и внутренним документам компаний”; 2. “...информационная политика была утверждена до разработки Кодекса и не учитывает введенных им рекомендаций”. Из этих объяснений следует, что советы директоров не выполнили свои самые базовые обязанности по контролю над информационной политикой генерирующих компаний. Кроме того, совсем неубедительным выглядит объяснение “...информационная политика, в основном, соответствует требованиям внутренних документов компании”, когда во многих генерирующих компаниях отсутствует актуализация этих документов. Об этом свидетельствуют результаты дополнительного анализа состава и содержания внутренних документов генерирующих компаний, включая годы утверждения их “Положений об информационной политике”. В частности, в ОАО “ТГК-2” и ПАО “Квадра” – 2006 г., ПАО “ТГК-1” – 2008 г., ПАО “ОГК-2” – 2009 г., ПАО “Иркутскэнерго” – 2011 г. Возможно, что под такими объяснениями скрывается озабоченность генерирующих компаний серьезными рисками раскрытия существенной информации о своей деятельности, перевешивающая возможные выгоды.

Формальными выглядят объяснения причин несоблюдения принципов 2.4.3. (присутствие определенного минимального количества независимых в составах советов директоров) и 2.5.1. (независимость Председателя совета директоров или же определение старшего среди независимых директоров) отсутствием объективной возможности влияния на процесс избрания членов советов директоров. Фактически формирование состава и назначение Председателей советов директоров происходит по рекомендации контролирующего акционера, а голосование является чистой формальностью. Например, в ПАО “Квадра” Совет директоров уже несколько лет формируется контролирующим акционером М. Прохоровым (8 из 9 членов) и до изменения его подхода не планируется менять сложившуюся практику. Это свойственно и государственным компаниям, отчитавшимся о соблюдении этих принципов исходя из результатов анализа дополнительных данных об общей практике корпоративного управления с их официальных сайтов. В частности, в ПАО “РусГидро” 11 из 13 членов Совета директоров – государственные [19–21]. Причем в нарушение требований Кодекса о независимости от мажоритарного акционера ее независимые директора связаны с основным собственником – государством. К примеру, Чекунков А.О. является Генеральным директором АО “Фонд развития Дальнего Востока и Арктики», входящего в единую систему государственных институтов для ускоренного развития Дальнего Востока и Арктики [19].

Не менее формальным выглядит типичное и регулярно используемое объяснение несоблюдения рекомендаций Кодекса по проведению оценки работы советов директоров (принципы 2.2.1., 2.5.2., 2.9.1., 2.9.2.) – “... планируется рассмотреть возможность проведения самооценки работы Совета директоров и/или внешней оценки с обсуждением ее результатов на очном заседании”. На наш взгляд, неоднократно планируя такое рассмотрение, генерирующие компании уже должны задуматься о целесообразности разработки соответствующей методики такой оценки. Как правило, она индивидуальна для каждой из компаний и требует учета стоящих перед ними специфических задач. Однако общая невысокая культура корпоративного управления, низкая активность в этом вопросе миноритарных акционеров не побуждают генерирующие компании заняться разработкой даже самых простых методик оценки работы советов директоров и каждого из членов, их комитетов. Не использованы возможности заказа разработки такой методики профессиональным консультантам и проведения на ее основе оценки, обсуждения полученных результатов на очном заседании Совета директоров, следуя рекомендациям Кодекса [9, 10].

Формальный подход генерирующих компаний к соблюдению принципов Кодекса за последние годы практически не изменился. Более четким стало лишь указание по-

ложений Кодекса, к которым относятся объяснения. По-прежнему отсутствовали рекомендованные Банком России обязательные объяснения, касающиеся: описания контекста, обстоятельств, предпосылок, в связи с которыми компания не следует Кодексу; убедительности и понятности конкретных причин несоблюдения Кодекса; описания используемых компанией альтернативных механизмов, направленных на снижение рисков; планируемых сроков приведения практики корпоративного управления в соответствие с Кодексом [16].

Все выявленные несоблюдаемые генерирующими компаниями критерии Кодекса, рекомендованные Банком России, относятся в рамках делегированных полномочий к зоне ответственности их советов директоров. Советы директоров являются: гарантом соблюдения прав и равных условий для акционеров; утверждают внутренние документы компаний; разрабатывают, утверждают политику компаний по вознаграждениям; обеспечивают контроль над внедрением и реализацией этой политики; определяют принципы и подходы к организации системы управления рисками и внутреннего контроля, отслеживают соответствие им действующей системы и эффективность ее функционирования; обеспечивают разработку и внедрение информационной политики, прозрачность, своевременность и полноту раскрытия информации, необременительный доступ к ней акционеров; осуществляют контроль над практикой корпоративного управления; играют ключевую роль в существенных корпоративных действиях; утверждают независимых оценщиков при осуществлении существенных корпоративных действий для защиты прав и законных интересов акционеров. Однако по результатам исследования видны серьезные расхождения между существенными обязанностями, юридически возложенными на советы директоров генерирующих компаний (“де-юре”), и реальным соблюдением этими советами своих обязанностей (“де-факто”). Наблюдаются своеобразные “ножницы” между качеством норм российского корпоративного законодательства и их реальным исполнением. Не исключена обусловленность этого уже отмеченным выше формальным подходом к соблюдению международных принципов корпоративного управления, включая отсутствие решающей роли советов директоров как органа стратегического управления и контроля над деятельностью менеджмента этих компаний. Ведь с юридической точки зрения собственником является каждый акционер, а реальная власть принадлежит контролирующим акционерам.

Отмечена определенная корреляция полученных результатов с данными исследований в этой области Санкт-Петербургского государственного университета, Российского института директоров, Центра стратегических исследований МГИМО, Центра социального проектирования “Платформа”, Ассоциации независимых директоров и НИУ “Высшая школа экономики”. В этих исследованиях также были подчеркнуты: разрыв между относительно высоким качеством российского корпоративного законодательства и его исполнением; отсутствие разделения функций владения и управления в российских компаниях с полной подконтрольностью их крупным собственникам. В частности, по данным исследований Российского института директоров, только контролирующие акционеры в условиях высокой концентрации акционерного капитала, значительных рыночных рисках ведения бизнеса, относительно слабой правовой и судебной защите стремятся к сохранению полного контроля над своими компаниями и могут влиять на разработку стратегии и принятие решений. Контролирующие акционеры в состоянии самостоятельно принимать решения о назначении и увольнении генеральных директоров и ключевых топ-менеджеров, сами ставят перед ними ключевые задачи, определяют размер и формы их вознаграждения. Советам директоров отведена роль формального участника этих отношений (нередко — простого наблюдателя) [10]. Характерным подтверждением формального подхода отечественных компаний к соблюдению передовых стандартов корпоративной практики являются данные опросов стейкхолдеров (включая инвесторов), проведенных Ассоциаци-

ей независимых директоров и Центром социального проектирования “Платформа”. По их оценкам, ни одна из генерирующих компаний, даже соответствующая стандартам передовой корпоративной практики по объективным признакам, не вошла в состав 20 лучших по показателю качества корпоративного управления в этих компаниях [12, 18].

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Выявлены дополнительные риски для инвестиций в российскую электроэнергетику. Они связаны с возрастающей концентрацией собственности и формальным подходом генерирующих компаний электроэнергетики к соблюдению международных принципов корпоративного управления. При отсутствии в этих компаниях конструктивных изменений в структуре акционерного капитала и подходах к соблюдению принципов корпоративного управления в интересах инвесторов считается маловероятным повышение их инвестиционной привлекательности.

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

## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Кодекс корпоративного управления. Нормативные акты и оперативная информация Центрального Банка Российской Федерации // Вестник Банка России. 2014. № 40(1518).
2. OECD (2016). Principles of corporate governance G20/OECD. OECD Publishing, Paris. URL: <https://doi.org/10.1787/9789264252035-ru>
3. *Sheveleva G.I.* Implementation of international standards of corporate governance in Russian electric power industry // Energy Systems Research. 2018. V. 1. № 3. P. 33–41. <https://doi.org/10.25729/esr.2018.01.0001>
4. *Sheveleva G.I.* Priority directions in the development of corporate governance in Russia’s power industry // Energy Systems Research. 2019. V. 2. № 3. P. 5–10. <https://doi.org/10.25729/esr.2019.03.0001>
5. *Джиллис Дж., Барта П., Леблан Р.* Структура против функции: эволюция корпоративного управления (на примере США) // Российский журнал менеджмента. 2006. № 4(1). С. 147–162.
6. *Бухвалов А.В.* Корпоративное управление как объект научных исследований // Российский журнал менеджмента. 2005. Т. 3. № 3. С. 81–96.
7. *Гуриев С.М.* Мифы экономики. Заблуждения и стереотипы, которые распространяют СМИ и политики / 6-е изд. М.: Манн, Иванов и Фербер, 2017. 320 с.
8. *Гуриев С., Лазарева О., Рачинский А., Цухло С.* Корпоративное управление в российской промышленности. URL: <http://www.iep.ru/files/text/usaid/CorpUpPR.pdf>
9. *Беликов И.В.* Оценка работы Совета директоров и высшего менеджмента компании // Акционерное общество: вопросы корпоративного управления. 2008. № 4. С. 14–21.
10. *Беликов И.* Совет директоров: новый подход. М.: РИПОЛ Классик, 2019. 580 с.
11. Корпоративное управление как фактор повышения инвестиционной привлекательности: коллективная монография / Под ред. Завьяловой Е.Б., Кондратьева В.Б. М.: МГИМО, 2014. 311 с.
12. Индекс корпоративного управления России 2017. URL: [http://nand.ru/upload/ux/corporate\\_governance\\_index\\_2017.pdf](http://nand.ru/upload/ux/corporate_governance_index_2017.pdf)
13. *Долгопятова Т.Г.* Предприятия с государственным участием: состояние и возможные подходы к развитию корпоративного управления // Менеджмент и бизнес – администрирование. 2012. № 2. С.104–120.
14. Вексельберг подтвердил, что ведет переговоры о слиянии “Т Плюс” с ГЭХ. URL: <http://www.bigpowernews.ru/print/83095/phtml>
15. *Ружанская Л.С.* Государство и изменение стратегических аспектов корпоративного управления в российских компаниях // Вестник Новосибирского государственного университета. Сер. Социально-экономические науки. 2010. Т. 10. № 1. С. 3–16.
16. *Курицына Е.И.* Кодекс корпоративного управления: мониторинг раскрытия публичными акционерными обществами информации о причинах несоблюдения. URL: <http://www.oecd.moex.com/a3895>
17. Ежеквартальный отчет ПАО “Квадра” за 3 квартал 2019. URL: <https://www.quadra.ru/upload/iblock/b48/b48217d591d17de9138aca2faa6270ee.pdf>

18. Корпоративное управление в России: кризис жанра и надежды на будущее / Центр социального проектирования “Платформа” М.: 2018. URL: <http://www.nand.ru/upload/medialibrary/news>
19. Фонд развития Дальнего Востока и Арктики. URL: <https://www.fondvostok.ru/about/>
20. Распоряжение Правительства РФ от 11 августа 2011 г. № 1393-р “Об учреждении автономной некоммерческой организации “Агентство стратегических инициатив по продвижению новых проектов””. URL: <http://government.ru/gov/results/16183/>
21. НП “Научно-технический совет Единой энергетической системы”. URL: <http://www.nts-ees.ru/>

### **Additional Risks of Investment in the Russian Electric Power Industry**

**G. I. Sheveleva\***

*Federal State Budgetary Institution of Science Melentiev Energy Systems Institute,  
Siberian Branch of the Russian Academy of Sciences, Irkutsk, Russia*

*\*e-mail: sheveleva@isem.irk.ru*

The paper presents the results of an analysis of the property redistribution in Russian power generating companies and the emerging practice of their corporate governance in the post-reform period. The research has identified additional investment risks that have arisen in connection with the increasing concentration of property, both in the state and in private owners of generating assets. A formal approach of these companies to the observance of international corporate governance principles and “soft law” stipulated in the new Russian Corporate Governance Code is shown. It is noted that underestimating such risks is not in the interests of investors and does not contribute to an increase in the investment attractiveness of the domestic electric power industry.

*Keywords:* risks, investors, Russian power generating companies, property, corporate governance