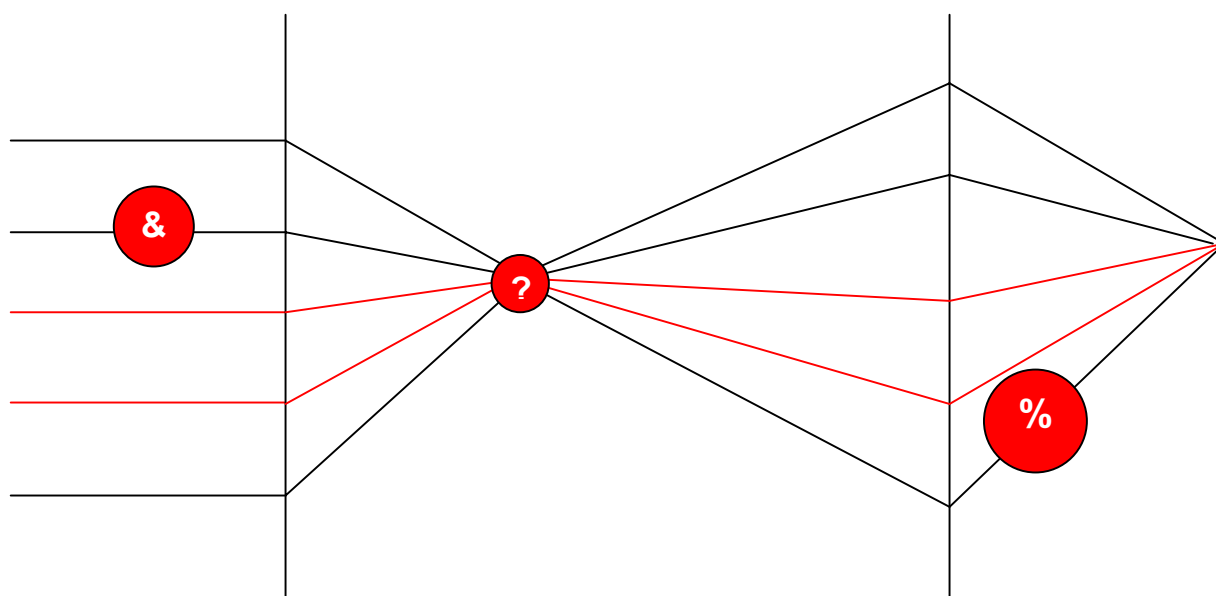


**STANDARD
& POOR'S**

Исследование информационной прозрачности российских компаний электроэнергетического сектора

Служба рейтингов корпоративного управления Standard & Poor's. Декабрь 2009 г.

Екатерина Марушкевич
Олег Швырков
Елена Пастухова
Антон Онищук



Исследование информационной прозрачности российских компаний электроэнергетического сектора в 2009 г.

Основные выводы

Информационная прозрачность компании чрезвычайно важна для инвесторов, принимающих решение о приобретении ее ценных бумаг. Для российских компаний электроэнергетического сектора вопрос инвестиционной привлекательности стоит особенно остро, поскольку именно сейчас предприятия сектора испытывают высокую потребность в привлечении финансовых ресурсов для реализации своих масштабных инвестиционных программ.

Результаты проведенного Standard & Poor's исследования информационной прозрачности российских компаний электроэнергетики показали низкий уровень транспарентности компаний сектора в сравнении с международными предприятиями и многими крупнейшими российскими компаниями из других отраслей. *Индекс информационной прозрачности 40 крупнейших компаний электроэнергетики составил 44,9 процентных пункта (далее — п.п.). В то же время средний уровень прозрачности 90 крупнейших российских компаний из разных отраслей, включенных в исследование Standard & Poor's «Информационная прозрачность российских компаний в 2009 г.: Разрыв между лидерами и аутсайдерами увеличился», — 55,8 п.п., т.е. он на 10,9 п.п. выше, чем в российских компаниях электроэнергетики. Эти результаты позволяют сделать вывод о том, что для повышения своей конкурентоспособности на международных рынках капитала российским электроэнергетическим предприятиям необходимо активно совершенствовать практику раскрытия информации.*

Исследование охватывает крупнейшие публичные компании сектора

Исследование проводилось по 40¹ крупнейшим публичным российским компаниям электроэнергетики, имеющим ликвидные акции. Эти компании осуществляют свою деятельность в секторах генерации, передачи, распределения и сбыта электроэнергии. Они были созданы в ходе реформирования ОАО «РАО ЕЭС России» — одной из крупнейших государственных монополий России, которая завершила свое существование летом 2008 г. Компании, включенные в анализ, являются крупными игроками на российском фондовом рынке. На их долю приходится 98% совокупной рыночной капитализации российских компаний электроэнергетики и 12% общей капитализации российского фондового рынка. Исследование охватывает все российские электроэнергетические компании, представленные в котировальных списках на российских и международных фондовых площадках.

Полный перечень компаний, вошедших в исследование, представлен в Приложении I.

¹ В настоящем исследовании использованы данные по прозрачности 26 крупнейших компаний электроэнергетики, которые были получены по результатам исследования «Информационная прозрачность российских компаний в 2009 г.: Разрыв между лидерами и аутсайдерами увеличился», проведенного Standard & Poor's совместно с Центром экономических и финансовых исследований и разработок в Российской экономической школе (ЦЭФИР РЭШ). Кроме того, для целей данного исследования была дополнительно проанализирована прозрачность 14 компаний электроэнергетики, не вошедших в общее исследование прозрачности крупнейших российских компаний в 2009 г.

Результаты исследования информационной прозрачности не следует сравнивать с рейтингами корпоративного управления (РКУ и GAMMA)

Исследование информационной прозрачности — это аналитический продукт, в котором используется только информация, доступная из публичных источников, что делает некорректным любое сравнение оценок информационной прозрачности с рейтингами корпоративного управления Standard & Poor's (РКУ и GAMMA) или их интерпретацию как интегрального показателя качества корпоративного управления. Рейтинги корпоративного управления (РКУ и GAMMA) — это оценка практики корпоративного управления, которая не ограничивается раскрытием информации. Кроме того, в основе РКУ лежит всесторонний интерактивный аналитический процесс, в ходе которого используется не только общедоступная, но и непубличная информация. Вместе с тем мы считаем информационную прозрачность одним из существенных факторов, влияющих на инвестиционную привлекательность компании, и одним из важных элементов корпоративного управления.

Методология исследования

Исследование проводилось по методологии, разработанной Службой рейтингов корпоративного управления Standard & Poor's. В основе методологии лежит принцип полного и своевременного публичного раскрытия информации, существенной для инвесторов.

Наш анализ учитывает информацию, содержащуюся в трех основных источниках общедоступной информации: в годовых отчетах, на веб-сайтах и в отчетности, представляемой в регулирующие органы. В первую группу источников информации входят годовые отчеты, составляемые в выбранном компанией формате (вместе с финансовой отчетностью и примечаниями, если компания прямо указывает, что они являются неотъемлемой частью годового отчета), а также материалы к собранию акционеров. Вторая группа источников включает всю информацию, публикуемую на веб-сайте компании, в том числе прямые гиперссылки на перечни документов, относящихся к данной компании. Отчетность, направляемая в регулирующие органы, включает общедоступную информацию, представляемую в соответствии с действующим законодательством Федеральной службе по финансовым рынкам (ФСФР), Управлению по финансовым услугам Великобритании (U.K. Financial Services Authority — FSA) и Управлению по листингу Великобритании (United Kingdom Listing Authority — UKLA). Кроме того, в эту группу входит информация, содержащаяся в проспектах эмиссии облигаций, ADR и GDR, выпущенных после 1 января 2009 г. и опубликованных на веб-сайте либо компании-эмитента, либо биржи, на которой размещались эти ценные бумаги. В составе отчетности для регулирующих органов мы также учитывали информацию, содержащуюся в годовой финансовой отчетности по МСФО, — для тех компаний, чьи акции находятся в листинге Лондонской фондовой биржи (LSE), и информацию, содержащуюся в годовой и полугодовой финансовой отчетности, — для компаний, имеющих листинг на AIM (площадка LSE для компаний небольшого размера, которая освобождает их от выполнения некоторых требований по раскрытию информации, действующих на основной бирже), так как эти документы представляются в регулирующие органы или на биржу и публикуются. Наконец, мы учитывали годовую финансовую отчетность по МСФО на русском языке для компаний, чьи ценные бумаги входят в котировальные списки A1 и A2 РТС или ММББ, поскольку российские биржи требуют предоставлять им эту информацию и размещать ее в открытом доступе.

В соответствии с нашей системой весов сам по себе факт наличия информации в открытом доступе (независимо от источника раскрытия) дает 80% от максимального балла по каждому

пункту анкеты. Оставшиеся 20% добавляются в том случае, если соответствующая информация присутствует и в двух других источниках (по 10% на каждый). Такой подход основывается на том, что дублирование информации в разных источниках является определенным плюсом, так как повышает ее доступность для инвестора. Однако ценность подобного дублирования несоизмеримо ниже собственно факта раскрытия информации.

Мы анализировали информацию по состоянию на 10 августа 2009 г. Вся информация, опубликованная после этой даты, рассматривалась как нерелевантная для оценки уровня прозрачности, поскольку она появилась более чем через семь месяцев после окончания отчетного года (в данном случае — 2008-го). Мы считаем, что подобная информация уже не представляет особой ценности для заинтересованных лиц (акционеров, кредиторов, аналитиков и пр.), которые хотят понять текущую ситуацию, основываясь на данных прошлого года. По той же причине мы не учитывали изменения и обновления, происходившие после указанной даты.

В настоящем исследовании проанализировано раскрытие информации с позиций международного инвестора. Именно на это ориентирован список критериев оценки; учитывался также факт раскрытия информации на английском языке.

Анкета исследования состоит из 110 пунктов, касающихся:

- структуры собственности и прав акционеров;
- финансовой и операционной информации;
- состава и процедур работы Совета директоров и менеджмента.

Полный перечень вопросов анкеты представлен в Приложении II.

Выводы

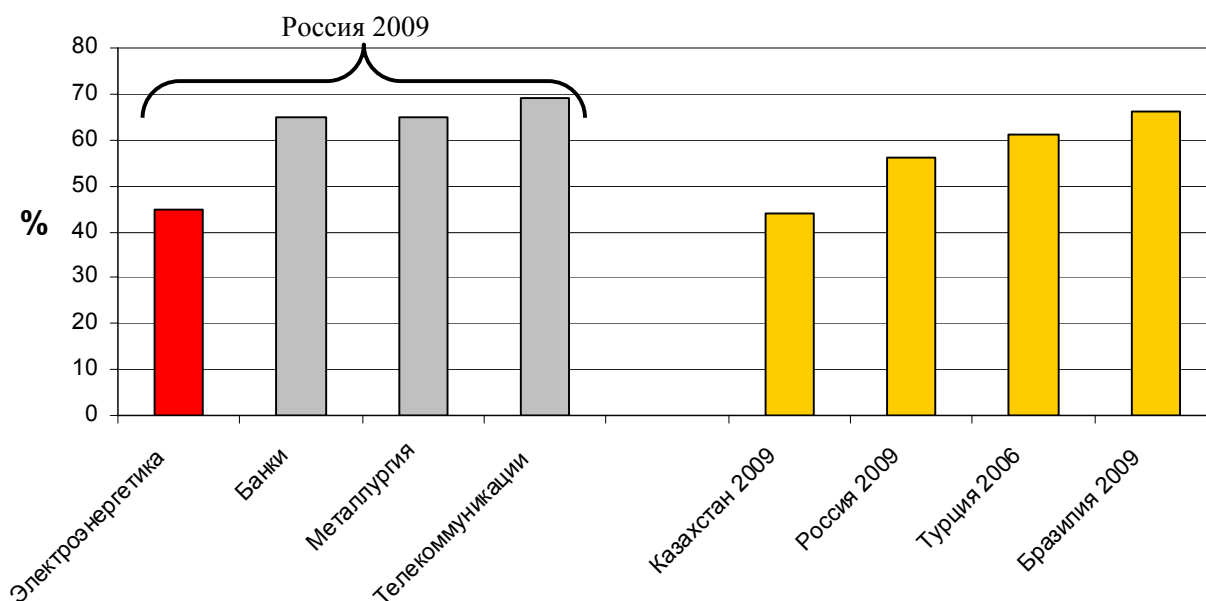
Низкий средний уровень прозрачности компаний электроэнергетики

Индекс информационной прозрачности компаний электроэнергетики рассчитывался как средний балл по 40 крупнейшим публичным компаниям сектора, имеющим ликвидные акции. По итогам исследования 2009 г. он составил 44,9 п.п. Такой результат является низким в международном сравнении — с компаниями стран с развивающейся экономикой (см. диаграмму 1). Показатель информационной открытости, посчитанный по 56 крупнейшим предприятиям Бразилии в 2009 г., составляет 66 п.п., а средний показатель прозрачности 52 крупнейших компаний Турции в 2007 г. равен 61 п.п.

В сравнении с крупнейшими публичными российскими компаниями из других отраслей оценки компаний электроэнергетики также выглядят довольно скромно. По итогам исследования прозрачности крупнейших публичных предприятий России в 2009 г. средняя оценка информационной открытости компаний сектора телекоммуникаций равна 69 п.п., а соответствующие показатели для металлургических компаний и банков составляют 65 п.п.² Таким образом, российские предприятия электроэнергетики являются менее транспарентными с точки зрения международных инвесторов, чем ряд других компаний, работающих в странах с развивающейся экономикой. Такое сравнение, к сожалению, оказывается явно не в пользу отечественного сектора электроэнергетики при распределении капитала на международных финансовых рынках.

² Исследование информационной прозрачности российских компаний в 2009 г.: Разрыв между лидерами и аутсайдерами увеличился.

Диаграмма 1. Показатели прозрачности в различных отраслях и странах



Относительно низкая прозрачность российских компаний электроэнергетики в 2009 г. объясняется несколькими причинами. С одной стороны, во второй половине 2008 — начале 2009 гг. наблюдался спад активности во взаимодействии компаний электроэнергетики с инвестиционным сообществом, что было связано с завершением реформирования РАО «ЕЭС России» и переходом контроля над энергокомпаниями к новым стратегическим акционерам. На протяжении многих лет РАО «ЕЭС России» являлось локомотивом реформирования электроэнергетического комплекса и эффективно стимулировало развитие практик корпоративного управления и повышение прозрачности своих дочерних обществ. К сожалению, далеко не все новые собственники электроэнергетических компаний демонстрируют столь серьезную нацеленность на развитие конструктивного диалога с инвестиционным сообществом, как РАО «ЕЭС России». Кроме того, снижению стимулов к взаимодействию с инвесторами в 2008 г. способствовал кризис ликвидности на финансовых рынках. Активность публичных размещений акций и облигаций компаниями электроэнергетики на протяжении последнего года была очень низкой. В период с августа 2008 г. по июль 2009 г. состоялось всего четыре публичных предложения ценных бумаг российских компаний электроэнергетики на фондовых площадках: компании ОАО «Иркутскэнерго», ОАО «Энел ОГК-5», ОАО «ТГК-1» и ОАО «ТГК-2» провели размещения облигаций. За аналогичный период годом ранее российские электроэнергетические предприятия провели 10 публичных размещений акций и облигаций на фондовых биржах.

В то же время выход на фондовые биржи, особенно на зарубежные площадки, традиционно являлся существенным фактором, способствующим повышению прозрачности российских компаний. Средние показатели прозрачности крупнейших российских компаний с листингом в Лондоне и Нью-Йорке по итогам 2009 г. составили 64% и 75% соответственно³.

Доля компаний электроэнергетики, прошедших листинг за рубежом, в настоящий момент составляет 5% — всего две компании, ОАО «ОГК-2» и ОАО «РусГидро», имеют листинг на Лондонской фондовой бирже. 32 компании имеют листинг на российских фондовых

³ Исследование информационной прозрачности российских компаний в 2009 г.: Разрыв между лидерами и аутсайдерами увеличился.

площадках — 11 из них представлены в котировальных списках А1 и А2, и ни одна из анализируемых компаний не имеет листинга в других странах. Вместе с тем острая потребность компаний электроэнергетики в финансировании масштабных инвестиционных программ дает основания ожидать, что по мере восстановления международных финансовых рынков компании сектора будут развивать практику взаимодействия с инвесторами, в том числе повышать инвестиционную прозрачность, для того чтобы улучшать свою конкурентную позицию на международных рынках капитала.

Таблица 1. Показатели прозрачности в группах компаний электроэнергетики, имеющих листинг на различных фондовых биржах

Фондовая биржа	Средний балл, %	Количество компаний в 2009 г.
LSE и AIM	57	2
Только РТС и ММВБ, А1 и А2	49	9
Только РТС и ММВБ, Б и И	45	21

Существенное различие между лидерами и аутсайдерами

Разница в прозрачности между лидерами и аутсайдерами среди компаний электроэнергетики является существенной: баллы компаний варьируются от 66% у первой компании выборки до 25% — у последней. При этом значительная доля компаний (42,5%) имеют крайне низкие показатели прозрачности — менее 40%. Большинство из них являются территориальными генерирующими компаниями, контроль над которыми после завершения реформирования РАО «ЕЭС России» летом 2008 г. перешел к частным собственникам. Основной недостаток их практики раскрытия информации — низкая прозрачность структуры собственности: многие из компаний-аутсайдеров не раскрывают даже своих крупнейших конечных собственников.

Среди лидеров мы отмечаем семь компаний электроэнергетики, чьи общие оценки информационной прозрачности превосходят средний показатель качества раскрытия информации 90 крупнейших компаний России в 2009 г. (см. табл. 2). Четыре из этих компаний имеют листинг уровня А1/ А2 на российских фондовых площадках, одна из них — ОАО «РусГидро» — также провела листинг депозитарных расписок на Лондонской фондовой бирже. Акции двух компаний торгуются в котировальных списках Б на РТС и ММВБ, и акции одной компании (ОАО «ИНТЕР РАО ЕЭС») на момент проведения анализа торговались в списке И.

Первую позицию в рэнкинге прозрачности компаний электроэнергетики занимает компания ОАО «Энел ОГК-5». Общая оценка этой компании составляет 66 п.п., что значительно (на 6 п.п.) выше балла ближайшего конкурента. Компания «Энел ОГК-5» имеет прозрачную структуру собственности: она раскрывает информацию о конечных владельцах 92,7% акций. Кроме того, «Энел ОГК-5» поддерживает хороший уровень финансовой прозрачности, поскольку публикует финансовую отчетность по МСФО раз в полгода в достаточно оперативные сроки. После перехода в группу «Энел» компания внедрила ряд передовых политик в области корпоративного управления, в том числе Кодекс этики, которые опубликовала на корпоративном веб-сайте.

Остальные шесть компаний-лидеров имеют схожие результаты, их баллы варьируются в диапазоне 58–60 п.п. У этих компаний относительно неплохой уровень прозрачности структуры собственности, поскольку они раскрывают контролирующих акционеров, однако он меньше, чем у «Энел ОГК-5», поскольку многие из этих шести компаний не публикуют информацию о конечных владельцах значительной доли капитала (порядка 30%). Все шесть компаний раскрывают годовые финансовые результаты по МСФО, однако только две из них — ОАО «Мосэнерго» и ОАО «ОГК-3» — также представляют промежуточные финансовые результаты по МСФО.

Таблица 2. Показатели транспарентности российских компаний электроэнергетики с наиболее высоким уровнем прозрачности, 2009 г.

Место	Компания	Общий балл в 2009 г., %	Структура собственности и права акционеров, %	Финансовая и операционная информация, %	Состав и процедуры Совета директоров и менеджмента, %
1	ОАО «Энел ОГК-5»	66	78	63	56
2	ОАО «Ленэнерго»	60	67	60	53
3	ОАО «Мосэнерго»	60	57	66	50
4	ОАО «РусГидро»	60	62	59	58
5	ОАО «ИНТЕР РАО ЕЭС»	59	55	62	58
6	ОАО «МРСК Северо-Запада»	59	58	60	57
7	ОАО «ОГК-3»	58	60	64	42
Среднее по семи лучшим компаниям электроэнергетики		60,0	62,5	62,0	53,2
Среднее по компаниям электроэнергетики		44,9	51,3	42,9	40,8
Среднее по 90 российским компаниям, включенным в исследование S&P в 2009 г. ⁴		55,8	59,5	57,3	47,9

Прозрачность компаний электросетевого комплекса в среднем выше прозрачности генерирующих компаний

Компании сетевого комплекса в этом году опередили компании сектора генерации по уровню прозрачности (см. табл. 3). Такой результат был достигнут несмотря на то, что электросетевые компании завершили реорганизацию значительно позже генерирующих компаний, и многие из них только начинают развивать практику взаимодействия с акционерами и инвесторами. Уровень прозрачности большинства компаний электросетевого комплекса превышает 50 п.п. Все они имеют относительно прозрачную структуру собственности, поскольку раскрывают своих мажоритарных акционеров (для межрегиональных распределительных сетевых компаний это — ОАО «Холдинг межрегиональных распределительных сетевых компаний» (Холдинг МРСК); для Холдинга МРСК и ОАО «Федеральная сетевая компания Единой энергетической системы» (ФСК ЕЭС) — российское правительство). Кроме того, за год, прошедший с момента ликвидации РАО «ЕЭС России», межрегиональные распределительные сетевые компании существенно повысили прозрачность, создав информативные веб-сайты, на которых опубликовали

⁴ Исследование информационной прозрачности российских компаний в 2009 г.: Разрыв между лидерами и аутсайдерами увеличился.

сведения по широкому кругу вопросов корпоративного управления, включая Устав и внутренние документы, сведения об органах управления и комитетах при Совете директоров, информацию о дочерних и зависимых обществах. Недостатком практики раскрытия информации компаниями электросетевого комплекса является тот факт, что многие из этих компаний еще не успели подготовить и опубликовать консолидированную финансовую отчетность по международным стандартам после завершения реорганизации весной 2008 г. Только по компоненту «Финансовая информация» средняя оценка компаний сетевого комплекса оказалась ниже соответствующей средней оценки компаний сектора генерации (см. табл. 3). Среди компаний сетевого комплекса, завершивших реорганизацию в 2008 г., только ОАО «МРСК Северо-Запада» и ОАО «МОЭСК» успели подготовить и опубликовать отчетность по МСФО за 2008 г. до 10 августа 2009 г.

Компании сектора генерации разделились на две группы (см. диаграмму 2): около половины из них имеют показатели прозрачности выше 50 п. п., другая половина компаний получила оценки за прозрачность ниже 40 п.п. Компании первой группы продолжили развивать практику взаимодействия с инвесторами и повышать информационную прозрачность после ликвидации РАО «ЕЭС России». Так, компании ОАО «Энел ОГК-5» и ОАО «ОГК-3» существенно улучшили сроки раскрытия финансовой отчетности по международным стандартам: в 2009 г. они опубликовали годовые результаты в марте и апреле соответственно, в то время как в 2008 г. раскрыли годовую отчетность по МСФО только в июне. Компания ОАО «ОГК-1» начала публиковать полугодовую финансовую отчетность по международным стандартам.

Компании второй группы, напротив, после ликвидации РАО «ЕЭС России» стали более закрытыми. Так, акции ОАО «ЮГК ТГК-8» были выведены с фондового рынка после консолидации 95-процентного пакета структурами ОАО «ЛУКОЙЛ» в конце 2008 г. Сама компания — после завершения процедур принудительного выкупа акций у миноритарных акционеров в августе 2009 г. — была преобразована в общество с ограниченной ответственностью. Кроме того, наблюдается негативная динамика в практике раскрытия информации рядом компаний, которые остались публичными. Компании ОАО «ТГК-6» и ОАО «Волжская ТГК» перестали раскрывать своих крупнейших акционеров. Компания ОАО «Енисейская ТГК» больше не публикует финансовую отчетность по МСФО.

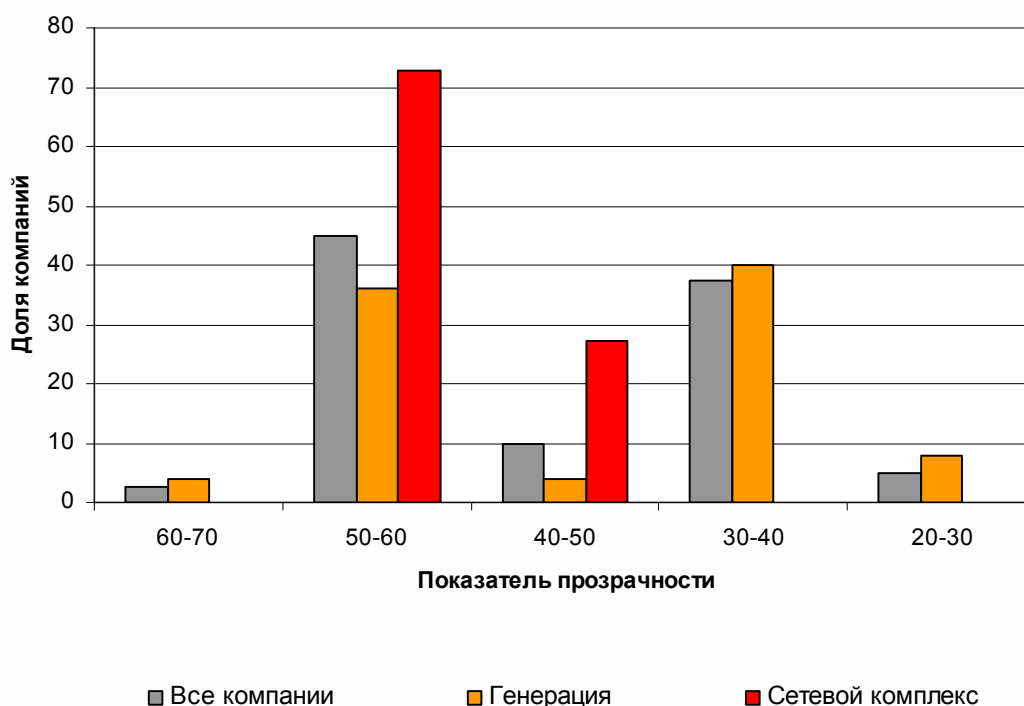
Таблица 3. Показатели прозрачности российских компаний сектора генерации и электросетевого комплекса, 2009 г.

	Общий балл в 2009 г., %	Компонент 1. Структура собственности	Компонент 2. Права акционеров	Компонент 3. Финансовая информация	Компонент 4. Операционная информация	Компонент 5. Информация о Совете директоров и менеджменте	Компонент 6. Вознаграждение менеджмента и членов Совета директоров
Среднее по генерирующим компаниям*, %	43,6	46,0	50,4	40,6	51,3	50,4	10,3
Среднее по компаниям сетевого комплекса**, %	50,7	57,4	61,3	36,9	66,1	64,4	20,6

*К компаниям сектора генерации отнесены 13 ТГК (все ТГК, кроме ОАО «ЮГК ТГК-8», которая не вошла в исследование), 6 ОГК, ОАО «РусГидро», ОАО «Иркутскэнерго», ОАО «Башкирэнерго», ОАО «Красноярская ГЭС».

**К компаниям сетевого комплекса относятся 9 МРСК (все МРСК, кроме ОАО «Тюменьэнерго» и ОАО «МРСК Северного Кавказа», которые не вошли в исследование), Холдинг МРСК, ФСК ЕЭС.

Диаграмма 2. Распределение компаний электроэнергетики по уровню прозрачности, 2009 г.



Наиболее подробно раскрываются операционная информация и сведения об органах управления; оценки за раскрытие информации о вознаграждении руководителей и публикацию финансовых результатов низкие

Покомпонентный анализ раскрытия информации российскими компаниями электроэнергетики показывает, что наиболее хорошо компании сектора раскрывают информацию об операционной деятельности (см. табл. 4). Большинство компаний на корпоративных веб-сайтах и в годовых отчетах публикуют подробные сведения о своих производственных подразделениях, дочерних и зависимых обществах, а также информацию о состоянии производственных мощностей, планируемых и осуществляемых инвестиционных проектах. Кроме того, достаточно хорошо раскрывается информация о составе и процедурах работы Совета директоров и менеджмента компаний.

Таблица 4. Сравнительные результаты покомпонентного раскрытия информации, 2009 г.

	Компоненты, %					
	1	2	3	4	5	6
40 крупнейших публичных российских компаний электроэнергетики, %	49	53	37	56	54	13
90 крупнейших российских компаний, %	61	58	57	58	61	21

Примечание: компонент 1 — Структура собственности; компонент 2 — Права акционеров; компонент 3 — Финансовая информация; компонент 4 — Операционная информация; компонент 5 — Информация о Совете директоров и менеджменте; компонент 6 — Вознаграждение членов Совета директоров и высшего руководства.

Наиболее слабыми элементами практики раскрытия информации компаниями электроэнергетического сектора являются публикация сведений о вознаграждении членов Совета директоров и менеджмента, а также раскрытие финансовых результатов.

Низкий уровень прозрачности системы вознаграждения членов Совета директоров и менеджмента

Сведения о вознаграждении членов Совета директоров и высшего руководства считаются крайне «чувствительной» информацией, в результате чего традиционно плохо раскрываются российскими компаниями. В то же время такая информация представляет большой интерес для международных инвесторов, которые хотят оценить перспективы роста компании, поскольку эффективная система мотивации руководителей является важной составляющей успешного развития компании в будущем.

Оценки компаний электроэнергетики за раскрытие сведений о вознаграждении в 2009 г. являются особенно низкими — всего 13 п.п. от полного объема информации, желательного с точки зрения рационального международного инвестора (см. табл. 3). Одной из причин этого стал тот факт, что ряд генерирующих компаний не раскрыли сведения о вознаграждениях, выплаченных ключевым руководителям при досрочном прекращении их полномочий в 2008 г. (так называемых «золотых парашютах»). Такие вознаграждения предусматривались трудовыми договорами руководителей практически всех генерирующих компаний, контроль над которыми перешел от РАО «ЕЭС России» к новым собственникам.

Низкая финансовая прозрачность

Результаты компаний электроэнергетики по раскрытию финансовой информации в сравнении с крупнейшими российскими компаниями из других отраслей, а также с крупнейшими международными предприятиями выглядят очень скромно. Средний балл по компоненту «Финансовая информация» составляет 37 п.п. (см. табл. 5). В первую очередь такой результат обусловлен отсутствием в публичном доступе финансовой отчетности по международным стандартам у ряда компаний электроэнергетики. До 10 августа только 42,5% анализируемых компаний опубликовали такую отчетность. Вместе с тем наличие отчетности в соответствии с МСФО/ОПБУ США имеет большой вес в оценке финансовой прозрачности Standard & Poor's, поскольку именно она используется международными инвесторами при анализе финансового состояния компаний. Среди компаний электроэнергетики, опубликовавших финансовую отчетность по МСФО, только 17,6% (или 7,5% от всех анализируемых компаний) сделали это в достаточно сжатые сроки — до конца апреля.

Все анализируемые компании электроэнергетики публикуют финансовую отчетность по российским стандартам бухгалтерского учета (РСБУ), однако РСБУ имеют ряд существенных недостатков и значительно отличаются от международных стандартов.

В области финансовой прозрачности в международном сравнении по странам с развивающейся экономикой выгодно отличаются казахстанские компании, поскольку требования регулирующих органов Казахстана предусматривают обязательное составление и публикацию отчетности по МСФО не только всеми публичными компаниями, но и всеми крупными предприятиями и организациями, представляющими общественный интерес.

Таблица 5. Финансовая прозрачность, 2009 г.

Финансовая прозрачность	40 крупнейших российских компаний электроэнергетики	90 крупнейших компаний России	22 крупнейших публичные компании Казахстана
Средний балл за раскрытие финансовой информации, %	37	57	58
Доля компаний, публикующих аудированную финансовую отчетность по МСФО/ОПБУ США до конца апреля, %	7,5	39	68

Недостатки в раскрытии информации о структуре собственности компаниями электроэнергетики

Средняя оценка компаний электроэнергетики за раскрытие информации о структуре собственности является достаточно низкой в сравнении с ведущими российскими компаниями из других отраслей — она составляет 50 п.п., что на 11 п.п. ниже соответствующей средней оценки 90 крупнейших компаний России в 2009 г. (см. табл. 6). Понижительное давление на оценку компаний электроэнергетики в целом оказывают компании сектора генерации, которые перестали публиковать сведения о конечных акционерах после перехода контроля над ними от ОАО «РАО ЕЭС России» к частным собственникам.

Таблица 6. Раскрытие информации о структуре собственности, 2009 г.

Прозрачность структуры собственности	40 крупнейших российских компаний электроэнергетики	90 крупнейших компаний России
Средний балл за раскрытие информации о структуре собственности, %	50	61
Доля компаний, публикующих информацию о конечных акционерах, владеющих в общей сложности не менее 75% голосующих акций, %	33	48
Доля компаний, раскрывающих информацию обо всех конечных акционерах, владеющих более 10% акций каждый, %	8	26

Публикация информации о структуре собственности является важным элементом информационной прозрачности, поскольку некачественное раскрытие сведений о конечных акционерах может приводить к существенным рискам корпоративного управления. Так, финансовые права миноритарных акционеров ОАО «ТГК-1» были нарушены в 2008 г., когда контроль над компанией перешел от РАО «ЕЭС России» к ОАО «Газпром» и структуре, «представляющей интересы» «Газпрома», — согласно годовому отчету ТГК-1 за 2007 г. В этом случае российское законодательство должно было обязать «Газпром» направить миноритарным акционерам ТГК-1 предложение выкупить их акции по цене приобретения мажоритарного пакета не позднее чем в течение 35 дней после консолидации такого пакета. Однако предложение сделано не было, поскольку структура, «представляющая интересы» «Газпрома», формально не была признана аффилированной с газовой монополией.

Основная часть рыночной капитализации приходится на компании с уровнем прозрачности выше 50%

Данное исследование, как и другие исследования Standard & Poor's, показывает, что подавляющая доля совокупной рыночной капитализации приходится на компании с высоким уровнем прозрачности. На компании с показателем прозрачности выше 50% приходится 72% совокупной рыночной капитализации анализируемых компаний электроэнергетики. Этот эффект, с одной стороны, обусловлен тем, что крупные компании, как правило, более прозрачны (диаграмма 3), а с другой стороны — тем, что открытость компании в большинстве случаев положительно влияет на ее рыночную капитализацию.

Диаграмма 3. Распределение совокупной рыночной капитализации компаний электроэнергетики по прозрачности

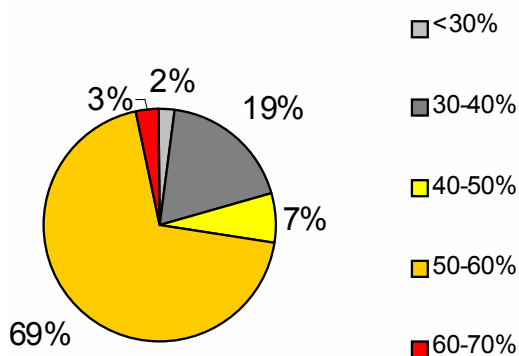
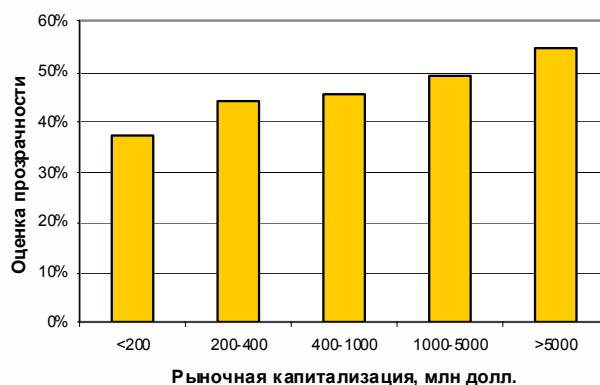


Диаграмма 4. Связь между рыночной капитализацией компаний электроэнергетики и прозрачностью



Данные по конкретным элементам информации, наиболее и наименее раскрываемым российскими компаниями электроэнергетики в 2009 г., представлены в табл. 7. Классификация элементов на наиболее и наименее раскрываемые основана на доле компаний, представляющих соответствующую информацию, среди всех компаний, для которых такое раскрытие является релевантным.

Таблица 7. Элементы информации, наиболее и наименее раскрываемые 40 крупнейшими публичными российскими компаниями электроэнергетики в 2009 г.*

Наиболее раскрываемые элементы	Наименее раскрываемые компоненты
Компонент 1. Структура собственности	
<ul style="list-style-type: none"> • Количество и номинальная стоимость выпущенных обыкновенных и привилегированных акций, а также объявленных, но невыпущенных акций всех типов (100%) • Информация о непрямом владении (например, конвертируемые инструменты) (95%) • Информация об акционерах, владеющих в общей сложности не менее 25% голосующих акций (90%) • Информация о крупнейшем акционере (82,5%) 	<ul style="list-style-type: none"> • Количество акционеров, владеющих более 10% акций каждый; информация обо всех этих акционерах (7,5%) • Информация о том, что менеджмент не осведомлен о существовании долей владения акциями, превышающих 5%, помимо раскрытых (7,5%) • Структура акционеров по типу (10%) • Информация о листинге на биржах и доле акционерного капитала, находящегося в свободном обращении (12,5%)
Компонент 2. Права акционеров	
<ul style="list-style-type: none"> • Положения Устава компании (в том числе изменения) (100%) 	<ul style="list-style-type: none"> • Наличие документально оформленной дивидендной политики (17,5%)

Наиболее раскрываемые элементы	Наименее раскрываемые компоненты
<ul style="list-style-type: none"> • Полные протоколы общих собраний акционеров (100%) • Материалы к общим собраниям акционеров на веб-сайте компании (90%) • Политика раскрытия информации (87,5%) 	<ul style="list-style-type: none"> • Указание на существование Кодекса корпоративного поведения и этики. Содержание Кодекса корпоративного поведения и этики (20%) • Наличие календаря будущих важных для акционеров событий (27,5%)
Компонент 3. Финансовая информация	
<ul style="list-style-type: none"> • Стандарты, используемые при составлении отчетности (100%) • Отчетность, составляемая в соответствии с национальными стандартами (100%) • Учетная политика компании (97,5%) 	<ul style="list-style-type: none"> • Точные условия сделок со связанными сторонами (0%) • Политика ротации аудитора (0%) • Публикация финансовой отчетности по МСФО/ОПБУ США до конца апреля (аудированной либо неаудированной) (7,5%) • Промежуточная финансовая отчетность в соответствии с международными стандартами учета с обзором аудитора (7,5%)
Компонент 4. Операционная информация	
<ul style="list-style-type: none"> • Информация о видах деятельности компании и о производимой продукции, объемы производства в натуральном выражении (100%) • Показатели эффективности (100%) • Инвестиционные планы на ближайшие годы (100%) • Обзор тенденций в отрасли, а также режима регулирования отрасли (90%) 	<ul style="list-style-type: none"> • Социальная отчетность (например, по «Глобальной инициативе по отчетности» — GRI) (0%) • Характеристики используемых основных средств (в том числе лицензий) (27,5%)
Компонент 5. Информация о Совете директоров и менеджменте	
<ul style="list-style-type: none"> • Список членов Совета директоров, данные о текущих должностях директоров (100%) • Информация о председателе Совета директоров (97,5%) • Список комитетов при Совете директоров, имена всех членов каждого из существующих комитетов (90%) 	<ul style="list-style-type: none"> • Подробная информация о нефинансовых условиях договора с генеральным директором (0%) • Политика оценки деятельности Совета директоров и информация о тренингах для членов Совета (2,5%)
Компонент 6. Вознаграждение членов Совета директоров и менеджмента	
<ul style="list-style-type: none"> • Форма вознаграждения директоров (например, денежные суммы или акции) (72,5%) • Форма вознаграждения менеджмента (не членов Совета директоров) (30%) 	<ul style="list-style-type: none"> • Раскрытие детальной информации о вознаграждении менеджмента (не членов Совета директоров), в том числе об уровне зарплаты и бонусов (0%) • Раскрытие информации о привязке вознаграждения менеджмента к результатам компании (0%) • Раскрытие детальной информации о вознаграждении членов Совета директоров (уровень вознаграждения) (7,5%)

* В скобках приводится доля компаний, раскрывающих информацию по этому вопросу.

Аналогичные исследования Standard & Poor's

Настоящее исследование, проведенное Службой рейтингов корпоративного управления Standard & Poor's, основывается на ранее проводимых Standard & Poor's исследованиях информационной прозрачности и продолжает их. В 2002 г. было опубликовано первое исследование информационной прозрачности компаний, включенных в следующие индексы Standard & Poor's:

S&P/IFC Emerging Asia (по развивающимся странам Азии);

S&P/IFC Latin America (по странам Латинской Америки);

S&P Asia-Pacific 100 (по странам Азиатско-Тихоокеанского региона);

S&P/TOPIX 150 (по Японии).

В апреле 2003 г. Standard & Poor's опубликовало исследование по индексу S&P Europe/350. Кроме того, в 2004 г. и в начале 2005 г. Standard & Poor's выпустило несколько исследований, посвященных практике раскрытия информации о структуре корпоративного управления компаний различных стран Восточной Азии (Гонконга, Сингапура, Индонезии, Малайзии и Таиланда). В июне 2005 г. было опубликовано исследование информационной прозрачности турецких компаний, в котором была проанализирована практика раскрытия информации 52 крупнейшими и наиболее ликвидными компаниями Турции. Новое исследование на эту тему было проведено в 2006 г. В 2002 г. Standard & Poor's впервые опубликовало результаты анализа информационной прозрачности крупнейших российских публичных компаний. В связи с сохраняющимся интересом инвесторов и аналитиков Standard & Poor's проводит новые исследования по российским компаниям, продолжая совершенствовать их методологию. В июне 2005 г. по просьбе «Круглого стола ОЭСР по корпоративному управлению» было опубликовано отдельное исследование информационной прозрачности российских государственных предприятий. В 2005 г. Служба рейтингов корпоративного управления Standard & Poor's выпустила свое первое исследование информационной прозрачности российских банков. Новые исследования на эту тему были проведены в 2006-м и 2007 г., что было обусловлено интересом со стороны инвесторов и аналитиков. Кроме того, в 2006 г. было опубликовано первое исследование информационной прозрачности украинских банков, а повторные исследования на эту же тему были проведены в 2007-м и 2008 г. Отдельное исследование по 300 китайским компаниям впервые было проведено в 2008 г. В 2009 г. были опубликованы исследования прозрачности 90 крупнейших компаний России, 30 крупнейших компаний Казахстана и 56 крупнейших компаний Бразилии.

Приложение I: Список компаний, вошедших в исследование

ОАО «Башкирэнерго»
ОАО «Волжская территориальная генерирующая компания» (ТГК-7)
ОАО «Вторая генерирующая компания оптового рынка электроэнергии» (ОГК-2)
ОАО «Дальневосточная энергетическая компания»
ОАО «Енисейская территориальная генерирующая компания» (ТГК-13)
ОАО «ИНТЕР РАО ЕЭС»
ОАО «Иркутскэнерго»
ОАО «Красноярская ГЭС»
ОАО «Кузбассэнерго»
ОАО «Ленэнерго»
ОАО «Межрегиональная распределительная сетевая компания Волги» (МРСК Волги)
ОАО «Межрегиональная распределительная сетевая компания Северо-Запада» (МРСК Северо-Запада)
ОАО «Межрегиональная распределительная сетевая компания Сибири» (МРСК Сибири)
ОАО «Межрегиональная распределительная сетевая компания Урала» (МРСК Урала)
ОАО «Межрегиональная распределительная сетевая компания Центра» (МРСК Центра)
ОАО «Межрегиональная распределительная сетевая компания Центра и Приволжья» (МРСК Центра и Приволжья)
ОАО «Межрегиональная распределительная сетевая компания Юга» (МРСК Юга)
ОАО «Московская объединенная электросетевая компания» (МОЭСК)
ОАО «Московская теплосетевая компания»
ОАО «Мосэнерго»
ОАО «Мосэнергосбыт»
ОАО «Первая генерирующая компания оптового рынка электроэнергии» (ОГК-1)
ОАО «РАО Энергетические системы Востока»
ОАО «РусГидро»
ОАО «Территориальная генерирующая компания № 1» (ТГК-1)
ОАО «Территориальная генерирующая компания № 2» (ТГК-2)
ОАО «Территориальная генерирующая компания № 4» (ТГК-4)
ОАО «Территориальная генерирующая компания № 5» (ТГК-5)
ОАО «Территориальная генерирующая компания № 6» (ТГК-6)
ОАО «Территориальная генерирующая компания № 9» (ТГК-9)
ОАО «Территориальная генерирующая компания № 11» (ТГК-11)
ОАО «Территориальная генерирующая компания № 14» (ТГК-14)
ОАО «Третья генерирующая компания оптового рынка электроэнергии» (ОГК-3)
ОАО «Фортум» (ранее ТГК-10)
ОАО «Федеральная сетевая компания Единой энергетической системы» (ФСК ЕЭС)
ОАО «Холдинг межрегиональных распределительных сетевых компаний» (Холдинг МРСК)
ОАО «Четвертая генерирующая компания оптового рынка электроэнергии» (ОГК-4)
ОАО «Шестая генерирующая компания оптового рынка электроэнергии» (ОГК-6)
ОАО «Энел ОГК-5»
ОАО АК «Якутскэнерго»

Приложение II: Критерии оценки информационной прозрачности российских компаний, применявшиеся в исследовании 2009 г.

Блок 1. Структура собственности и права акционеров

Компонент 1. Структура собственности

Раскрытие информации по следующим критериям:

1. Количество и номинальная стоимость выпущенных обыкновенных акций.
2. Количество и номинальная стоимость выпущенных других типов акций.
3. Количество и номинальная стоимость объявленных, но невыпущенных акций всех типов.
4. Информация о крупнейшем акционере.
5. Информация о держателях всех крупных пакетов акций (блокирующих — более 25%; контрольных — более 50%).
6. Информация об акционерах, владеющих в общей сложности не менее 25% голосующих акций.
7. Информация об акционерах, владеющих в общей сложности не менее 50% голосующих акций.
8. Информация об акционерах, владеющих в общей сложности не менее 75% голосующих акций.
9. Количество акционеров, владеющих более 10% акций каждый; информация обо всех этих акционерах.
10. Информация о том, что менеджмент не осведомлен о существовании долей владения акциями, превышающих 5%, помимо раскрытых.
11. Обновление информации о структуре акционеров после отчетной даты.
12. Пакеты акций компании, принадлежащие конкретным менеджерам высшего звена.
13. Пакеты акций компании, принадлежащие конкретным директорам.
14. Описание классов акций.
15. Структура акционеров по типу.
16. Процент акций, находящихся в перекрестном владении.
17. Информация о листинге на биржах.
18. Информация о непрямом владении (например, конвертируемые инструменты).

Компонент 2. Права акционеров

Раскрытие информации по следующим критериям:

19. Содержание Кодекса или Положения о корпоративном управлении.
20. Указание на существование Кодекса корпоративного поведения и этики.
21. Содержание Кодекса корпоративного поведения и этики.
22. Положения Устава компании (в том числе изменения).
23. Права голоса по каждой голосующей и неголосующей акции.
24. Порядок выдвижения акционерами кандидатов в Совет директоров.
25. Порядок созыва акционерами внеочередных общих собраний.
26. Процедура внесения предложений в повестку дня заседаний Совета директоров.
27. Процедуры внесения предложений в повестку дня общих собраний акционеров.
28. Наличие документально оформленной дивидендной политики.
29. Объявление рекомендованных дивидендов до даты закрытия реестра.
30. Обзор последнего собрания акционеров.
31. Полные протоколы общих собраний акционеров.
32. Наличие календаря будущих важных для акционеров событий.
33. Материалы к общим собраниям акционеров на веб-сайте компании.

34. Подробные пресс-релизы с описанием последних корпоративных событий.
35. Политика раскрытия информации.

Блок 2: Финансовая и операционная информация

Компонент 3. Финансовая информация

Раскрытие информации по следующим критериям:

36. Учетная политика компании.
37. Стандарты, используемые при составлении отчетности.
38. Отчетность, составляемая в соответствии с национальными стандартами.
39. Годовая финансовая отчетность в соответствии с международными стандартами отчетности (МСФО/ ОПБУ США).
40. Примечания к годовой финансовой отчетности в соответствии с МСФО/ ОПБУ США.
41. Заключение независимого аудитора в отношении годовой финансовой отчетности в соответствии с МСФО/ ОПБУ США.
42. Отсутствие оговорок в аудиторском заключении в отношении годовой отчетности в соответствии с МСФО/ ОПБУ США.
43. Публикация аудированной финансовой отчетности по МСФО/ ОПБУ США до конца апреля.
44. Публикация неаудированной финансовой отчетности по МСФО/ ОПБУ США до конца апреля.
45. Публикация аудированной финансовой отчетности по МСФО/ОПБУ США до проведения ГОСА.
46. Публикация неаудированной финансовой отчетности по МСФО/ ОПБУ США до конца июня.
47. Информация о сделках со связанными сторонами: объемы покупок и продаж, суммы кредиторской и дебиторской задолженности.
48. Указание на то, что сделки со связанными сторонами совершались на рыночных или нерыночных условиях.
49. Точные условия сделок со связанными сторонами.
50. Промежуточная финансовая отчетность (за квартал или полугодие) в соответствии с международными стандартами учета (МСФО/ ОПБУ США).
51. Примечания к указанной финансовой отчетности.
52. Информация о том, был ли проведен аудиторский обзор данной финансовой отчетности.
53. Консолидированная финансовая отчетность в соответствии с национальными стандартами.
54. Методы оценки активов.
55. Список аффилированных компаний, в которых компания является миноритарным акционером.
56. Структура собственности аффилированных компаний.
57. Любого вида прогнозы доходов от основной деятельности.
58. Детальный прогноз доходов.
59. Сегментный анализ (по основным видам деятельности).
60. Подробная структура доходов.
61. Детализированная структура затрат.
62. Название аудитора компании.
63. Уровень известности и репутации аудиторской фирмы.
64. Политика ротации аудитора.
65. Размер вознаграждения, выплачиваемого аудитору за аудиторские услуги.

66. Информация об оказании аудитором каких-либо неаудиторских услуг.
67. Вознаграждение, выплачиваемое аудитору за неаудиторские услуги.

Компонент 4. Операционная информация

Раскрытие информации по следующим критериям:

68. Информация о видах деятельности компании.
69. Информация о производимой продукции или предлагаемых услугах.
70. Объемы производства в натуральном выражении.
71. Информация о функциональных отношениях между ключевыми производственными подразделениями группы.
72. Отраслевые показатели, позволяющие сравнивать компанию с конкурентами.
73. Другие финансовые показатели.
74. Характеристики используемых основных средств (в том числе лицензий).
75. Показатели эффективности.
76. Обсуждение корпоративной стратегии.
77. Инвестиционные планы на ближайшие годы.
78. Подробная информация об инвестиционных планах на ближайший год.
79. Любого вида прогнозы объемов производства.
80. Обзор тенденций в отрасли, а также режима регулирования отрасли.
81. Рыночная доля каких-либо или всех видов деятельности компании.
82. Социальная отчетность (например, по «Глобальной инициативе по отчетности» — GRI).
83. Информация о соблюдении природоохранного законодательства.
84. Принципы корпоративного гражданства.

Блок 3: Состав и процедуры работы Совета директоров и менеджмента

Компонент 5. Информация о Совете директоров и менеджменте

Раскрытие информации по следующим критериям:

85. Список членов Совета директоров (фамилии).
86. Данные о текущих местах работы/ должностях директоров.
87. Другая информация (предыдущие места работы, занимаемые должности, образование и т.д.).
88. Информация о том, когда каждый из директоров вошел в состав Совета директоров.
89. Указан ли председатель Совета директоров в списке членов Совета директоров.
90. Информация о роли Совета директоров в компании.
91. Список вопросов, находящихся в компетенции Совета директоров.
92. Список комитетов при Совете директоров.
93. Имена всех членов каждого из существующих комитетов.
94. Положение о Службе внутреннего аудита.
95. Информация о соотношении очных и заочных заседаний Совета директоров.
96. Информация о посещаемости заседаний Совета директоров его членами.
97. Список членов высшего руководства, не входящих в состав Совета директоров.
98. Биографические данные о членах высшего руководства компании.
99. Подробная информация о нефинансовых условиях договора с генеральным директором.
100. Количество акций аффилированных компаний, находящихся в собственности менеджеров компании.

101. Политика оценки деятельности Совета директоров и информация о тренингах для членов Совета.

Компонент 6. Вознаграждение менеджмента и членов Совета директоров

Раскрытие информации по следующим критериям:

- 102. Процесс принятия решений о вознаграждении членов Совета директоров.
- 103. Раскрытие детальной информации о вознаграждении членов Совета директоров (уровень вознаграждения).
- 104. Форма вознаграждения директоров (например, денежные суммы или акции).
- 105. Раскрытие информации о привязке вознаграждения членов Совета директоров к результатам компании.
- 106. Процесс принятия решений о вознаграждении менеджмента (не членов Совета директоров).
- 107. Раскрытие детальной информации о вознаграждении менеджмента (не членов Совета директоров), в том числе об уровне зарплаты и бонусов.
- 108. Форма вознаграждения менеджмента (не членов Совета директоров).
- 109. Раскрытие информации о привязке вознаграждения менеджмента к результатам компании.
- 110. Размер и структура вознаграждения генерального директора.

Адреса электронной почты аналитиков

Standard & Poor's:

ekaterina_marushkevich@standardandpoors.com

oleg_shvyrkov@standardandpoors.com

elena_pastoukhova@standardandpoors.com

CorporateGovernanceInquiry@standardandpoors.com