

---

## **ОРГАНИЗАЦИОННАЯ МОДЕЛЬ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ ИНВЕСТОРОВ И РЕЦИПИЕНТОВ ИНВЕСТИЦИЙ**

---

**В.В. Чащин,**

кандидат экономических наук, ректор НГОУ ВПО «Уральский институт фондового рынка»; rector@uifr.ru

В данной статье рассматриваются проблемы, возникающие в процессе взаимодействия субъектов инвестирования – инвесторов и получателей инвестиций. Автор отмечает, что помимо индивидуальной оценки такого взаимодействия можно оценивать результаты инвестирования непосредственно для инвестора и реципиента по степени достижения согласованных заданных значений целевых показателей проекта, а косвенные результаты должны классифицироваться в соответствии с предложенными типами инвестиционных эффектов.

**Ключевые слова:** инвестор, реципиент инвестиций, инвестиционный процесс, инвестиционный проект, инвестиционный инструмент, организационная модель

Современное состояние регионального инвестиционного рынка характеризуется следующими основными параметрами:

- высоким уровнем инвестиционного спроса со стороны промышленных предприятий;
- достаточным объемом инвестиционных ресурсов, находящихся в распоряжении инвесторов или могущих быть мобилизованными ими;
- недостаточным уровнем инвестиционного взаимодействия инвесторов и реципиентов на региональном инвестиционном рынке, что находит свое выражение в высоком уровне неудовлетворенного инвестиционного спроса со стороны реципиентов и нереализованном инвестиционном предложении со стороны инвесторов.

Формирование именно такой ситуации на региональном инвестиционном рынке обусловлено, на наш взгляд, сложной системой факторов, основными из которых являются:

- неравномерность присутствия однородных групп инвесторов на региональном инвестиционном рынке, что приводит к существованию на нем «белых пятен», которые, в свою очередь, не позволяют сформировать полный цикл инвестиционного финансирования и удовлетворить

инвестиционный спрос со стороны всех групп реципиентов;

- неравномерность структуры реципиентов инвестиций, что приводит к избыточному инвестиционному спросу в одних секторах инвестиционного рынка и дефициту инвестиционного спроса в других секторах;

- преобладание среди реципиентов инвестиций промышленных предприятий, реализующих свои инвестиционные стратегии на основе барьерного принятия инвестиций, что ограничивает возможности эффективного инвестиционного взаимодействия с более широким кругом потенциальных инвесторов;

- ориентация при принятии инвестиционных решений на конкретные инвестиционные инструменты, а не на конечного инвестора, что нарушает логику инвестиционного взаимодействия и снижает его эффективность;

- отсутствие единой информационной базы, позволяющей в понятном и сопоставимом виде получать информацию обо всех участниках регионального инвестиционного рынка.

Поскольку большинство указанных факторов носят структурный характер, то решение задачи повышения эффективности инвестиционного взаимодействия инвесторов и реципиентов инвестиций предполагает построение организационной модели взаимодействия инвесторов и реципиентов инвестиций. Схематически организационная модель взаимодействия инвесторов и реципиентов инвестиций может быть представлена следующим образом рис. 1.

Аналитическая стадия организационной модели предполагает участие всех трех групп субъектов – инвесторов, реципиентов и государства, чье взаимодействие строится вокруг информационной базы.

Информационная база регионального инвестиционного рынка является исходным элементом предлагаемой организационной модели взаимодействия инвесторов и реципиентов инвестиций.

Полноценная информационная база должна включать в себя следующие основные блоки:

- блок «Инвесторы»;
- блок «Реципиенты»;
- блок «Объекты инвестирования/инвестиционные проекты»;
- блок «Инвестиционные сделки» (включает в себя два подблока: «Открытые сделки», «Завершенные сделки»).

Инвесторы и реципиенты передают в базу информацию о себе и объектах инвестирования, а также о совершенных инвестиционных сделках в установленных форматах и получают из базы интересующую их информацию. Информационная база должна быть организована таким образом, чтобы передача информации инвесторам и реципиентам могла осуществляться как в агрегированном, так и в детализированном виде (например, по отдельным объектам, инвесторам и т.д.).

Государство в лице соответствующих органов администрирует информа-

ционную базу, обеспечивая к ней равный доступ всех заинтересованных лиц. С другой стороны, информация, содержащаяся в информационной базе, позволяет государственным органам получать информацию о состоянии регионального инвестиционного рынка в целом, а также выявлять те сегменты инвестиционного рынка, в которых испытывается дефицит инвестиционных ресурсов, и принимать комплекс организационно-экономических мер, направленных на покрытие этого дефицита, в том числе и путем государственной поддержки инвестиций, а также прямого государственного инвестирования.

На предварительной стадии задачей потенциального инвестора является определение возможных объектов инвестирования, а задачей потенциального реципиента — определение типа конечного инвестора.

При решении поставленной задачи инвесторам необходимо учитывать также те объекты инвестирования, которые изначально не соответствуют инвестиционным целям инвестора, но определенные параметры которых могут быть приведены комплексом управленческих воздействий реципиента в соответствие с требованиями инвестора. Однако, в силу того, что на данной стадии непосредственный контакт между потенциальными инвестором и реципиентом еще, как правило, не установлен, то наиболее эффективным направлением управленческих решений со стороны инвестора представляется корректировка им имеющихся у него инвестиционных целей и ограничений.

Потенциальные реципиенты, в свою очередь, определяют тип потенциального инвестора исходя из собственных инвестиционных целей и имеющихся барьеров принятия инвестиций. Необходимо отметить, что если в процессе инвестиционного анализа, проводимого реципиентом, не обнаруживается ни одного возможного типа инвестора, то реципиенту необходимо снять или ослабить часть имеющихся барьеров и/или откорректировать свои инвестиционные цели.

Результатом предварительной стадии является определение инвестором и реципиентом того партнера/партнеров по инвестиционной сделке, согласование инвестиционных целей с которым возможно наиболее эффективным образом. Если попытки согласования инвестиционных целей не принесли желаемых результатов, то необходимо произвести их дополнительную корректировку как инвестору, так и реципиенту.

Следующей стадией в рамках предлагаемой организационной модели является инструментальная стадия. Как следует из ее названия, основная задача, решаемая на этой стадии совместными усилиями инвестора и реципиента — подбор инструмента/инструментов финансирования инвестиционной сделки и моделирования иных существенных ее условий.

Проведенный анализ практики действий инвесторов и реципиентов на данной стадии позволил выявить ряд существенных проблем, препятствующих эффективному взаимодействию инвесторов и реципиентов.

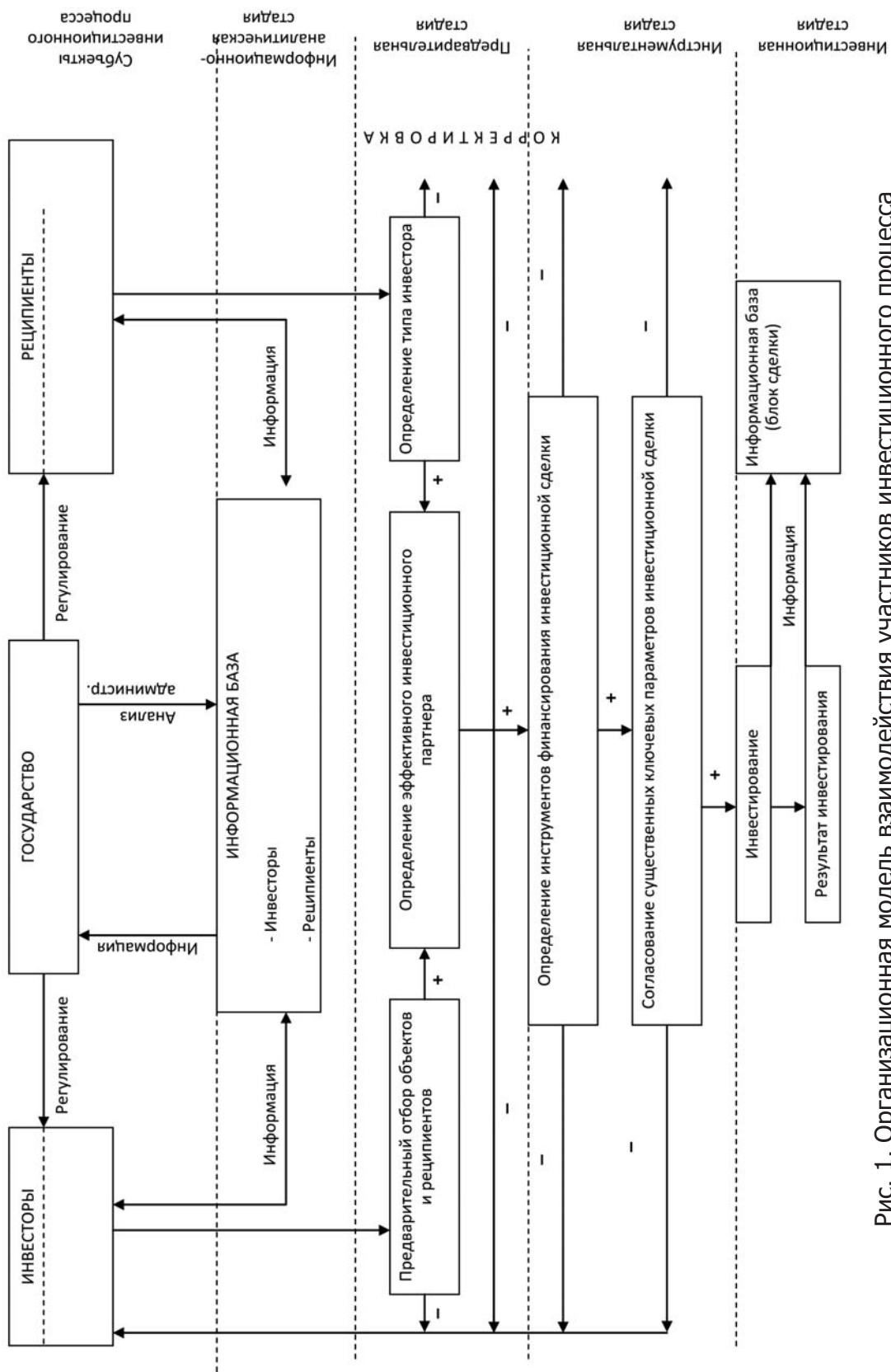


Рис. 1. Организационная модель взаимодействия участников инвестиционного процесса

Прежде всего, необходимо отметить, что, как правило, стороны инвестиционной сделки стремятся в первую очередь согласовать не круг применяемых инвестиционных инструментов, а прочие существенные условия инвестиционной сделки. Данный подход достаточно широко распространен в деловой практике и в определенных ситуациях может быть оправдан, но его реализация требует достаточно существенных временных затрат и переговорных усилий между сторонами, поскольку выбор того или иного инструмента финансирования инвестиционной сделки сам по себе напрямую влияет на условия, которые рассматриваются сторонами сделки, как существенные. В качестве альтернативного подхода нами предлагается следующая последовательность действий при выборе инвестиционных инструментов:

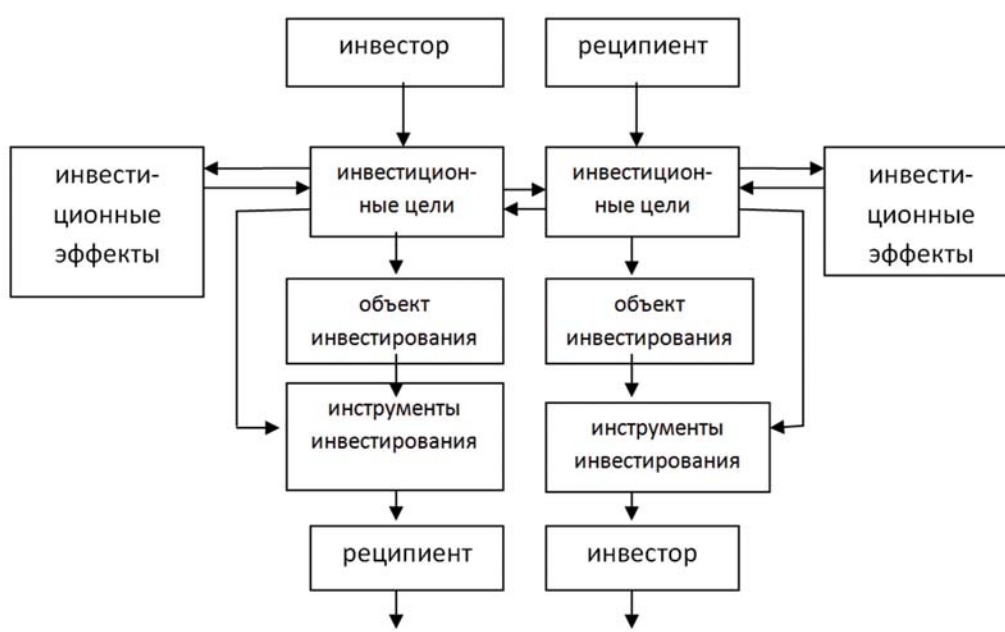


Рис. 2. Инструментальная стадия взаимодействия инвестора и реципиента

Во-вторых, при моделировании инвестиционной сделки стороны, как правило, стремятся использовать какой-либо отдельный инструмент финансирования инвестиций, а не формируют структурированный инвестиционный инструментальный продукт.

Необходимость формирования подобных продуктов тесно связана с задачей преодоления имеющихся барьеров принятия инвестиций со стороны реципиента. В качестве примера структурирования инвестиционных инструментов в единый инструментальный продукт можно привести схему инвестиционного финансирования бизнеса на стадии его создания, когда активы предприятия – объекта инвестирования фактически отсутствуют, а его владелец (владельцы) предлагают к реализации лишь некую бизнес-идею. Основная сложность организации финансирования такого проекта

состоит в том, что возможности привлечения долгового финансирования ограничены объемом активов, передаваемых в обеспечение по кредиту, а возможности привлечения долевого финансирования — стремлением инициатора проекта сохранить за собой как можно более существенную долю в структуре собственности, т.е. фактически — размером существующего уставного капитала.

При формировании структурированного инструментального продукта в данном случае выдвигается ограничение, согласно которому не менее 70% от общего объёма первоначального финансирования должно направляться на формирование материальной базы бизнеса (приобретение машин, оборудования и т.д.). Наличие данного ограничения в определенной степени гарантирует инвестору сохранность первоначальных вложений и позволяет применять те или иные механизмы контроля стоимости активов проекта.

Доля инвестора в уставном капитале определяется на уровне не ниже 50%. Таким образом, размер уставного капитала зависит от финансовых возможностей и установок инициатора проекта относительно его доли в уставном капитале. Так, при вложении инициатором проекта в его уставный капитал 1 млн. руб. и сохранении доли в размере 50%, размер вложений внешнего инвестора в уставный капитал также составит 1 млн. руб., а общий размер уставного капитала — 2 млн. руб. При вложении инициатором проекта того же 1 млн. руб., но снижении его доли до 25%, размер уставного капитала автоматически увеличивается до 4 млн. руб.

Оставшаяся часть необходимого первоначального финансирования предоставляется инвестором в качестве кредита (ссуды) на заранее оговоренный срок (для подобных проектов, как правило, до пяти лет). Ставка по кредиту определяется индивидуально и зависит от величины уставного капитала (величины участия в уставном капитале инициатора проекта), сроков кредитования, графика погашения, регулярности процентных выплат и т.п. График платежей по кредиту и график процентных выплат, в свою очередь, также определяются индивидуально, исходя из возможностей проекта (величины чистых денежных потоков).

Необходимо отметить, что при таком структурировании инвестиционного финансирования, размер предоставляемого долгового финансирования не связан с объемом имеющихся активов (размером обеспечения по кредиту), так как инвестор снижает свои кредитные риски не путем принятия обеспечения по кредиту, а путем непосредственного участия в управлении проектом.

Структурирование инвестиционных инструментов, помимо прочего, позволяет, во-первых, снизить риски инвестора за счет включения в итоговый продукт инструментов долгового финансирования и одновременно снизить долговую нагрузку на реципиента за счет применения инструментов долевого финансирования.

Во-вторых, структурирование инвестиционных инструментов облегчает

инвестору решение проблемы выхода из проекта. Так, в рассматриваемом примере, по истечению заранее оговоренного срока, но не ранее, чем через год после полного погашения кредита, инвестор имеет право, но не обязан, потребовать от инициатора проекта выкупить долю инвестора в проекте. При этом инвестор может, но не обязан, предоставить инициатору проекта кредит на выкуп доли инвестора в проекте под залог имеющихся активов. Условия такого кредитования определяются сторонами инвестиционной сделки отдельно.

В-третьих, на практике при определении инвестиционных инструментов каждому типу инвесторов ставится в соответствие только какой-либо один инвестиционный инструмент. Причина такого подхода кроется в том, что достаточно часто нарушается логика инвестиционного взаимодействия, и инвестиционные решения основываются на выборе инструмента, а не инвестора или объекта инвестирования. Последнее, в свою очередь, обуславливается, наряду с другими факторами, отсутствием единой информационной базы, о которой говорилось выше, и, следовательно, невозможностью построения инвестиционной логики «от инвестора/реципиента».

Выбор инвестиционного инструмента, безусловно, связан с типом инвестора и имеющихся у него инвестиционных ограничений, в том числе законодательных. Однако одним и тем же инвестором для финансирования инвестиционной сделки может применяться широкий спектр инвестиционных инструментов, как в отдельности, так и совместно в качестве структурированного инвестиционного инструментального продукта.

На инструментальной стадии после проектирования и согласования инструментов финансирования инвестиционной сделки происходит также согласование всех существенных параметров инвестиционной сделки. К таким параметрам следует относить:

- цену сделки;
- условия взаимодействия инвестора и реципиента в процессе самой сделки и в ходе реализации проекта (при условии, что реципиент продолжает участвовать в данном бизнесе);
- состав и приоритетность целевых показателей проекта;
- уровни целевых показателей, по достижению которых проект может считаться успешно реализованным с точки зрения и инвестора, и реципиента;
- процедуры возможного выхода инвестора из проекта после достижения заданных значений целевых показателей;
- распределение различных видов рисков, которые могут возникнуть при реализации проекта между инвестором и реципиентом;
- ответственность сторон инвестиционной сделки при нарушении ими принятых на себя обязательств.

В рамках данного исследования мы не затрагиваем вопросы юриди-

ческого оформления различных аспектов взаимодействия инвестора и реципиента, однако отметим, что надлежащее оформление всех достигнутых договоренностей является неременным условием эффективности инвестиционного процесса.

Обычно считается, что инвестиционная фаза какого-либо проекта начинается в момент направления инвестором инвестиционных ресурсов реципиенту, т.е. в явном или неявном виде делается предположение о том, что инвестор изначально обладает достаточным объемом свободных инвестиционных ресурсов для финансирования любого объема инвестиций. По нашему же мнению, инвестор изначально лишь оценивает возможность формирования того или иного объема инвестиционных ресурсов под конкретную сделку, а не располагает ими.

Таким образом, инвестиционная стадия организационной модели начинается с момента начала формирования инвестором необходимого объема инвестиционных ресурсов для финансирования данной инвестиционной сделки. Фактически инвестиционная стадия начинается еще до полного завершения инструментальной стадии, т.е. «накладывается» на нее.

После формирования необходимого объема инвестиционных ресурсов инвестор направляет их реципиенту в виде инвестиций при помощи согласованных инвестиционных инструментов. Информация о факте получения инвестиций и основных параметрах инвестиционной сделки, которые не рассматриваются ее сторонами в качестве коммерческой тайны, направляются в информационную базу (блок «Инвестиционные сделки», подблок «Открытые сделки»).

Крайне важным представляется также взаимодействие инвестора и реципиента в процессе реализации инвестиционного проекта. Вопросам организации такого взаимодействия часто не уделяется должного внимания на инструментальной стадии или же достигнутые договоренности рассматриваются сторонами (одной из сторон) как формальные. Такой подход приводит к тому, что и инвестор, и реципиент основные свои усилия направляют не на достижение заданных параметров целевых показателей проекта, а на получение контроля над ходом его реализации и права управления им. Собственно, данная ситуация сама по себе и создает существенные барьеры принятия инвестиций со стороны как данного, так и иных реципиентов.

Существуют и субъективные причины неудовлетворительного взаимодействия инвестора и реципиента в процессе реализации проекта. Условно все инвесторы и реципиенты могут быть распределены на две группы в зависимости от психологического типа поведения: предпринимательского и пассивного (рантье). Предпринимательский тип поведения предполагает активное участие в управлении проектом, а не только контроль над соблюдением своих законных интересов. Пассивный же тип поведения основывается практически исключительно на механизме контроля.



Если тип инвестиционного поведения обеих сторон инвестиционной сделки совпадает («активный-активный» или «пассивный-пассивный»), то вероятность возникновения проблем во взаимоотношении сторон существенно возрастает. Так, в первом случае обе стороны будут стремиться «перехватить» управление проектом друг у друга, если не будут установлены и приняты жесткие границы полномочий каждой из сторон и не выработаны и реализованы четкие и понятные механизмы разрешения спорных ситуаций. Во втором случае стороны будут стремиться уйти от ответственности друг перед другом за принимаемые управленческие решения, если не будут установлены и приняты четкие границы распределения ответственности.

Если психологический тип инвестиционного поведения у разных сторон инвестиционной сделки различен, то это снижает вероятность возникновения проблем в их взаимодействии, но не исключает этого, и не снижает важность согласования полномочий и ответственности сторон, а также механизмов их реализации.

Организация взаимодействия инвестора и реципиента предполагает и такой существенный момент как механизм выхода инвестора из проекта. По мнению экспертов, именно возможность эффективного выхода из проекта является одним из ключевых факторов, определяющих готовность инвестора к вхождению в проект, т.е. инвестированию.

Итогом инвестиционной стадии является получение результатов инвестирования. На практике инвестор и реципиент могут оценивать эти результаты по-разному, в зависимости от степени достижения своих индивидуальных инвестиционных целей. Более того, как нами было показано в первой и второй главах, в качестве результата инвестирования могут проявиться те или иные инвестиционные эффекты, не воспринимаемые как существенные сторонами сделки, но являющиеся значимыми для третьих сторон (социальные, налоговые, экологические и т.д.). Указанные аспекты данной проблемы существенно затрудняют объективную оценку результатов инвестирования и не позволяют участникам инвестиционного процесса адекватно корректировать свои управленческие решения.

Выходом из описанной ситуации может быть предлагаемый нами подход, в соответствии с которым результаты инвестирования непосредственно для инвестора и реципиента должны оцениваться по степени достижения согласованных заданных значений целевых показателей проекта, а косвенные результаты должны классифицироваться в соответствии с предложенными типами инвестиционных эффектов. Такой подход, тем не менее, не исключает индивидуальных оценок результатов инвестирования со стороны инвестора, реципиента, государства, общества и иных заинтересованных сторон, но делает их более сопоставимыми и объективными.

---

# **THE ORGANIZATIONAL MODEL OF INTERACTION BETWEEN INVESTORS AND RECIPIENTS OF INVESTMENT**

---

**V.V. Chaschin,**

Ph.D. of Economy, Rector of Uralskiy Institute of Stock Market;  
rector@uifr.ru

In this article the problems arising from the interaction of subjects of investment - investors and recipients of investment are discussed. The author notes that in addition to individual assessment of such interaction the investment results can be measured directly to the investor and the recipient basing on the degree of achievement of agreed targets set values of the project, and the indirect results should be classified in accordance with the proposed types of investment effects.

**Keywords:** investor, receiver of investment, investment process, investment project, investment instrument, organizational model