

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

**Ершова И.В., Болотин А.В.**

*В статье рассматривается взаимосвязь реципиента, объекта и инструментов инвестирования при принятии инвестиционных решений. Авторами показана необходимость четкого разграничения ключевых категорий инвестиционного процесса, а также предложена организационная модель взаимодействия участников инвестиционного процесса для повышения его эффективности.*

Инвестирование, рассматриваемое как процесс передачи инвестиционных ресурсов от инвестора к реципиенту, предполагает четкое разделение понятий инвестора и владельца инвестиционных ресурсов, с одной стороны, а также понятий реципиента, объекта и инструмента инвестирования.

Термин «реципиент инвестиций» используется в современной экономической литературе крайне редко, заменяясь, как правило, термином «объект инвестирования». Такое смешение понятий, на наш взгляд, является ошибочным и, более того, может выступать в качестве причины низкой эффективности инвестиционного процесса, вызывая рассогласование целей его участников.

Под реципиентом инвестиций мы предлагаем понимать юридическое или физическое лицо (либо их объединения), являющееся получателем инвестиционных ресурсов. При этом необходимо отметить, что реципиент не обязательно направляет полученные инвестиционные ресурсы на собственно инвестиционные цели. Типичный пример такой ситуации – приобретение инвестором акций на вторичном рынке у того или иного лица, которое направляет полученные средства на цели личного или производственного потребления.

Объект инвестирования – это конкретный элемент активов предприятия (как материальных, так и нематериальных и финансовых), в который трансформируются полученные инвестиционные ресурсы, и эксплуатация которого обеспечивает инвестору достижение его инвестиционных целей. Применительно к наиболее распространенной ситуации реципиентом инвестиций является предприятие, а объектами инвестирования могут выступать основные производственные фонды, нематериальные активы и т.д., приобретаемые данным предприятием для ведения своей хозяйственной деятельности за счет полученных инвестиционных ресурсов. Следует, однако, отметить, что смешение понятий объекта и реципиента инвестирования может быть объяснено и объективными причинами. Возможна, и на практике достаточно распространена, ситуация, когда предприятие выступает одновременно и как реципиент, и как объект инвестирования. Данная ситуация возможна, когда предприятие привлекает инвестиции на условно-целевой основе, например, при размещении облигационного займа на расширение сбытовой сети. В этом случае, с точки зрения инвестора, объектом инвестирования является само предприятие, поскольку невозможно изначально определить четкий круг активов, в которые трансформируются полученные инвестиционные ресурсы. Несмотря на указанное уточнение, приведенный пример является частным случаем общей ситуации разделения понятий объекта и реципиента инвестиций.

Переход инвестиционных ресурсов от инвестора к реципиенту сам по себе является сложным и многофакторным процессом, требующим применения различных или, вернее, строго определенных в каждом конкретном случае инструментов инвестирования.

Под инструментами инвестирования нами предлагается понимать комплекс финансово-экономических объектов, обеспечивающих переход инвестиционных ресурсов от инвестора к реципиенту инвестиций, сопровождающийся определением и юридическим закреплением таких прав и обязанностей участников инвестиционного процесса как по отношению друг к другу, так и к третьим лицам, при которых происходит наиболее эффективное согласование целей и интересов участников инвестиционного процесса. В качестве наиболее распространенных и, как следствие, наиболее рассматриваемых в современной экономической литературе инструментов инвестирования выступают акции, облигации, кредиты и займы, доли уставного капитала (например, применительно к обществам с ограниченной ответственностью) и др. В то же время, к числу инструментов инвестирования, по нашему мнению, может быть отнесен достаточно широкий круг экономических объектов, большинство из которых современными исследователями в качестве таковых не рассматриваются. В частности, инструментом инвестирования может являться и само предприятие. Экономическая практика знает немало случаев, когда приобретение предприятия обусловлено интересом покупателя-инвестора не к предприятию как таковому, а лишь к конкретному отдельному элементу его активов, приобретение которого вне процедур приобретения предприятия в целом либо невозможно, либо экономически нецелесообразно. Такими элементами активов предприятия могут выступать земельные участки, на которых оно расположено, имущественный комплекс, лицензии (в том числе на недропользование), квоты, имущественные и неимущественные права (в том числе права аренды, права требования и др.). Вышеперечисленные элементы активов выступают в данном случае в качестве объектов инвестирования, а предприятие, ими располагающее, – в качестве инструмента инвестирования.

Отсутствие четкого разделения понятий объекта и инструмента инвестирования связано, по нашему мнению, с тем, что в современных условиях инвестиционные инструменты могут выступать с точки зрения конкретного инвестора и в качестве самостоятельного объекта инвестирования. Так, финансово-экономическая природа акции, по сути, перестала сводиться исключительно к «свидетельству права собственности», выступающему как инструмент инвестирования, обеспечивающий определенный тип взаимодействия инвестора и реципиента. Акция стала выступать не только как инструмент инвестирования, но и, особенно в краткосрочном периоде, как самостоятельный объект инвестирования, поскольку определенная категория инвесторов связывает свои ожидания относительно достижения имеющихся у нее инвестиционных целей непосредственно с акцией, а не с деятельностью ее эмитента.

Применительно к предприятию ключевым критерием отнесения его к объекту или инструменту инвестирования в конкретной инвестиционной сделке является отношение инвестора к бизнес-процессам данного предприятия. В случае, если инвестор связывает достижение имеющихся у него инвестиционных целей в той или иной степени с существующими бизнес-процессами, то предприятие может рассматриваться в качестве объекта инвестирования. В случае же, если инвестора интересуют не бизнес-процессы, а исключительно определенные элементы активов, то предприятие является инструментом инвестирования, обеспечивающим возможность инвестору для инвестирования в избранные объекты.

Проведенный анализ различных объектов и инструментов инвестирования позволяет выделить важную особенность современного инвестиционного процесса. Поскольку для инвестирования в тот или иной объект необходимо использование определенного инвестиционного инструмента, а большинство инвестиционных инструментов имеет тенденцию к превращению в глазах инвесторов в новый самостоятельный объект инвестирования, то возникает и новый инвестиционный инструмент, обеспечивающий наиболее эффективное инвестирование в этот вновь возникший объект. Более того, данный процесс принимает характер «цепной реакции», поскольку он ограничен лишь возможностями и желаниями инвесторов относительно инвестирования в новые объекты и применения новых инвестиционных инструментов.

Приведенные рассуждения имеют, на наш взгляд, практическое приложение, которое состоит в следующем. Субъектам, рассматривающим себя в качестве инвесторов либо реципиентов инвестиций, необходимо, прежде всего, четко сформулировать свои инвестиционные цели посредством анализа ожидаемых результатов инвестирования. Инвестиционный процесс может быть эффективным только в случае соответствия инвестиционных целей инвестора и реципиента. Следовательно, необходимо определить, какие именно экономические субъекты могут являться инвесторами и реципиентами в данной конкретной инвестиционной сделке, каковы их инвестиционные цели и насколько они согласуются между собой. Если согласование инвестиционных целей в конкретной паре «инвестор – реципиент» по тем или иным причинам невозможно, то инвестору или реципиенту из этой пары следует определить, с какими реципиентами/инвесторами в данной инвестиционной сделке такое согласование возможно и в каком случае оно будет наиболее эффективным.

Четкая формулировка инвестиционных целей призвана также обеспечить выработку критериев выбора объекта инвестирования.

Инвестиционные цели и специфика выбранного объекта инвестирования, в свою очередь, определяют требования и возможности использования инвестиционных инструментов с точки зрения обеспечения наибольшей эффективности взаимодействия всех участников инвестиционного процесса, выражающейся в максимальной степени достижения поставленных ими инвестиционных целей.

Выбор инвестором реципиента инвестиций, как было показано выше, определяется близостью инвестиционных целей и возможностью их эффективного согласования. Такой выбор рассматривается (прямо или косвенно) в большинстве случаев как исключительно операционный вопрос, поскольку, в соответствии с таким подходом, выбор реципиента не влияет на итоговый результат инвестирования. Независимо от того, является ли реципиентом непосредственно предприятие (рассматриваемое как объект, либо как инструмент инвестирования) или третье лицо (например, один из собственников), инвестор в обмен на произведенные инвестиции получает равноценную величину активов или прав на них. Однако достаточно несложно доказать ошибочность приведенных рассуждений.

Рассмотрим простейший случай, когда в качестве инвестиционного инструмента используются акции. Инвестор может приобрести 100% акций у существующих собственников (случай, когда реципиентом выступает третье лицо). В этом случае инвестор получает полный контроль над предприятием, рыночная стоимость которого полностью эквивалентна сумме заключенной им сделки (объему инвестиций). При этом рыночная стоимость предприятия от проведенной сделки не меняется, т.к. масштабы его деятельности, объем и структура активов остаются неизменными.

Данная инвестиционная сделка может быть построена и иным образом. Существующие собственники предприятия принимают решение об увеличении собственного капитала предприятия в 2 раза (на величину предполагаемых инвестиций) и проводят дополнительную эмиссию акций, которую полностью выкупает инвестор (случай, когда реципиентом является само предприятие). В результате инвестор получает лишь 50%-ный контроль над предприятием, инвестировав ту же самую сумму. Однако рыночная стоимость данного предприятия в данном случае не остается неизменной, поскольку изменяются масштабы деятельности, объем и структура активов. Указанное изменение рыночной стоимости предприятия может происходить в большей или меньшей пропорции относительно изменения величины собственного капитала, что, соответственно, повышает риски инвестора (наряду с рисками, связанными с меньшим уровнем контроля над предприятием), но обеспечивает и более высокий уровень ожидаемой эффективности инвестиций.

Таким образом, вопрос выбора реципиента при моделировании конкретной инвестиционной сделки не является для инвестора исключительно операционным, а носит принципиальный, сущностный характер, напрямую влияя на условия инвестирования.

С другой стороны, в составе инвестиционных целей реципиента могут содержаться жесткие барьеры принятия инвестиций, что делает процесс согласования инвестиционных целей с его стороны крайне затруднительным или вообще невозможным. Даже в том случае, когда барьеры принятия инвестиций со стороны реципиента являются «мягкими», они, тем не менее, накладывают серьезные ограничения на выбор, осуществляемый реципиентом в пользу того или иного инвестора. Таким образом, выбор реципиентом того или иного инвестора для проведения инвестиционной сделки также носит принципиальный характер. Иначе говоря, каждому конкретному реципиенту соответствует достаточно ограниченный круг возможных инвесторов, а каждому конкретному инвестору соответствует достаточно ограниченный круг возможных реципиентов. С другой стороны, теоретически, многообразие инвесторов и реципиентов дает возможность утверждать, что любому реципиенту может быть найден соответствующий инвестор, с которым возможно эффективное согласование имеющихся инвестиционных целей, а любой инвестор может подобрать для проведения инвестиционной сделки соответствующего реципиента.

Согласование инвестиционных целей инвестора и реципиента предполагает и выработку единых подходов к пониманию требований, предъявляемых сторонами инвестиционной сделки к объекту и инструментам инвестирования.

Прежде всего, необходимо, чтобы инвестор и реципиент определили отношение к предприятию как таковому в планируемой инвестиционной сделке: является ли оно в данной сделке объектом или инструментом инвестирования. Отсутствие единства ответов на этот вопрос делает все дальнейшие усилия сторон по согласованию имеющихся у них инвестиционных целей бесполезными.

В случае, если предприятие рассматривается как объект инвестирования, инвестор и реципиент должны иметь объединяющие их представления о бизнес-процессах предприятия, а также направлениях и методах их оптимизации. Такое объединение представлений возможно по следующим основаниям:

- в случае, если реципиентом выступает само предприятие, либо третья сторона (собственник), которая продолжает связывать свои инвестиционные цели с данными бизнес-процессами, – общность позиций по отношению к текущему и будущему состоянию бизнес-процессов;

- в случае, если реципиентом выступает третья сторона (собственник), которая не связывает свои будущие инвестиционные цели с данными бизнес-процессами, – общность позиций по отношению к текущему состоянию бизнес-процессов и готовность этой третьей стороны передать принятие решений относительно будущего состояния бизнес-процессов третьей стороне.

Необходимо отметить, что при рассмотрении предприятия в качестве объекта инвестирования состояние активов предприятия и отдельных их элементов интересует инвестора и реципиента только с точки зрения влияния объемов и структуры активов на содержание и эффективность бизнес-процессов и не носит самостоятельный характер.

Иначе выглядит ситуация при рассмотрении предприятия в качестве инструмента инвестирования. Во-первых, при использовании предприятия в качестве особого, специфического инструмента инвестирования, необходимо помнить, что данный инструмент не может быть применен в инвестиционной сделке напрямую, самостоятельно, а только при помощи использования дополнительных, вторичных, применительно к данной сделке, инструментов (акций, долей и пр.). Во-вторых, в данном случае, инвестор и реципиент должны иметь объединяющие их представления о состоянии активов предприятия и/или отдельных их элементов. В то же время и инвестор, и реципиент должны отдавать себе отчет, что ни та, ни другая сторона в данной ситуации не может выдвигать противоположной стороне каких-либо условий относительно сохранения или, наоборот, изменения существующих бизнес-процессов предприятия, поскольку они фактически находятся за рамками условий инвестиционной сделки и рассматриваются ее сторонами априори как несущественные. В-третьих, при рассмотрении предприятия в качестве инструмента инвестирования сторонам инвестиционной сделки необходимо сформировать единое представление о том, какие именно активы предприятия выступают в данной сделке объектами инвестирования, а какие – нет. Последнее необходимо для того, чтобы иметь возможность при установлении параметров и проведении инвестиционной сделки выделить те группы активов, которые не являются объектами инвестирования и, следовательно, могут быть выведены реципиентом при наличии у него такой заинтересованности, или же переданы инвестору в качестве дополнительного обременения либо премии.

Согласование инструментов инвестирования (первичных, если предприятие – объект инвестирования, и вторичных, если предприятие – инструмент инвестирования), применение которых в данной инвестиционной сделке приемлемо для обеих ее сторон, осуществляется также на уровне согласования инвестиционных целей. Поскольку цели определяют множества допустимых и желательных для каждой стороны инструментов инвестирования, то согласование целей неизбежно приводит и к согласованию применяемых инвестиционных инструментов.

Как было показано выше, выбор инвестором реципиента, как и выбор, реципиентом инвестора, носит альтернативный характер, предусматривающий возможность поиска такого контрагента по инвестиционной сделке, согласование инвестиционных целей с которым возможно наиболее эффективным образом. Существование такой альтернативы, во-первых, предполагает установление относительных оценок для каждой альтернативы (предприятия), а, во-вторых, требует, чтобы используемые модели инвестиционного анализа предоставляли возможность установления этих относительных оценок применительно к каждой альтернативе (предприятию) и как к объекту, и как к инструменту инвестирования.

Основой разработки, принятия и реализации инвестиционных управленческих решений является проводимый инвесторами и реципиентами инвестиционный анализ.

Основной целью такого анализа должно являться определение круга тех потенциальных контрагентов по инвестиционной сделке, согласование инвестиционных целей с которыми может быть произведено наиболее эффективным образом. Такое понимание целей инвестиционного анализа требует, на наш взгляд, ряда существенных пояснений.

Во-первых, следует различать инвестиционные решения в широком смысле слова и собственно инвестиционные решения, т.е. решения, приводящие к нахождению соответствующего контрагента по инвестиционной сделке.

Во-вторых, под инвестированием в широком смысле слова в данном случае мы понимаем любое распределение ресурсов. Отметим, что данная точка зрения не является общепринятой, поскольку текущие затраты предприятия, как правило, не относят к инвестиционным. Однако если признать, что в современной экономической жизни основной капитал является не единственным, а в ряде случаев и не основополагающим, фактором развития экономических субъектов, то следует принимать в рассмотрение и такие виды инвестиций, как инвестиции в человеческий капитал, рыночные позиции, деловая репутация и т.д. Исходя из такого подхода материальные затраты можно рассматривать как инвестиции в запасы, затраты на оплату труда – как инвестиции в человеческий капитал, маркетинговые затраты (в том числе и на формирование дебиторской задолженности) – как инвестиции в укрепление рыночных позиций и т.д.

В-третьих, поскольку управленческие решения всегда связаны с тем или иным распределением ограниченных ресурсов организации, то любые решения, принимаемые руководством предприятия, по сути, есть решения инвестиционные.

В-четвертых, любой анализ деятельности предприятия, так или иначе, предполагает анализ прошлых, текущих или планируемых управленческих решений, поскольку именно управленческие решения, в конечном счете, определяют состояние ресурсов и бизнес-процессов организации в любой момент времени. Следовательно, любой анализ деятельности предприятия следует рассматривать именно как анализ инвестиционный.

Решение задачи повышения эффективности взаимодействия инвесторов и реципиентов инвестиций предполагает построение организационной модели.

Предлагаемая нами модель учитывает следующие существенные ограничения и допущения:

1) в течение ближайшего времени большинство региональных промышленных предприятий сохраняют барьеры в принятии инвестиций, оставаясь, по сути, частными, а не публичными, независимо от номинальной организационно-правовой формы;

2) поскольку большинство региональных промышленных предприятий представлено в форме акционерных обществ, то это накладывает на них дополнительные требования по раскрытию информации, учету интересов инвесторов, надзорности в органах государственной власти и управления и др., независимо от фактической структуры собственности;

3) присутствие инвесторов во всех сегментах инвестиционного рынка (обеспечение полного цикла инвестиционного финансирования) не может быть обеспечено административными мерами, а может быть либо экономически простимулировано государством (в том числе и на региональном уровне), либо роль инвестора на данных сегментах инвестиционного рынка в той или иной степени государство должно взять на себя;

4) информационная база по инвесторам и реципиентам, присутствующим на региональном инвестиционном рынке, должна быть единой, общедоступной и признаваемой всеми участниками инвестиционного рынка, т.е. иметь статус официальной, что

возможно только при ее администрировании органами государственной власти и управления либо уполномоченными ими на это организациями.

Схематически предлагаемая нами организационная модель взаимодействия инвесторов и реципиентов инвестиций может быть представлена следующим образом (рис. 1):

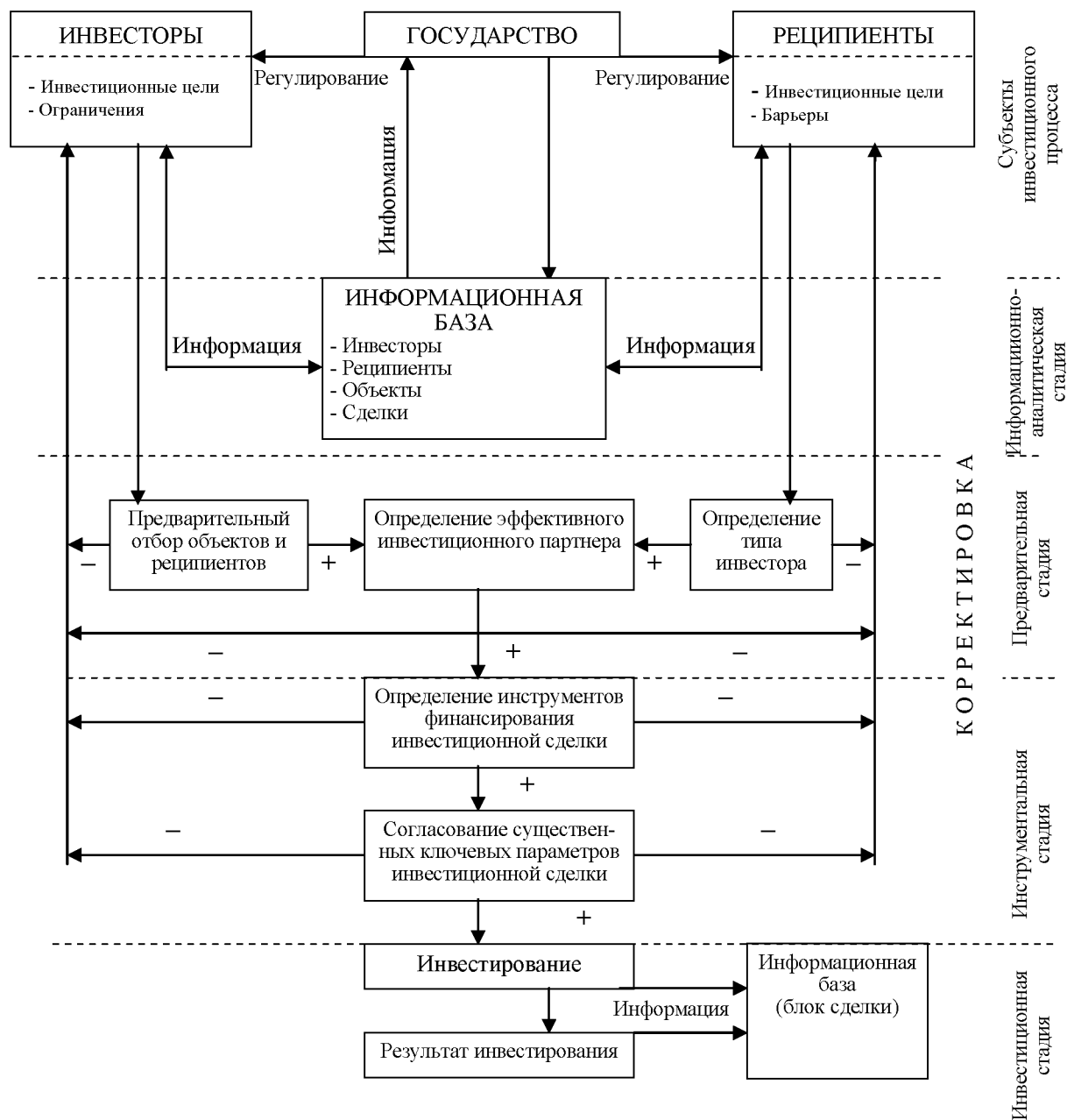


Рис. 1. Организационная модель взаимодействия участников инвестиционного процесса

**Информационно-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 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 информационную базу, обеспечивая к ней равный доступ всех заинтересованных лиц. С другой стороны, информация, содержащаяся в информационной базе, позволяет государственным органам осуществлять мониторинг состояния регионального инвестиционного рынка в целом, в том числе выявлять те сегменты инвестиционного рынка, на 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 инвестором 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 соответствии 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. В случае, 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.

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):



Рис. 2. Процедура выбора инвестиционных инструментов

Далее, 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 бизнес-идею.

Основная сложность организации финансирования такого рода 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 происходит объединение долевого и долгового финансирования, что позволяет существенно уменьшить ограничения по предоставлению инвестиционных ресурсов.

При таком структурировании инвестиционного финансирования размер предоставляемого долгового финансирования не связан с объемом имеющихся активов (размером обеспечения по кредиту), т.к. инвестор снижает свои кредитные риски не путем принятия обеспечения по кредиту, а путем непосредственного участия в управлении проектом.

Структурирование инвестиционных инструментов, помимо прочего, позволяет 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.

Кроме того, структурирование инвестиционных инструментов, а именно наличие в структуре инвестиционного продукта как его составной части долговых обязательств, облегчает инвестору решение проблемы выхода из проекта.

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 либо 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 таковым 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.

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, направляется 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 за 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 и противоречий во взаимоотношениях 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, 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. 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.

Полученные и описанные в соответствии с предлагаемым подходом результаты инвестирования должны быть переданы в информационную базу (блок «Инвестиционные сделки», подблок «Завершенные сделки»).

Предлагаемая организационная модель, по нашему мнению, должна повысить эффективность взаимодействия инвесторов и реципиентов и, как следствие, увеличить объем инвестиционных ресурсов, привлекаемых в экономику региона.