

Пути снижения рисков венчурного инвестирования

Ways of decreasing risks of venture funding

doi 10.26310/2071-3010.2021.273.7.011



С. А. Красильников,
д. э. н., профессор, Высшая школа
управления и инноваций
МГУ им. М. В. Ломоносова
✉ sa.krasilnikov@gmail.com

S. A. Krasilnikov,
doctor of economics, professor, Graduate
school of management and innovation,
Lomonosov Moscow state university



А. С. Красильников,
к. э. н., доцент, кафедра экономической
теории, Российский экономический
университет им. Г. В. Плеханова
✉ askrasil@gmail.com

A. S. Krasilnikov,
PhD in economics, associate professor,
department of economic theory, Plekhanov
Russian university of economics

Рассматриваются методы снижения рисков венчурного инвестирования, включающие снижение рисков как на этапе отбора проектов, так и на этапе их финансирования. Особое внимание уделяется механизму инвестиций в скейлапы (scaleups) — быстрорастущие технологические компании, уже продемонстрировавшие возможности быстрого роста выручки. Предлагаемая методика позволяет оптимизировать количество учитываемых критериев отбора проектов при одновременном снижении рисков их финансирования.

Methods of reducing venture funding risks both at the projects selection stage and financing stage are considered. Special attention is paid to the mechanism of investing into scaleups — fast growing technological companies, which have already shown capabilities for quick growth of revenue. The authors propose framework, which allows to optimize the number of criteria employed for projects selection with simultaneous reduction of their funding risks.

Ключевые слова: инновации, критерии отбора, риски, стартапы, скейлапы, финансирование, венчурный капитал, доход.

Keywords: innovations, selection criteria, risks, startups, scaleups, funding, venture capital, revenue.

Тезисы

В целях минимизации рисков финансирования венчурных проектов, в ходе их отбора акцент должен быть сделан не только на поисках аргументов «за», но, прежде всего, аргументов «против».

Для крупных корпораций, ориентированных на выращивание бизнеса, особый интерес представляют инвестиции в скейлапы — быстрорастущие технологические компании, уже продемонстрировавшие возможности роста выручки.

Механизм принятия решений по отбору проектов может быть упрощен за счет исключения из анализа равных по значимости аргументов «за» и «против».

В настоящее время в Российской Федерации особенно остро стоит задача ускорения темпов роста высокотехнологичных отраслей. Так, по оценке специалистов Высшей школы экономики, Россия удерживает лидирующие позиции только в экспорте ядерных технологий и вооружений, но в остальном является малозаметным участником глобального рынка передовых производственных технологий [1]. Доля России в мировом экспорте продукции передового производства в 2002-2018 гг. варьировалась в пределах 0,2-0,5% [2].

Не последнюю роль в этом играет и структура венчурных инвестиций, где лидируют вложения в проекты в области электронной торговли, интернет-технологий и проч., т. е. в сферы деятельности с наиболее предсказуемыми результатами.

Классификация рисков

Очевидно, что повышение инвестиционной привлекательности высокотехнологичных проектов напрямую зависит от уровня соответствующих рисков и возможностей их снижения. С финансовой точки зрения можно выделить две основные группы рисков венчурного инвестирования:

- риск прямых финансовых потерь (потери капитала);
- риск недополучения дохода (по сравнению с базовым или прогнозным уровнем).

В схематичном виде распределение указанных рисков по их владельцам представлено в табл. 1.

Из табл. 1 следует, что наряду с рисками инвестора своего внимания требуют как риски снижения доходов специалистов при переходе на работу в стартап (более подробно рассмотрено в [3]), так и риски недопо-

Таблица 1

Распределение рисков

	Участники проекта		
	Инвесторы	Основатели/авторы	Менеджеры/наемные работники
1. Риск потери капитала	+		
2. Риск недополучения доходов	2.1. По сравнению с базовым (фактическим) уровнем		+
	2.2. По сравнению с прогнозным (расчетным уровнем)	+	+

лучения доходов по проекту по сравнению с первоначальным прогнозом. Последнее тем более важно, что прогнозируемые денежные потоки, как правило, оказывают существенное влияние на расчет доли инвестора в компании, реализующей проект.

Политика управления рисками будет различаться для указанных групп рисков:

- принятие риска при одновременной разработке мер по минимизации потерь (для рисков групп 1 и 2.2);
- устранение риска — для рисков группы 2.1: через механизм компенсации выпадающих доходов привлекаемых менеджеров и специалистов (более подробно см. [3]).

Что касается минимизации потерь, то соответствующие меры будут различаться для рисков 1 и 2.2.

Минимизация рисков потери капитала

Минимизации рисков на этапе отбора проектов

В дополнении к конкретным методикам и критериям отбора проектов, достаточно подробно описанных в литературе, можно выделить ряд принципиальных моментов, учет которых позволит снизить вероятность вложений в неудачные проекты.

Поиск аргументов не подтверждающих, а опровергающих целесообразность реализации проекта

Как правило, при отборе венчурных проектов особое внимание уделяется оценке таких факторов, как объем потенциального рынка, прогнозируемая величина спроса и объема продаж; новизна продукта, квалификация команды разработчиков и менеджеров и т. д. Соответственно, и обоснование нового проекта ориентируется в основном на поиск и формирование доказательной базы в части аргументов «за». Однако, если применить к отбору венчурных проектов методологию научного поиска К. Поппера, то результат будет иным: главное, как утверждал автор известного «критерия Поппера» — искать не факторы, подтверждающие ту или иную гипотезу (или проект), а, наоборот, факторы, ее опровергающие [4]. Иными словами, при отборе проектов целесообразным является определенное смещение акцентов: от поиска доказательств обоснованности проекта в направлении поиска факторов (аргументов), опровергающих это обоснование: поиск не аргументов «за», а аргументов «против» — не обоснование прогнозов продаж, а выявление причин, которые могут не позволить выйти на запланированный объем.

Влияние механизма выхода из проекта на критерии отбора

Порядок и критерии отбора проектов зависят от планируемого механизма возврата инвестиций и выхода из проекта: либо за счет результатов операционной деятельности, либо путем продажи проекта инвестору/инвесторам тем или иным способом. Более подробно эти вопросы рассмотрены в [5]. Если планируется первый путь (доходы от операционной деятельности),

то планируемый уровень доходности проекта становится одним из основных; если предполагается идти по второму пути (продажа проекта), то тогда темпы роста выручки и увеличения контролируемой доли рынка приобретают особое значение. В этой связи интересным представляется предложение по разграничению механизмов финансирования стартапов и скейлапов. Суть предложения — оставить стартапы тем, кто вкладывается в расчете на последующий успешный выход, а крупным корпорациям, ориентированным на выращивание бизнеса, сосредоточиться на инвестициях в скейлапы — быстрорастущие технологические компании, уже продемонстрировавшие возможности быстрого роста выручки. По оценке Д. Медовникова «такие компании достигли определенной зрелости, нашли удачную бизнес-модель, позволяющую быстро расти, и вероятность превращения их в чемпиона мирового рынка на промежутке в несколько леткратно выше, чем у стартапа, которому стадию скейлапа еще только предстоит пройти — и то если повезет» [6].

Таким образом, ориентация на возврат инвестиций за счет операционных доходов предполагает формирование корзины проектов из числа уже прошедших стадию стартапа и демонстрирующих достаточно успешный рост и, что не менее важно, позволяющих с высокой степенью вероятности рассматривать возможность выхода проекта на уровень рентабельности, покрывающей (как минимум) стоимость капитала.

Критерии отбора скейлапов

Организация отбора инновационных проектов требует сопоставления многочисленных «за» и «против», являющихся следствием используемых критериев отбора. Возможная методика такого сопоставления восходит еще к «Азбуке благоразумия» Бенджамина Франклина и ее более современной версии, известной под названием теории равноценного обмена [7]. Используя идеологию данного подхода, можно составить таблицу принятия решений по инновационным проектам (см. табл. 2), включающую:

- критерии отбора проектов;
- оценку соответствия проекта тому ли иному критерию.

Таблица составляется по результатам анализа технико- и финансово-экономической информации по проекту, претендующему на получение финансирования. При этом положительный ответ на тот или иной вопрос должен подкрепляться соответствующими подтверждающими документами (патентами, договорами с заказчиком, аудированной финансовой отчетностью и т. д.). На основе этой информации по каждому критерию проставляется соответствующая отметка в столбце «соответствует» (например «плюс») или в столбце «не соответствует» («минус»). В итоговой строке суммируются плюсы и минусы, что позволяет сделать вывод о степени соответствия проекта установленным критериям. Данный подход может быть дополнен балльной оценкой весов соответствующих факторов, формируемой на экспертной основе. Однако следует отметить, что наряду с преимуществами (возможностью выделения наиболее значимых факторов),

Оценка соответствия проекта установленным критериям

	Критерий	Соответствие проекта установленному критерию	
		Да (соответствует)	Нет (не соответствует)
1	Наличие опытной серии		
2	Соответствии разработки и производства продукта/услуги требованиям ГОСТ и ТУ; наличие необходимых сертификатов		
3	Наличие утвержденных результатов испытаний нового продукта/услуги, а также подтвержденных положительных результатов пилотного тестирования		
4	Наличие утвержденной технологической документации по организации серийного производства нового продукта/услуги		
5	Наличие патентной защиты		
6	Наличие независимых менеджеров проекта (не относящихся к категории авторов/инициаторов проекта)		
7	Отсутствие регуляторных неопределенностей (не ожидается изменений в регулировании отрасли)		
8	Наличие взаимозаменяемых подрядчиков, поставщиков материалов		
9	Коэффициент монополизации отрасли не более 1000 (по индексу Герфиндаля)		
10	Отсутствие товаров-субститутов*		
11	Наличие проработанного плана выхода на рынок (go-to-market)		
12	Наличие подтвержденных предзаказов (при работе на открытый рынок) или заказа (при работе на конкретного заказчика) на предстоящие 12 месяцев в объеме не менее обеспечивающего безубыточный объем производства		
13	Наличие плана расширения производства на период свыше одного года		
14	Достигнут безубыточный объем производства (точка безубыточности)		
15	Показатель ROIC превышает средневзвешенную величину процентной ставки по привлеченным кредитам и займам**		
16	Коэффициент P/S (отношение рыночной стоимости акций компании к выручке) ниже среднерыночного/среднеотраслевого значения***		
	Итого		

Примечание: * – включая товары с характеристиками, аналогичными новому продукту/услуге; ** – при отсутствии долговой нагрузки данный критерий не учитывается; *** – только для котируемых акций.

балльный подход не свободен и от недостатков, связанных с субъективностью определения количества баллов экспертами.

Сразу поясним, почему показатели прибыли, рентабельности и их производные не включены в перечень критериев отбора. Основная причина – возможность обеспечения возврата инвестиций как за счет операционного денежного потока компании (что предполагает уровень рентабельности, покрывающий стоимость инвестиции), так и за счет роста стоимости акций, достигаемой в результате расширения контролируемой доли рынка, в том числе и за счет минимизации рентабельности. Учитывая, что на сегодняшний день оба пути представлены на практике, включение показателей текущей прибыли/рентабельности может неоправданно сократить возможности эффективного инвестирования.

Кроме того, приводимая система критериев направлена на отбор растущих бизнесов, и, следовательно, акцент сделан на оценке потенциала роста компании, а не на фактически достигнутых показателях выручки, прибыли и проч. При этом речь идет не столько о долгосрочном потенциале, сколько о потенциале, ориентированном на период один-три года.

В качестве примера рассмотрим условный проект разработки и организации производства электровелосипедов с улучшенными характеристиками (экологичность, емкость батареи и проч.). При этом еще раз

хотелось бы подчеркнуть, что данный инструментарий используется не для принятия решения о вхождении в тот или иной стартап, а для оценки целесообразности вложений в расширение производства нового продукта/услуги. Перечень приведенных критериев отбора не является исчерпывающим и может быть дополнен с учетом особенностей соответствующего бизнеса/отрасли.

Результаты расчетов «плюсов» и «минусов» по проекту электровелосипедов приведены в табл. 3.

В приведенном примере количество минусов равно количеству плюсов, что в случае строгого следования данному подходу исключает данный проект из числа рекомендуемых к финансированию. Подобный подход оправдан для инвесторов, не планирующих активного участия в деятельности проектной компании.

В случае же, если стратегический инвестор планирует использовать модель управления, предусматривающую возможность воздействия (в том или ином формате) на деятельность проектной компании, то работа с приведенными выше критериями может быть продолжена. Основой такой работы может служить дальнейшее использование методики Б. Франклина, изложенной в его «Азбуке благоразумия» и предусматривающей последовательное исключение из перечня критериев «взаимно уравновешивающих друг друга факторов». Вот как пишет об этом сам Б. Франклин: «Когда попадаются мне два резона (по одному с каждой

Таблица 3

Оценка соответствия проекта производства электровелосипедов (условный пример) установленным критериям

	Критерий	Соответствие проекта установленному критерию	
		Да (соответствует)	Нет (не соответствует)
1	Наличие опытной серии	+	
2	Соответствие разработки и производства продукта/услуги требованиям ГОСТ и ТУ; наличие необходимых сертификатов	+	
3	Наличие утвержденных результатов испытаний нового продукта/услуги, а также подтвержденных положительных результатов пилотного тестирования	+	
4	Наличие утвержденной технологической документации по организации серийного производства нового продукта/услуги	+	
5	Наличие патентной защиты	+	
6	Наличие независимых менеджеров проекта (не относящихся к категории авторов/инициаторов проекта)		–
7	Отсутствие регуляторных неопределенностей (не ожидается изменений в регулировании отрасли)		–
8	Наличие взаимозаменяемых подрядчиков, поставщиков материалов	+	
9	Коэффициент монополизации отрасли не более 1000 (по индексу Герфиндаля)	+	
10	Отсутствие товаров-субститутов		–
11	Наличие проработанного плана выхода на рынок (go-to-market)		–
12	Наличие подтвержденных предзаказов (при работе на открытый рынок) или заказа (при работе на конкретного заказчика) на предстоящие 12 месяцев в объеме не менее обеспечивающего безубыточный объем производства		–
13	Наличие плана расширения производства на период свыше одного года		–
14	Достигнут безубыточный объем производства (точка безубыточности)		–
15	Показатель ROIC превышает средневзвешенную величину процентной ставки по привлеченным кредитам и займам		–
16	Коэффициент P/S (отношение рыночной стоимости акций компании к выручке) ниже среднерыночного/среднеотраслевого значения	+	
	Итого	8	8

стороны), кои представляются равными, я вычеркиваю их оба. Если попадается один резон «за», равнозначный двум резонам «против», я вычеркиваю все три. Если, по моему разумению, два резона «против» уравновешиваются тремя резонами «за», я вычеркиваю все пять и, двигаясь так, отыскиваю, что может иметь решающее значение» [7].

Если применить данный подход к приведенному выше примеру, то, например, такой «минусовый» фактор как наличие товаров-субститутов (п. 10 табл. 3) может быть оценен как равный силе воздействия такого «плюсового» фактора как низкое значение коэффициента Герфиндаля (п. 9 табл. 3), что позволит исключить их из дальнейшего анализа. Аналогично, отрицательный фактор, связанный с низким значением ROIC (п. 15 табл. 3) нейтрализует положительное

значение коэффициента P/S (п. 16 табл. 3), что также позволяет исключить оба эти фактора из последующего анализа.

В итоге количество учитываемых критериев отбора (в данном примере) сократится с 16 до 12 (и этот процесс может быть продолжен и далее). Фактически это является альтернативой балльной оценки — но не обезличенной, а основанной на сравнительной оценке значимости конкретных факторов. Те же факторы, в отношении которых такую сравнительную оценку (с последующим исключением из числа рассматриваемых) провести нельзя и будут участвовать в итоговом сопоставлении «плюсов» и «минусов».

Тем самым упрощается сам механизм принятия решений (которой в итоге будет связан с рассмотрением существенно меньшего количества переменных), и

Таблица 4

Итоговые критерии принятия решений

Зона принятия решений	Зеленая зона	Желтая зона	Красная зона
Характеристика зоны	Все критерии со знаком «плюс» $K = N$	Количество «плюсов» превышает количество «минусов» $0,5 N < K < N$	Количество «минусов» равно или превышает количество «плюсов» $K \leq 0,5 N$
	где K — количество критериев, получивших плюсовую оценку; N — общее количество используемых критериев		
Рекомендуемое решение по вхождению в проект	Положительное	Приобретение малых пакетов акций с постепенным наращиванием доли по мере устранения «минусов» или использование механизма опционов с отлагательными условиями	Инвестирование с отлагательными условиями или отказ от инвестирования

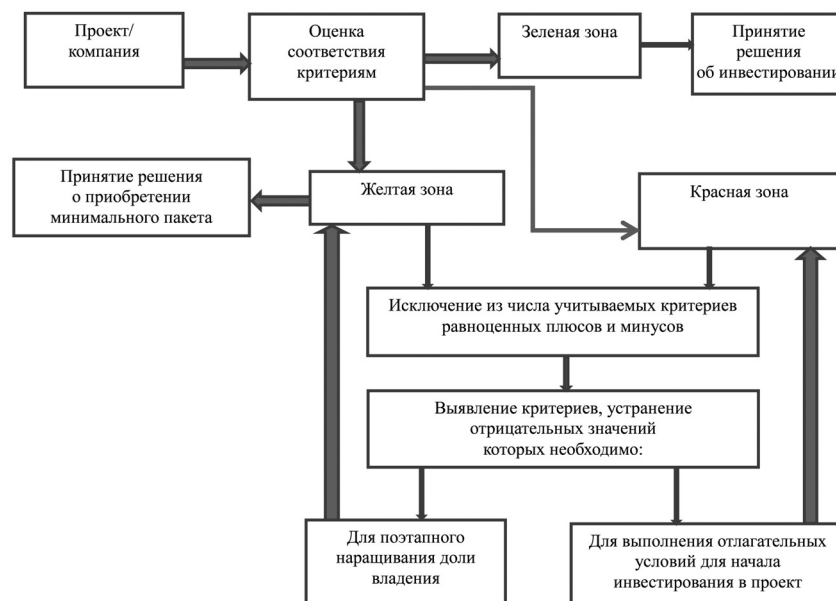


Рис. 1. Блок-схема использования методики отбора проектов

формируется ограниченный перечень своего рода отлагательных условий (как вариант — условий исполнения опциона на приобретение акций) при соблюдении которых инвестирование становится эффективным.

С учетом этого, и в зависимости от соотношения «плюсов» и «минусов», а также указанных отлагательных условий, могут выделены условно «красная», «желтая» и «зеленая» зоны вхождения в проекты скейлап (табл. 4).

Принципиальное отличие желтой от красной зоны:

- по проектам/компаниям, попадающих в желтую зону допустимо приобретение небольших пакетов акций с последующим наращиванием доли владения;
- по проектам красной зоны приобретение акций допускается только после выполнения отлагательных условий, предусмотренных договором опциона или иным соглашением.

В целом основные этапы использования рассмотренной методики отбора проектов можно представить в виде следующей блок-схемы (рис. 1).

Изложенная выше методика отбора позволяет снизить, но не устранить полностью риски проектов, находящихся в «желтой» и «красной» зонах. Их снижению будет способствовать механизм финансирования, позволяющий заместить риски потери капитала рисками потери дохода с капитала (при инвестициях в проекты данной группы). Более подробно данный подход будет рассмотрен в следующем разделе.

Применительно к рассматриваемой методике отметим, что основой подобного механизма замещения потерь капитала может явиться осуществление финансирования проектов «желтой» и «красной» зон за счет дохода, полученного в результате инвестиций в проекты «зеленой» зоны. В результате обеспечивается комплексное решение проблемы снижения рисков проектов «желтой» и «красной» зон, достигаемое как за счет методики отбора, так и за счет устранения рисков потери капитала.

При этом клиентам может быть предложен комплексный продукт, включающий инвестиции в проекты «зеленой» зоны с последующим (полным или частичным) направлением полученного дохода на вложения в проекты «желтой» и «красной» зон.

Минимизация рисков на этапе финансирования

Рисковать не капиталом, а доходом с него

По мнению А. Лебедева, снизить риски вложений в венчурные проекты позволит механизм (реализуемый через смарт-контракт), в рамках которого средства инвесторов размещаются на депозите, а на проект направляется только получаемый с этого депозита доход [8].

Работа не на открытый рынок, а на конкретного заказчика

Показательным в этой связи является анонсированный А. Белоусовым проект «выращивания» стартапов до стадии продажи крупным компаниям, предусматривающий выдачу гранта на развитие, либо субсидирование процентной ставки под поручительство крупной компании, либо ее софинансирование. Основная идея — привлечение к участию в проекте крупных компаний: «либо должно быть намерение о покупке стартапа, либо уже покупка» [9]. В целом данная проблема «открытый рынок vs конкретный заказчик» была обозначена достаточно давно. На существенные различия этих двух подходов обращал внимание еще германский ученый Ганс фон Мангольдт, разделявший при анализе рисков категории «производства на заказ» и «производства на рынок» [10].

В современных условиях в России, где около двух третей стартапов ориентированы на b2b-решения, стартапы более нуждаются скорее в крупных заказчиках, чем в инвестициях. В связи с этим, интерес представляет модель venture builders, работающая не с готовыми стартапами, а предполагающая разработку идеи, основываясь на конкретных запросах от кор-

поративных заказчиков [11]. Очевидно, что наличие гарантированного заказчика позволяет существенно снизить риски стартапов, хотя в тоже время может и ограничить возможности масштабирования бизнеса (если продукт будет иметь эксклюзивный характер).

Избегать завышенных оценок стартапов

Как это ни парадоксально звучит, но завышенная оценка стартапов может оказаться еще более вредной, чем заниженная. Так, привлечение финансирования под завышенную оценку стартапа может существенно ограничить круг потенциальных инвесторов [12]. И причина этого не только в цене как таковой, но и в том, что, как правило, привлечение средств на каждом последующими раунде финансирования осуществляется по более высокой цене. Установление же изначально высокой цены означает, что в будущем ее можно будет только увеличивать, что объективно будет отсекал часть инвесторов, не готовых получать за свои деньги меньшую долю в компании с нерыночной высокой оценкой.

В целом данная проблема (стремление к завышенной оценке) носит системный характер и связана не только с желанием «получить побольше за долю поменьше», но и с тем, что как отмечают специалисты, во многих наших корпорациях пока нет процедур, которые позволят сравнить стоимость стартапа с тем, сколько нужно потратить на разработку собственного решения [13].

Укрупнение стартапов

В данном случае речь идет не о поглощении стартапов крупными игроками — проблемы, которые встают здесь достаточно хорошо известны и связаны, в первую очередь с ограниченным числом компаний, заинтересованных и имеющих возможности для приобретения

стартапов (это Сбер, Яндекс, крупные сотовые операторы и ряд других) [13].

Однако есть и другая сторона данной проблемы, решение которой лежит уже на стороне самих проектных компаний, а не их потенциальных покупателей. Это объединение (слияние) самих стартапов. Разумеется речь идет о компаниях, работающих в близких областях и продукты которых могут взаимно дополнять друг друга. По оценке В. Саковича, «Крупный бизнес хочет работать с соразмерными себе подрядчиками — это нормально, полностью соответствует мировой практике» [14]. В этом случае объединение стартапов в одну компанию позволит вывести на рынок крупных игроков, характеризующихся не только значительным объемом консолидированной выручки и возросшей капитализацией, но и способных предоставить потребителю комплексные решения, например, в области работы с большими данными, кибербезопасностью и т. д.

Выводы

1. При отборе венчурных проектов важен поиск аргументов не только подтверждающих, но и ставящих под сомнение целесообразность финансирования проекта.
2. Механизм принятия решений по отбору проектов может быть упрощен за счет исключения из анализа равных по значимости аргументов «за» и «против».
3. Устранение аргументов «против» через механизм отлагательных условий позволит снизить риски финансирования скейлапов.
4. Замещение рисков потери капитала риском потери дохода с капитала может быть достигнуто за счет финансирования проектов с высоким уровнем рисков (красная и желтая зоны) из доходов, полученных от вложений в проекты с минимальными рисками (зеленая зона).

Список использованных источников

1. https://www.rbc.ru/economics/02/08/2021/61070b8d9a79473e03d8f54a?from=from_main_6.
2. https://www.rbc.ru/technology_and_media/13/04/2021/607478fc9a794731d03611ab.
3. С. А. Красильников. Правила внутрикорпоративной мотивации инноваций// Инновации. 2020. № 11.
4. М. Блауг. Методология экономической науки, или как экономисты объясняют/Пер. с англ.; науч. ред. и вступ. ст. В. С. Автономова. М.: НП «Вопросы экономики», 2004. 416 с.
5. С. А. Красильников. Проблемы корпоративных инноваций и пути их решения//Инновации. 2020. № 1.
6. Д. Медовников. Как заставить работать инновационную систему//Ведомости, 28.07.2021.
7. Эффективное принятие решений. Коллектив авторов. М.: Альпина Бизнес Букс, 2009.
8. А. Лебедев. Банкиры больше не нужны. Блокчейн быстро меняет мировую финансовую систему//Ведомости, 18 мая 2021.
9. Как в пандемию сложилась судьба российских стартапов//Ведомости, 03 июня 2021.
10. Ю. С. Гудий. Понятие неопределенности и риска. <http://nbene.narod.ru/econom/feconom19.htm>.
11. Ведомости, 2 сентября 2020.
12. А. Горный. Как понять, сколько стоит стартап//Ведомости, 28 августа 2020.
13. РБК, 4 марта 2021.
14. В. Сакович. О неустраиваемости российских разработок. https://www.rbc.ru/interview/technology_and_media/04/03/2021/602a80da9a7947cabe097bc7?from=column_1.

References

1. https://www.rbc.ru/economics/02/08/2021/61070b8d9a79473e03d8f54a?from=from_main_6.
2. https://www.rbc.ru/technology_and_media/13/04/2021/607478fc9a794731d03611ab.
3. S. A. Krasilnikov. Rules of intracorporate motivation of innovations//Innovations. 2020. № 11.
4. M. Blaug, The Methodology of Economics: Or, How Economists Explain/Translated from English; edited and narrated by V. S. Avtonomov. M.: Voprosi Ekonomiki, 2004, 416 p.
5. S. A. Krasilnikov. Problems of corporate innovations and ways of solving them//Innovations.2020. № 1.
6. D. Medovnikov. How to make innovative system work//Vedomosti, 28.07.2021.
7. Effective decision making. Group of authors. M.: Alpina Business Books, 2009.
8. A. Lebedev. We don't need bankers anymore. Blockchain quickly changes world financial system//Vedomosti. May 18, 2021.
9. How Russian startups performed during the pandemic//Vedomosti, June 3, 2021.
10. Yu. S. Gudiy. The concept of uncertainty and risk. <http://nbene.narod.ru/econom/feconom19.htm>.
11. Vedomosti, September 2, 2020.
12. A. Gorniy. How one can understand, how much a startup is worth//Vedomosti, August 28, 2020.
13. RBC, March 4, 2021.
14. V. Sakovich. On the lack of demand for the Russian products. https://www.rbc.ru/interview/technology_and_media/04/03/2021/602a80da9a7947cabe097bc7?from=column_1.