

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ РИСКАМИ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ ПРОЕКТОВ ПОВЫШЕНИЯ ЭНЕРГОЭФФЕКТИВНОСТИ

Анастасия Викторовна КОЛЕСНИКОВА¹, к.э.н.

Андрей Александрович ПАНАРИН², д.э.н., доцент

^{1,2}Кафедра экономики, финансов и предпринимательства, Автономная некоммерческая организация высшего образования «Международный банковский институт имени Анатолия Собчака», Санкт-Петербург, Россия

Адрес для корреспонденции: А.В. Колесникова, 191023, Санкт-Петербург, Невский пр., 60.
Т. +79219042695, e-mail: Kolesnikova.spb@gmail.com

Аннотация

В данной статье рассматриваются предпосылки модификации системы, направленной на повышение энергоэффективности зданий и сооружений, а также других проектов «зеленой» экономики, предполагающие разработку специализированных финансовых инструментов и процессов. А также способы формирования системы управления финансовыми источниками и сопутствующими финансовыми рисками.

Влияние неопределенности, характеризующее современное состояние финансовых рынков, требует повышенного внимания к процессам управления рисками, геополитические изменения предполагают повышение актуальности вопросов «зеленой» экономики, проблемы низкой энергоэффективности российских зданий и сооружений обращают внимание на исследование возможностей привлечения ресурсов для их решения, дефицит долгосрочных ресурсов определяет актуальность разработки инструментов, повышающих объемы частного инвестирования в госпроекты. В условиях санкционных ограничений возрастает актуальность повышения эффективности долгосрочных финансовых ресурсов и стабильности деятельности отечественных предприятий и организаций, в частности, при реализации программ повышения энергоэффективности.

Ключевые слова

Банки, финансы, финансовые инструменты, модернизация, риски, модели, энергоэффективность.

UDC 336.7

MANAGEMENT OF INVESTMENT RISKS OF FINANCIAL INSTRUMENTS OF ENERGY EFFICIENCY PROJECTS

Anastasiia Viktorovna KOLESNIKOVA¹, Candidate of economic Sciences

Andrey A. PANARIN², Doctor of Economics, Associate Professor

^{1,2}Department of Economics, Management and Entrepreneurship, Autonomous nonprofit organization of higher education «International Banking Institute named after Anatoliy Sobchak», Saint-Petersburg, Russia

Address for correspondence: A.V. Kolesnikova, 191023, St. Petersburg, Nevsky pr., 60
Т. +79219042695, e-mail: Kolesnikova.spb@gmail.com

Abstract

This article discusses the prerequisites for modifying the system aimed at improving the energy efficiency of buildings and structures, as well as other projects of the "green" economy, involving the development of specialized financial instruments and processes. And also, ways to form a system for managing financial sources and associated financial risks.

The impact of uncertainty, which characterizes the current state of financial markets, requires increased attention to risk management processes, geopolitical changes imply an increase in the relevance of issues of the «green» economy, the problems of low energy efficiency of Russian buildings and structures draw attention to the study of the possibilities of attracting resources to solve them, the shortage of long-term resources determines the relevance of developing tools that increase the volume of private energy investing in state projects. In the context of sanctions restrictions, the relevance of improving the efficiency of long-term financial resources and the stability of the activities of domestic enterprises and organizations is increasing. In particular, in the implementation of energy efficiency programs.

Keywords

Finance, financial instruments, modernization, risks, models, energy efficiency

Введение

Новая геополитическая реальность требует повышенного внимания к проблеме более эффективного использования государственных ресурсов, экономии на издержках и привлечения к участию в госпрограммах частных инвестиций.

При этом текущие кризисы, несущие существенные риски для экономики, не должны негативно отразиться на программах, предполагающих экономию природных ресурсов страны и повышение энергоэффективности сырья. В этой связи исследования, направленные на разработку инструментов, повышающих объемы частного инвестирования в госпроекты, снижение рисков и эффективность ресурсов, являются чрезвычайно актуальными.

Цель и задачи исследования

Необходимо отметить, что в настоящее время основная часть сооружений в стране не отвечает требованиям энергоэффективности, поэтому при реализации программ капитального строительства и ремонта необходимо уделить энергетическим характеристикам зданий повышенное внимание, что в рамках «зеленой» экономики позволит определить позитивные перспективы. Подтверждение этих фактов находим в работе И.А. Кругловой: «В силу капитального характера строительных объектов многие заложенные при их создании технические и экологические решения в дальнейшем не только не могут быть изменены, но и способны оказывать определяющее влияние на

устойчивость, экологичность и безопасность хозяйственной и социальной деятельности» [6].

Инвестиционные потребности в этих секторах очень велики, что требует эффективного распределения государственного финансирования. Но выделяемых государством объемов финансирования сегодня катастрофически не хватает, и поэтому в поддержку указанных программ следует мобилизовать частные финансовые ресурсы.

Поэтому цель исследования сводится к определению финансовых инструментов для финансирования проектов повышения энергоэффективности.

Материалы, методы и объекты исследования

Исследователи Международного банковского института рассматривают «зеленые» финансы в трех основных аспектах – как инструмент решения экологических проблем, предпосылку для создания экологически чистых технологических процессов, продуктов, энергии и производств, а также как основу устойчивых финансов [8].

В настоящее время в «зеленых» экономических исследованиях начали появляться модели инструментов, объединяющих цели госпрограмм и частных инвесторов. В частности, интерес представляют финансовые инструменты энергоэффективности (например, energy efficiency financial instrument – EEFI), внедряемые европейскими странами, которые способствуют решению проблем повышения энергоэффективности зданий и сооружений и снижения инвестиционных рисков путем их разделения. Особенностью подобных инструментов является так называемый грантовый компонент, призванный улучшить подготовку проектов, расширить финансовые источники и стимулировать работы по капитальному ремонту, а также расширить возможности частных хозяйств по реконструкции и новому строительству объектов недвижимости и использованию возобновляемых источников энергии.

В качестве грантовой модели, например, Европейский инвестиционный банк предлагает EEFI, сочетающие гранты и финансовые инструменты в области энергоэффективности.

Отметим, что в настоящее время Европейский инвестиционный банк, выступает как Климатический банк ЕС, формируя важный источник финансирования для инвестиций в энергоэффективность и возобновляемые источники энергии, в то время как в России функции института содействия «зеленым» инвестициям как важного элемента начинающей формироваться

системы мер господдержки «зеленого» финансирования, до настоящего момента не определены [1].

В ЕС такая система функционирует на основании консультативной поддержки Европейской комиссии и включает в себя fi-compass (система консультирования для инвестиционных фондов по финансовым инструментам), JASPERS («Совместная помощь в поддержке проектов в европейских регионах») [2] и Консультативный центр Invest EU. В соответствии со своими целями, Европейский инвестиционный фонд также активно предоставляет гарантии для распределения рисков финансовых посредников в поддержку инвестиций в энергоэффективность и возобновляемые источники энергии малых и средних предприятий.

Рассматриваемые финансовые инструменты предназначены для целей интегрированного управления государственными ресурсами с привлечением финансирования инвестиционных банков, частных инвесторов и финансовых посредников. Они могут быть использованы указанными институтами при разработке их инвестиционных стратегий, обеспечивая взаимодополняемость финансирования и наиболее эффективно используя государственные ресурсы. Распределение снизит инвестиционные риски и будет способствовать расширению круга заинтересованных лиц.

При этом конечные бенефициары должны быть убеждены в преимуществах таких инвестиций и обеспечены эффективным механизмом предоставления как финансовой, так и технической поддержки для осуществления этих инвестиций, поэтому важно реализовать инструмент в комплексе с другими элементами поддержки, включая компонент грантового финансирования для стимулирования и предоставления доступного ресурса конечным бенефициарам.

Финансовые продукты, сочетающие в себе гранты с кредитами в рамках единого финансового инструмента, – относительно новая идея на финансовом рынке. При этом инвестиции в энергоэффективность могут быть структурированы таким образом, чтобы стоимость работ хотя бы частично покрывалась за счет экономии на энергозатратах. Тогда как гранты необходимы для финансирования отдельных частей энергетических проектов, особенно тех, которые имеют низкие или отрицательные значения внутренней нормы прибыли или обусловлены социальным эффектом.

Таким образом, в секторе энергоэффективности гранты могут сочетаться с финансовыми инструментами для целей:

1.Повышения качества проектов путем оказания технической поддержки на прединвестиционном этапе и в соответствии с инвестиционным циклом;

2.Снижения уровня рисков конкретных подsegmentов рынка, таких как частные домохозяйства, проекты в области энергоэффективности с участием малых и средних предприятий и/или энергосервисных компаний;

Кроме того, рассматриваемая модель предполагает

- наличие механизмов управления различными формами поддержки со стороны финансового посредника;

- возможности субсидирования отдельных категорий и направлений;

- механизмы отчетности и контроля.

В России сегодня проблема повышения энергоэффективности переложена исключительно на плечи собственников объектов недвижимости и не отличается гибкостью. Отсутствует также финансовая инфраструктура, которая могла бы обеспечить снижение рисков при финансировании. Модель действующего финансового инструмента, обеспечивающего финансирование капитального ремонта, представлена на схеме 1.



Схема 1 – Финансовый инструмент финансирования капремонта

Решить имеющиеся проблемы может создание системы фондов, аккумулирующих средства различных (как государственных, так и частных) источников на цели повышения энергоэффективности и финансовые инструменты энергоэффективности, сформированные на базе действующей модели с дополнением ее экономически эффективным способом реализации инвестиций в энергоэффективность, при котором для обоснования или определения размера субсидии может быть использовано установление минимальных пороговых значений экономии для обеспечения еще более эффективного использования государственных ресурсов. Этот параметр может быть зафиксирован на уровне, соответствующем конкретным региональным и национальным условиям, таким образом, чтобы он учитывал социально-экономические показатели региона и климатические факторы.

Модель нового финансового инструмента должна сочетать в себе процессы автоматизации, проектирования и внедрения и применяться для предоставления ориентированных на рынок проектов в области энергоэффективности в рамках государственных программ.

Возможно, финансовый инструмент энергоэффективности (ФИЭЭ) должен представлять собой комбинацию кредитного и грантового финансового инструмента, который будет управляться финансовым посредником от имени управляющего органа (владельца основного процесса), действующего либо непосредственно, либо через холдинговый фонд. ФИЭЭ должен предоставляться в рамках государственной программы капитального строительства или ремонта, совместно с фондом регионального развития.

Целями применения такого комбинированного финансового инструмента являются:

- использование ресурсов госпрограмм мобилизации дополнительных инвестиций с целью предоставления недорогих кредитов для финансирования реконструкции соответствующих зданий, с тем чтобы сделать их более энергоэффективными;

- использование гранта в комплексе с кредитом с целью финансирования проектов реконструкции и/или предоставления собственникам зданий и сооружений субсидии по процентной ставке для снижения стоимости заимствования, и/или в целях расширения финансирования малого и среднего предпринимательства и частных лиц.

Основным владельцем процесса должен выступать финансовый посредник, отвечающий за реализацию как кредитного, так и грантового компонента ФИЭЭ. Его роль будет включать в себя маркетинг продуктов, идентификацию конечных получателей, оценку заявок на поддержку и предоставление финансирования в соответствии с правилами государственной поддержки.

Государственное софинансирование в рамках предлагаемого продукта выигрывает в уровне эффективности, поскольку осуществляется в форме инвестиций в конечных получателей.

При реализации описанного инструмента, в рамках контрольных управленческих процессов, целесообразно внедрить систему показателей эффективности проектов с использованием для оценки в динамике таких критериев, как:

- ежегодное потребление первичной энергии (МВт-ч/год);

•общая произведенная возобновляемая энергия (из которых: электричество, тепловая) (МВт-ч/год);

•выбросы парниковых газов (тонны эквивалента CO₂/год) и другие.

Информация по этим показателям в ходе реализации должна обновляться как минимум дважды:

1. При выдаче кредита (или субсидии);

2. При проверке условий предоставления скидки или гранта и определенного предоставления и выплаты скидки/гранта (или принятия решения не конвертировать грант в кредит в случае предоставления финансирования, связанного с эффективностью).

Представляется, что использование таких показателей должно быть достаточным для обеспечения согласования с конкретными целями соответствующего приоритета госпрограммы с ожидаемым вкладом финансового инструмента в достижение конкретных целей, указанных в предварительной оценке. Любые дополнительные потребности должны быть тщательно рассмотрены и четко указаны в соглашении о финансировании.

При этом стандартизированные меры по повышению энергоэффективности должны быть реализованы в соответствии со следующими категориям, входящими в региональную систему капитального ремонта. См. Схему 2.

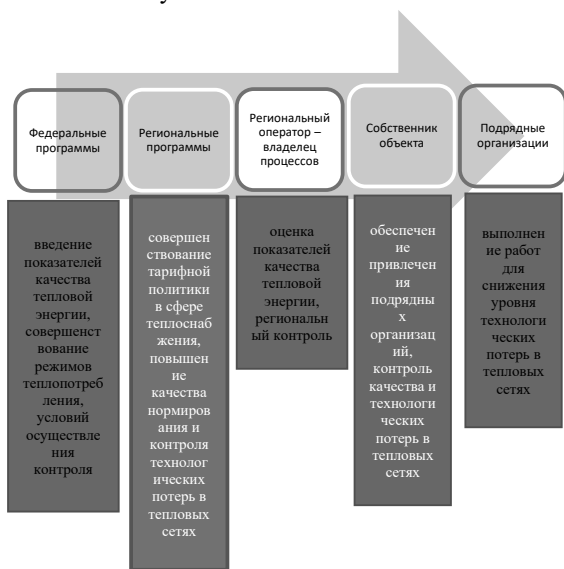


Схема 2 – Категории участников процесса

При этом комбинированные финансовые инструменты имеют ряд преимуществ по сравнению с обычными субсидиями, поскольку объединяют государственные и частные ресурсы. Финансовые инструменты используют государственное финансирование для привлечения инвестиций из частного сектора путем снижения риска инвестиций и определения долгосрочных ориентиров, в то время как возможность оборачиваемости инструментов предполагает, что средства плюс проценты возвращаются и могут быть реинвестированы.

Одна из ключевых проблем связана с принятием решения о том, какой тип инструмента будет наиболее эффективен для различных типов зданий и сооружений. Особенности источников финансирования и типов реконструируемых объектов подразумевают формирование целого ряда финансовых продуктов, которые могут быть использованы для распределения средств и привлечения частных инвестиций от финансовых организаций и соинвесторов. Тип продукта, который должен быть предоставлен, зависит от целей политики и недостатка рынка, который необходимо преодолеть, а также от целевой аудитории и масштаба требуемых инвестиций. Продукты могут быть долговыми или акционерными, а в некоторых случаях могут сочетаться с грантовым финансированием.



Схема 3 – Процесс финансирования

Конечно, наиболее широко используемыми финансовыми инструментами для инвестиций в энергоэффективность являются кредиты, которые как

инструмент, предоставляемый на условиях возвратности, платности и обеспеченности, обладают низким уровнем риска. Конечно, большинство кредитов на проекты, связанные с повышением энергоэффективности, являются необеспеченными, что и делает их менее привлекательными для финансовых институтов. Поэтому кредитные риски проектов повышения энергоэффективности необходимо снижать, распределяя, диверсифицируя или хеджируя их.

Отметим, что в качестве соинвесторов могут выступать как корпорации, госструктуры, финансовые организации, так и частные лица.

Рассмотрим подробнее инструменты, применяемые в европейских странах в качестве лучших практик.

Эстония, как и отечественный жилищно-коммунальный сектор, столкнулась проблемой того, что около 70 % жилого фонда страны было построено между 1960 и 1990 годами, когда показатели эффективности при строительстве были низкими. В результате жилой фонд использует 50 % энергопотребления страны. Для решения этой проблемы Эстония учредила в 2009 году оборотный фонд KredEx, который использует финансы европейских структурных фондов, что позволяет выплачивать 15 %, 25 % или 40 % грантов на реконструкцию в сочетании с льготными кредитами, предлагаемыми национальными коммерческими банками. К концу 2020 года KredEx предоставил финансирование для реконструкции 1615 многоквартирных домов, достигнув в среднем 40 % экономии энергии по сравнению с ожиданиями [9].

В 2008 году Министерство энергетики и окружающей среды Брюсселя запустило «Социальный “зеленый” кредит» – продукт с процентной ставкой 0 % от кредитного кооператива CREDAL, который обеспечивает финансовую поддержку домохозяйствам с низким доходом. В 2012 году схема получила название «Брюссельский “зеленый” кредит», и была создана новая организация, обслуживающая ее реализацию – Energy House, владеющий, соответственно, всеми процессами. Ежегодно на субсидирование процентных ставок по этой программе из регионального энергетического фонда направляется 200 000 евро, а из бюджета регионов – 124 000 евро. За первые пять лет действия программы было распределено более 520 банковских кредитов на сумму более 4,5 млн евро.

Таким образом, в Европе создана мощная инфраструктура поддержки программ повышения энергоэффективности, что позволяет формировать различные инструменты с низким уровнем риска. Наряду с европейскими структурными и инвестиционными фондами, Европейский союз оказывает как

финансовую, так и техническую поддержку для создания новых финансовых инструментов:

- Готовые инструменты – это стандартизированные финансовые инструменты с заранее определенными условиями, предназначенные для быстрого развертывания в государствах-членах, уже совместимые с правилами государственной помощи. К ним относятся кредит на ремонт – кредитный фонд, который создается финансовым учреждением, обеспечивающим не менее 15 % фонда, а остальная часть предоставляется Европейским структурным и инвестиционным фондом (The European Structural and Investment Funds – ESI Funds, ESIFs).

- Европейский инвестиционный банк (ЕИБ) в сотрудничестве с Европейской комиссией и Банком развития Совета Европы реализует программу JESSICA (Совместная европейская поддержка устойчивых инвестиций в городские районы). JESSICA позволяет государствам-членам объединять структурные фонды с другими государственными и частными фондами в фонды городского развития (UDF), которые затем могут быть использованы для предоставления акционерного капитала, займов и гарантий проектов городского развития;

- ЕИБ и Европейская комиссия также реализуют инициативу ELENA (European Local Energy Assistance), которая предоставляет техническую помощь в области энергоэффективности, инвестиционные программы на сумму более 30 миллионов евро. Грант ELENA может финансировать 90 % расходов на техническую помощь и разработку проектов, включая технико-экономическое обоснование и исследования рынка, структурирование программ, бизнес-планы, энергетические аудиты и финансовое структурирование;

- Программа исследований и инноваций Horizon 2020 обеспечивает финансирование безопасной, чистой и эффективной энергии, включая ряд проектов, связанных с эффективными зданиями. Помощь в разработке проектов была предоставлена в рамках программы «Помощь в разработке проектов инноваций, финансируемых с привлечением банковского капитала, и соинвесторов для проектов инвестиций в устойчивую энергетику». Агрегирование, или объединение, проектов, создание новых финансовых инструментов и наращивание потенциала банков и инвесторов в настоящее время поддерживаются в Европе в рамках открытых конкурсов;

- Европейский фонд энергоэффективности (ЕЕЕФ) действует в качестве кредитора для оказания специализированной поддержки местным и региональным органам власти, а также государственным и частным

организациям, действующим от их имени. EEEF осуществляет прямые инвестиции в проекты, организованные и управляемые организациями, связанными с энергоэффективностью и рынками возобновляемых источников энергии, но также может осуществлять обеспечение ресурсами финансовых учреждений, которые могут выступать в качестве посредников для конечных бенефициаров;

- Рассмотренная ранее fi-compass – платформа, используемая для оказания консультативных услуг по финансовым инструментам в рамках ESIF, обеспечивает доступ к статистике, страновым данным и руководствам, справочникам и тематическим исследованиям финансовых инструментов, ряд из которых связан с энергоэффективностью;

- Интегрированный территориальный инвестиционный инструмент (ИТИ) – это инструмент, введенный в период 2014–2020 гг. для реализации территориальных стратегий, нуждающихся в финансировании из разных источников. Например, сочетание инвестиций в модернизацию энергоэффективности с обучением персонала;

- Наконец, Interreg Europe поддерживает обмен знаниями между европейскими регионами, помогая регионам создавать новые финансовые инструменты и совершенствовать существующие. Помимо финансирования проектов, программа финансирует экспертные обзоры для объединения необходимых экспертных знаний с целью оказания поддержки регионам, которые желают улучшить свои финансовые инструменты.

Кроме того, для нашей страны в настоящее время интерес представляет модель, предполагающая кредитование банками капитального ремонта зданий и сооружений, предусматривающая предоставление кредита напрямую исполнителю услуг – подрядной организации, производящей работы по капитальному ремонту. Такая организация не является владельцем процесса, а значит, и не управляет специальным счетом (см. Схему 2), поэтому для снижения рисков невозврата кредита целесообразно использование счета эскроу [5].

Реконструкцию недвижимости в части повышения энергоэффективности будет целесообразно произвести в соответствии:

- со ст. 168 ЖК РФ. Региональная программа капитального ремонта общего имущества в многоквартирных домах [3].

- с Федеральной программой капитального ремонта школ (Капитальный ремонт образовательных учреждений производится во исполнение государственной программы Российской Федерации «Развитие

образования»[4], реализация которой рассчитана с 2022 по 2026 г.), и других элементов общественной инфраструктуры, требующих повышения их энергоэффективности.

Результаты исследования, выводы

Как справедливо отмечает А.В. Затевахина, «“Зеленые” инициативы и программы развитых стран являются вызовом, ответ на которые требует модификации процессов разработки политических, экономических и социальных решений, уточнения состава индикаторов экономической безопасности в соответствии с корректировкой национальных стратегических приоритетов в изменяющемся мире» [7].

В качестве конкретных мер по созданию финансовой инфраструктуры, ориентированной на создание финансовых инструментов вложения средств всех категорий инвесторов в проекты повышения энергоэффективности объектов недвижимости в современных российских условиях, можно рекомендовать, например, формирование при финансовых организациях кредитных фондов, которые создаются финансовыми учреждениями, обеспечивающими не менее 15 % фонда, а остальная часть предоставляется за счет средств соответствующей федеральной программы капремонта.

Таким образом, формирование финансовой инфраструктуры, призванной содействовать созданию широкого спектра финансовых инструментов, используемых для вложения средств всех категорий инвесторов в проекты повышения энергоэффективности объектов, должно стать в ближайшей перспективе первоочередным приоритетом реализации, поскольку именно она даст возможность формирования широкого спектра финансовых инструментов управления процессами модернизации и реконструкции объектов в рамках программ повышения энергоэффективности, а также других проектов, связанных с «зеленой» экономикой.

Список источников

1. Андреева О.В., Мелехова М.А., Туриченко Л.П., Чернобай О.С. Финансовые институты и инструменты «зеленой» экономики / Ростовский государственный экономический университет (РИНХ)// *Фундаментальные исследования*, № 8, 2020. С. 7–11.

2. Eureporter [Электронный ресурс]. URL: <https://ru.eureporter.co/frontpage/2018/01/12/jaspers-regional-support-by-the-commission-and-the-eib-needs-better-targeting-say-eu-auditors/> (дата обращения 01.03.2023).

3. «Жилищный кодекс Российской Федерации» от 29.12.2004 N 188-ФЗ (ред. от 21.11.2022) (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.03.2023).

4. Постановление Правительства РФ от 26 декабря 2017 г. N 1642 «Об утверждении государственной программы Российской Федерации “Развитие образования”».

5. Федеральный закон «О Фонде содействия реформированию жилищно-коммунального хозяйства» от 21.07.2007 N 185-ФЗ.

6. **Круглова И.А., Плотников В.А.**, «Зеленое» строительство как направление обеспечения глобальной экономической безопасности // Ученые записки МБИ, № 1 (23), 2018. С. 18–31.

7. **Затсвахина А.В.** Экономические интересы в системе национальной безопасности: устойчивое развитие и «зеленый» переход: монография. – Санкт-Петербург: Астерион, 2021. – 162 с.

8. «Зеленые» финансы: процесс развития и перспективы трансформации/ Под общей ред. Л.С. Кабир и М.В. Сиговой. – М. – СПб.: Изд-во МБИ, 2020. С. 214.

9. По данным сайта KredEx [Электронный ресурс]. URL:<https://www.kredex.ee/et/riskikapital> (дата обращения 01.03.2023).

References

1. **Andreeva O.V., Melekhova M.A., Turichenko L.P., Chernobay O.S.** Financial Institutions and Instruments of the «Green» Economy/ Rostov State University of Economics (RINH) // Fundamental research, No 8, 2020. P.7–11.

2. Eureporter [Elektronnyi resurs]: URL:<https://ru.eureporter.co/frontpage/2018/01/12/jaspers-regional-support-by-the-commission-and-the-eib-needs-better-targeting-say-eu-auditors/> (date of circulation 01.03.2023).

3. «Housing Code of the Russian Federation» dated 29.12.2004 N 188-FZ (as amended on 21.11.2022) (with amendments and additions, entered into force on 01.03.2023).

4. Resolution of the Government of the Russian Federation dated December 26, 2017 N 1642 «On Approval of the State Program of the Russian Federation “Development of Education”».

5. Federal Law «On the Fund for Assistance to reforming the housing and communal services» dated 21.07.2007 N 185-FZ.

6. **Kruglova I.A., Plotnikov V.A.** «Green» construction as a direction of ensuring global economic security // MBI Scholarly Notes, No. 1 (23), 2018. P. 18–31.

7. **Zatevakhina A.V.** Economic interests in the system of national security: sustainable development and «green» transition: monograph. St. Petersburg: Asterion, 2021. 162 p.

8. «Green» finance: the process of development and prospects for transformation. Ed. by L.S. Kabir and M.V. Sigova. – M. – SPb.: Izd-vo MBI, 2020. P. 214.

9. According to the site KredEx [Electronic resource]. URL:<https://www.kredex.ee/et/riskikapital> (date of circulation 01.03.2023).