

## МІЖНАРОДНА ЕКОНОМІКА І ЗМІНИ ГЕОЕКОНОМІЧНОГО ПРОСТОРУ

УДК 339.727

### ІНВЕСТИЦІЙНІ РИЗИКИ НА СВІТОВОМУ РИНКУ АЛЬТЕРНАТИВНОГО ФІНАНСУВАННЯ

DOI 10.30838/ P.ES.2224.250918.5.223

Апальков С. С.

*Дніпровський національний університет імені Олеся Гончара, м. Дніпро*

Активний розвиток світового ринку альтернативного фінансування зумовив дискурс щодо інвестиційних ризиків, пов'язаних із специфікою цього типу інвестування. Проведене дослідження показало, рівноправне кредитування та краудінвестинг можуть забезпечувати хороші можливості для портфельних інвестицій, проте мають низку специфічних ризиків, які поділяються на фінансові, операційні та стратегічні. В роботі визначено, що рівноправне кредитування займає ключову частку на глобальному ринку альтернативного фінансування. Краудінвестинг забезпечує переважно фінансування для стартапів та молодих компаній, і в зв'язку з цим є дуже уразливим до ризику банкрутств та не виплати дивідендів. Крім того, виявлено, що усі моделі альтернативного фінансування мають особливі ризики, пов'язані із інформаційною асиметрією та інформаційними каскадами, що зумовлено специфікою функціонування соціальних мереж. Оскільки краудфандингові інвестиції є високо ризикованими диверсифікація портфеля тут набагато важливіша, ніж для більш безпечних інвестиціях на традиційному ринку капіталів.

**Ключові слова:** ринок альтернативного фінансування, краудінвестинг, краудфандинг, рівноправне кредитування, акціонерний краудфандинг, інвестиційний ризик

UDC 339.727

### INVESTMENT RISKS IN THE GLOBAL ALTERNATIVE FINANCE MARKET

DOI 10.30838/ P.ES.2224.250918.5.223

Apalkov S.

*Oles Honchar Dnipro National University, Dnipro*

The active development of the world market for alternative finance has led to a discourse on investment risks associated with the specifics of this type of investment. The study showed that P2P lending and crowdinvesting can provide good opportunities for portfolio investments, but there are a number of specific financial, operational and strategic risks. The paper states that peer-to-peer lending plays a key role in the global

market of alternative finance. It is determined that crowdfunding provides mainly financing for start-ups and young companies, and in this regard is very vulnerable to the risk of bankruptcy and non-payment of dividends. In addition, it has been found that all alternative finance models have particular risks associated with information asymmetry and information cascades, due to the specifics of the functioning of social networks. Since craftfunding is highly risky, portfolio diversification in this case is far more important than a more secure investment in the traditional capital market.

**Keywords:** alternative finance market, crowdfunding, P2P lending, equity based crowdfunding, investment risk

**Актуальність проблеми.** Ринок альтернативного фінансування - це швидко зростаюча галузь, яка пропонує високі прибутки але й більші ризики, ніж традиційні інвестиційні активи. Наразі існує багато моделей альтернативного фінансування, але з точки зору фінансового прибутку, найбільш розповсюдженими є рівноправне кредитування (P2P lending) та акціонерний краудфандинг або краудінвестинг (equity based crowdfunding).

Краудфандинг активно обговорюється як приваблива інвестиційна модель протягом останніх кількох років, але точної статистики про ризики наразі практично відсутні, тому що ринок є дуже новим. Незважаючи на відсутність даних та публічні застереження про ризики, ринки альтернативного фінансування швидко розвиваються і цей тренд високо ймовірно збережеться і в майбутньому. В цьому контексті дослідження ризикованості світового ринку альтернативного фінансування є дуже актуальним питанням.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Проблематику розвитку світового ринку альтернативного фінансування активно вивчає Кембріджський центр альтернативного фінансування при Кембріджському університеті у Великобританії і публікує щорічні звіти про стан розвитку цих ринків щодо усіх регіонів світу [1]. Серед зарубіжних вчених, які працюють в цій сфері, також можна зазначити Турана [2], Моліка [3], Елоїса [4] та ін. Питаннями розвитку краудфандингу в Україні займаються такі дослідники як Отливаньська Г.А. [5], Васильчук І. П. [6], Ценклер Н. И., Панько М. В., Огородник В. О., Макарович В. К. [7], Києвич А. В., Койп А. Д. [8], Болдарук Д. Ю. [9], Аккерман К. [10] та інші.

Зазначені джерела переважно фокусуються на описі динаміки розвитку ринку альтернативного фінансування, та особливостях моделей, що формуються платформами під потреби інвесторів і споживачів. Водночас, питання інвестиційних ризиків, пов'язаних з краудфандинговим інвестуванням слабо висвітлено в наявній літературі і потребує комплексного дослідження.

**Мета роботи.** Мета статті – дослідити інвестиційні ризики, які виникають на світовому ринку альтернативного фінансування та порівняти їх з тими, що виникають при застосуванні традиційних інвестиційних моделей.

**Викладення основного матеріалу дослідження.** Під впливом цифрових технологій ринок альтернативного фінансування найбільш динамічно розвивається в Азіатсько-Тихоокеанському регіоні. На другому місті іде Американський континент, переважно завдяки США. Європа значно поступається в цьому контексті і представлена на третьому місті (табл. 1).

*Таблиця 1 – Показники розвитку альтернативного фінансування у регіональному розрізі*

Регіон	Од. виміру	2013	2014	2015	2016	Середній приріст зростання, %
Європа (в т.ч. Великобританія)	EUR (b)	1,127	2,833	5,431	7,671	89,51%
Америка (в т.ч. США)	EUR (b)	3,24	9,65	29,98	31,81	114,13%
Азія та Океанія (в т.ч. Китай)	EUR (b)	4,13	20,29	94,61	221,66	277,21%

*Джерело: [1]*

Серед країн найбільш розвиненими ринками альтернативного фінансування відрізняються Китай, США та Великобританія. Цікаво, що кожна з них є відповідним представником свого континенту.

Рівноправне кредитування займає ключову частку на глобальному ринку альтернативного фінансування – 95% в 2017 році (розраховано автором на основі даних звітів Кембріджського центру альтернативного фінансування [1]).

Рівноправне кредитування (P2P lending) - одна з форм кредитування фізичних і юридичних осіб, при якій відсутній посередник, а кредитори надають кошти позичальникам безпосередньо через онлайн-платформу для оптимізації витрат. Цей вид альтернативного фінансування дозволяє

об'єднувати інтереси тисяч зацікавлених економічних агентів через гнучку систему відсоткових ставок по різним кредитам, що представлені на краудфандинговій платформі.

Сектор рівноправного кредитування переживає стабільний інтенсивне зростання в розвинених країнах Європи та Північної Америки. Зміни в сферах економіки, технологій і інвестування підняли значимість мереж P2P на новий рівень в останні десять років, починаючи з глобальної кризи 2008-2009 рр. Саме в цей період спостерігається істотне скорочення кредитування банками. Більш того, згідно з даними Reuters, в період між 2008-2015 рр. банки сумарно виплатили близько 235 млрд. дол. штрафів за порушення (маніпуляції процентними ставками, валютними курсами, приховування інформації, інсайдерська торгівля) [12].

Завдяки доступності, швидкості та дешевизні запозичень так званого «рівноправного кредитування» ця модель стала привабливою для малих та середніх підприємств, які через брак кредитної історії або низькі кредитні рейтинги не могли отримати необхідну суму запозичених ресурсів за прийнятною процентною ставкою за допомогою традиційних каналів. Таким чином, сформувався окремий тип рівноправного кредитування - це *рівноправне кредитування бізнесу*. Ця модель передбачає залучення коштів через Інтернет-платформу малими та середніми підприємствами для збільшення обігових коштів та інвестування. Саме через те, що метою залучення таких бізнес кредитів дуже часто є реалізація інвестиційних та інноваційних проектів, тому ця модель вважається однією з форм краудфандінгу.

За словами Дегріса та співавт. (2012 р.) [17], у голландських МСП доступ до фінансових ринків обмежений, і тому рішення щодо структури капіталу в більшості випадків обмежуються вибором між боргом (банківськими позиками) та капіталом. На відміну від МСП великі корпорації мають набагато більше можливостей щодо вибору джерел фінансування, тобто приватного боргу чи державного боргу (нуль-купонні облігації, конвертовані облігації тощо). В країнах з нерозвиненим ринком альтернативного фінансування через обмежені фінансові джерела для МСП, банки є основним джерелом фінансування, і на практиці рішення щодо фінансування МСП переважно обмежуються вибором між банками. Зазвичай посередник, який обслуговує онлайн

платформу, що пропонує рівноправне кредитування, не бере на себе жодного кредитного ризику та бере комісію за свої послуги. Проте в деяких країнах світу позикові кредити для підприємств та приватних осіб набувають популярності, і цим скористалися краудфандингові платформи. В результаті сума кредиту безпосередньо вираховується з балансу установи, що обслуговує онлайн-платформу. Таким чином, онлайн-платформа цієї моделі є кредитором щодо позичальників - фізичних осіб, малих та середніх підприємств, зареєстрованих на платформі. Така модель дістала назву *балансового кредитування* (Balance Sheet Lending). Кредитування P2P забезпечує фінансові операції, укладені безпосередньо між інвесторами та підприємцем і мають певні переваги для обох сторін фінансової угоди (табл. 2).

На локальних ринках деякі платформи спеціалізуються на споживчих кредитах, інші - на бізнес-позиках або на тих та інших.

*Таблиця 2 – Переваги рівноправного кредитування для позичальника і інвестора*

<b>Позичальник</b>	<b>Інвестор</b>
Може отримати кредитування, навіть якщо банк відмовив	Вища ставка доходу
Нижче ставка по кредиту	Можливість стати учасником ринку капіталу навіть із невеликою сумою коштів
Кредит без застави	
Гнучкі умови, швидке рішення, менші витрати на управління	

*Джерело: розроблено автором*

Щодо акціонерного краудфандингу або як деякі економісти говорять краудінвестинг, то слід зазначити, що його дослідники порівнюють з інвестиціями в акції стартапів, тобто новостворених компаній. Такі інвестиції мають два джерела доходу: дивіденди та приріст капіталу. Як зазначає Туран (2015, [2]) більшість нових підприємств та стартапів банкрутують, тому вірогідність того, що інвестор втратить весь інвестований капітал набагато більше, ніж того, що він отримає прибуток. Ці підприємства також дуже рідко платять дивіденди. Навіть успішні інвестиції навряд чи отримають будь-які дивіденди протягом багатьох років. Прибутки, як правило, інвестуються в компанію, щоб забезпечити подальше зростання та збільшення вартості. Торгівля частками можлива лише безпосередньо між покупцями та продавцями, тому в майбутньому може бути важко або неможливо продати інвестиції. Існує ризик

розбавлення акцій, якщо компанія збільшить капітал пізніше залишити ваші інвестиції, щоб зменшити частку власного капіталу.

Туран (2015, [2]) розбив цикл ризиків, що виникають при інвестуванні на краудфандингових платформах в залежності від стадії (від попереднього запуску до завершення етапів (див. табл. нижче). У період запуску інвестор має мати всю необхідну інформацію для оцінки інвестиційних ризиків. Це період часу, коли потрібно бачити презентацію проекту (pitch), інформацію щодо суми інвестицій, і відсотку вже профінансованої частини, а також кількості інвесторів.

Туран також вказує, що через високий ризик інвестицій в стартапи інвестори не бажають робити дорогої експертизи (due diligence). Крім того, вони не мають достатньої інформації для порівняння. Підприємства, які не оновлюють інформацію про реалізацію проекту та виконання запланованих фінансових показників, можуть вдаватися до шахрайства та зловживань з коштами інвесторів.

*Таблиця 3 – Типи інвестиційних ризиків краудінвестингу*

Ризик/Стадія	Фінансовий ризик	Операційний ризик	Стратегічний ризик
Попередній запуск			
Запуск кампанії	1) низька обізнаність з проектом, 2) невизначеність щодо майбутніх виплат, 3) оцінка та рентабельність інвестицій, 4) відсутність аналогів для порівняння		1) диверсифікація, 2) інформаційна асиметрія, 3) альтернативна вартість
Після запуску		1) ризик доставки (виплати)	
Реалізація	1) відстеження ефективності	1) управлінські проблеми	розбавлення акцій
Вихід	1) ліквідність		

*Джерело: складено автором на основі [2]*

Оскільки ці компанії не в лістингу, вони не зобов'язані надавати фінансові чи операційні дані. Також інвестори відкриті для ризику того, що компанія не веде належним чином бухгалтерський облік та не проводяться аудиторські перевірки.

Виходячи з вище наведеного, ми можемо зробити висновок, що існує чотири різних види основних ризиків, які пов'язані з краудфандингом:

1. Втрата вкладеного капіталу
2. Неможливість продажу акцій на відкритому ринку
3. Можливість розбавлення пакету акцій
4. Нечасті і малоймовірні дивіденди

Також слід враховувати й інші ризики такі як шахрайство, вибір обсягу інвестування, високі витрати управління, конфлікт інтересів.

*Шахрайство*, напевно, сама широкообговорювана тема в критиці краудфандингу. Проблема в тому, що інвестування коштів спонсорами відбувається через інтернет-платформи. Не існує особистого контакту між власником засобів і власником ідеї. Доступна лише та інформація, яка представлена на сайті бізнес-проекту.

В даний час наявність соціальних мереж дозволяє навести довідки про представника тієї чи іншої бізнес ідеї і прийняти рішення про інвестування грошей. Більш того, більшість краудфандінгових платформ вже володіють системами ідентифікації шахрайських проектів. А в зв'язку зі зростаючою кількістю таких платформ і збільшуючою конкуренцією, в майбутньому очікується тільки поліпшення таких систем.

*Вибір обсягу інвестування.* Іншою проблемою є труднощі з розрахунком обсягів інвестування в бізнес проект і неможливість передбачити прибуток від реалізації продукту. Звичайна практика має на меті виставлення ідеологом суми, необхідної для реалізації проекту, ще до того, як процес зрушиться з точки. Але ця сума може не збігтися з практично необхідною і бізнесу будуть потрібні додаткові інвестиції.

Потенційним вирішенням цієї проблеми, як відбувається на деяких платформах, є надання гнучкої політики щодо запитуваної суми з боку власника проекту. Сума може змінюватися в ході виконання бізнес плану і збору коштів. Інше рішення - самостійно встановлювати розмір платежів і частки акцій в активі компанії, щоб спонсори могли маніпулювати конкретними альтернативами.

*Високі витрати управління.* У випадках успішного розвитку проектів, багато спонсорів будуть залучені в бізнес на тому чи іншому рівні. Вони можуть забезпечити ідеолога порадами по просуванню продукту: його форми, ринків для поширення і ціною. Але в той же самий

час вони очікують якийсь відгук від підприємця, якому довірили свої кошти. Прийняття рішень про подальший розвиток проекту є загальним процесом. Багато з власників акцій можуть бути поза географічної досяжності, що робить неможливим проведення зборів (Само по собі проведення голосувань з величезною кількістю людей важко проводити).

*Конфлікт інтересів.* Після того як в управлінні проектом бере участь не тільки підприємець, але і інвестори, можуть виникнути конфлікти інтересів щодо шляхів розвитку бізнесу. Для вирішення цієї проблеми деякі платформи пропонують проінвестувати 50% суми, необхідної для реалізації проекту самим підприємцем. Він стає володарем контрольного пакету акцій компанії і не має проблеми при прийнятті рішень щодо розвитку бізнесу.

Одна з переваг краудфандингу - те, що підприємець має можливість отримувати інформацію про потенційний попит на ринку краудфандингу. Це можливо, якщо краудінвестори також є споживачами. Підприємець може прийняти рішення продовжувати або зупинити проект, засновуючись на інформації зібраної в ході залучення інвестицій. Варто зазначити, що така інформація не може бути отримана під час взаємодії, наприклад, з бізнес-ангелами. Проте краудфандинг може генерувати більш високий операційний ризик, так як проект може зазнати невдачі, якщо підприємець не оцінить обсяг необхідного капіталу.

В рамках краудфандингу оцінка перспектив проекту проводиться тільки самим підприємцем і частково інтернет-майданчиком. При фінансуванні бізнес-ангелами, вони теж проводять оцінку перспектив проекту, що позитивно позначається в майбутньому. Також, якщо це необхідно вони можуть вливати додатковий капітал.

Армін Швінбахер [12] в своїй роботі показує, що компанії, які фінансуються краудінвесторами, можуть генерувати операційний ризик форми, відмінної від форм ризику компаній, що фінансуються за рахунок прямих інвестицій.

По-перше, компанії, що фінансуються краудінвесторами, не розглядалися професійними інвесторами і їх бізнес-плани не вивчаються, як це відбувається при фінансуванні бізнес-ангелами. Оцінка виробничих витрат та операційної ефективності ґрунтується виключно на оцінці засновників. Це створює додаткові ризики. По-друге, бізнес-ангели можуть вводити додаткові кошти, якщо витрати виявляються вище



очікуваних. Використовуючи краудфандинг, підприємці можуть розраховувати тільки на подальше фінансування тільки за умови досягнення більш відчутних результатів. У підсумку в зв'язку з обраною формою фінансування підприємці можуть мати різні співвідношення ризику і прибутковості.

Стартапи є об'єктами інвестицій надзвичайно високого ризику. Успіх і невдачі важко передбачити, але інвестори повинні з'ясувати, що вони знають про компанію, і чи ця інформація говорить про слабкі місця або навпаки можливості успіху. Можна оцінити початкові підприємства, розглядаючи такі чинники, як команда менеджменту, наявність привабливого ринку, привабливість нового продукту чи послуги, чітке підтвердження інтересу клієнтів, наявність коштів у компанії, демонстрація потенціалу раннього зростання, гнучкість у стратегії і потенціал для виплати заробітної плати (Кузумано 2013, [13]).

Найпоширеніша аксіома інвестування, що чим більший ризик, тим вище прибуток або збиток. Оскільки ці інвестиції є високо ризикованими диверсифікація портфеля тут набагато важливіша, ніж у більш безпечних інвестиціях. Адже, тут не існує контролю над бенефіціарами, і інвестори не мають передумов, щоб глибоко проаналізувати ринкові умови для стартапу та фактори ризику. В цьому контексті важливою стає роль платформ, тому що саме вони здійснюють попередній аналіз проектів і показують можливі напрямки інвестування. Отже, інвестори повинні довіряти платформам, що компанії є автентичними та були обачливо оцінені. Наприклад, фінська краудфандингова платформа Innovestor вирішує цей ризик, пообіцявши інвестувати у всі компанії, які вони вирішили підтримувати на своїй платформі (Innovestor 2017 [14]).

У процесі інвестування беруть участь багато психологічних чинників. Тільки успіх кампанії з фінансування не може бути показником успіху в майбутньому, хоча це приваблює більше людей для інвестування під час кампанії. За даними Молика (2014, [15]), існує чіткий зв'язок між розміром соціальної мережі та успіхом фінансової кампанії. Швидше за все, успішна кампанія матиме вдачу з великою кількістю прихильників у Facebook. Іншим позитивним фактором для кампанії є хороша презентація (pitch) та відеоматеріали в ній.

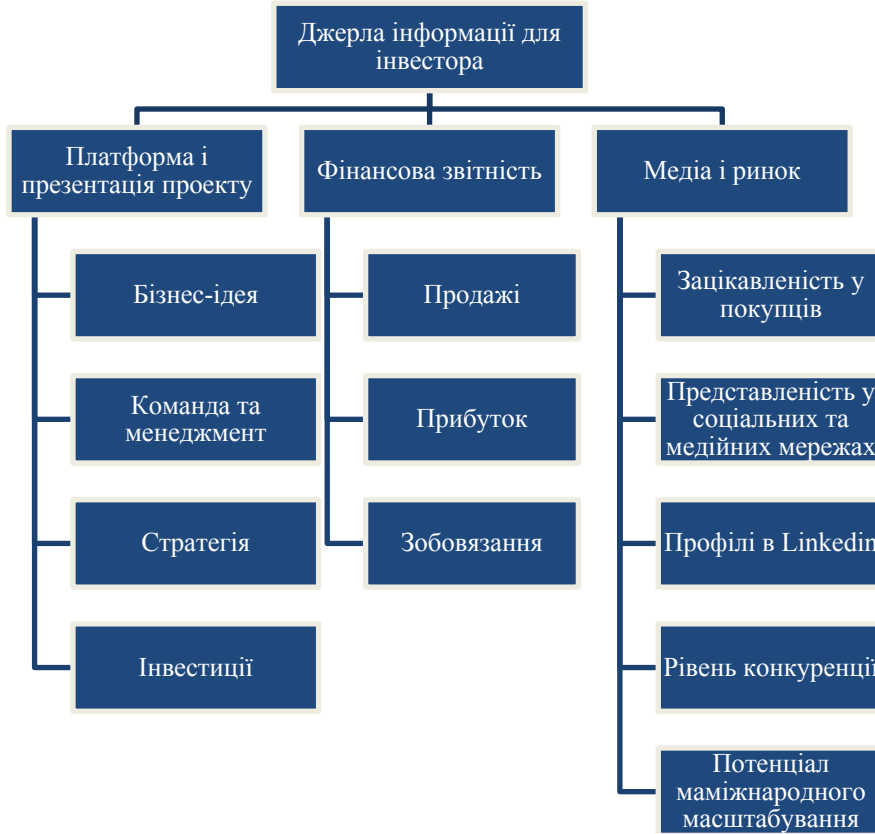


Рис. 1. Джерела інформації для прийняття інвестиційних рішень

Джерело: складено автором

Це означає, що інвестори можуть зосередитись на абсолютно інших фактах, ніж, наприклад, фінансові дані підприємства, або оцінці ринку та працівників підприємства. Джерела інформації для інвесторів краудфандингу представлені на рисунку вище.

Бернстейн в своїй роботі (2010, [16]) обговорює, як вимірювати ризики інвестицій та як досліджувати їх можливу доходність. З часом, по мірі накопичення даних, можна буде проаналізувати тенденції та обчислити ймовірну ставку прибутковості. Але наразі отримання доходу з краудфандингу - це скоріше про вдачу, аніж вміння будувати портфель інвестицій. Аналіз історичних даних також показує, що чим довше утримуються в портфелі акції, тим меншим є ризик збитків. За словами Бернстайна, середні інвестори, ймовірно, виберуть акції від компаній привабливих секторів, наприклад, у галузях технології. Оскільки майбутнє неможливо передбачити, портфель інвестора повинен бути максимально диверсифікованим. Гроші мають бути розподілені між активами, які працюють у різних галузях промисловості, щоб мінімізувати будь-які невдачі в майбутньому.

**Висновки.** Таким чином, світовий ринок альтернативного фінансування може забезпечувати хороші можливості для портфельних інвестицій через низький бета показник (співвідношення з традиційним ринком). Однак, рівноправне кредитування, краудінвестинг та інші моделі мають низку специфічних ризиків, які поділяються на фінансові, операційні та стратегічні і потребують ретельної уваги на усіх стадіях альтернативного фінансування.

Якщо для традиційних інвестицій метою диверсифікації портфелю є дуже часто управління доходністю, то у випадку з альтернативним фінансуванням це ключова вимога для мінімізації ризику. Також важливою є якість і професійність самих онлайн платформ, які здійснюють попередній аналіз краудфандингових проєктів перед представленням їх інвесторам.

Подальших комплексних досліджень потребують особливо ризики, що виникають на стадіях реалізації і виходу з краудфандингових проєктів (пов'язані з інформаційною асиметрією, інформаційними каскадами, тощо), адже через молодість індустрії саме вони є найменш вивченими.

#### СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ:

1. Tania Ziegler, Rotem Shneor, Kieran Garvey, Karsten Wenzlaff, Nikos Yerolemou, Rui Hao, Bryan Zhang "Expanding Horizons: The 3rd European Alternative Finance Industry Report". 2016. p. 123. / Available at: [https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user\\_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2018-ccaf-exp-horizons.pdf](https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2018-ccaf-exp-horizons.pdf).
2. Turan, S. (2015). Financial Innovation - Crowdfunding: Friend or Foe? *Procedia – Procedia Social and Behavioral Sciences*. Vol. 195 (3). Elsevier Ltd. pp. 353-362.
3. Mollick, E. (2014). The dynamics of crowdfunding: An exploratory study - *Journal of Business Venturing*. Vol. 29. (1). (Ed.) G. Cassar. Elsevier Inc.
4. Alois, J. (2016). Seedrs Drives IRR of 14.44% for Investors Since 2012. 07.09.2016. *Crowdfund Insider*.
5. Отливанская Г. А. «Перспективы и возможности применения краудфандинга в инвестиционной деятельности предприятий Украины» // *Проблеми економіки* № 2, 2017. С. 276-280.
6. Васильчук І. П. Краудфандинг як феномен постіндустріальної економіки // *Ефективна економіка*. 2013. № 11. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=2500&p=1>.

7. Ценклер Н. И., Панько М. В., Огородник В. О., Макарович В. К. Краудфандинг в Украине: специфика учета. *Sustainable Development*. 2015. Vol. 3 (24). С. 38–42.
8. Киевич А. В., Койп А. Д. Краудинвестинг как альтернативная модель финансирования инвестиционного проекта. *Экономика и банки*. 2016. № 1. С. 58–65.
9. Болдарук Д. Ю. Краудфандинг как новый источник финансирования инновационной деятельности в сельском хозяйстве // *RJOAS*. 2015. № 6 (42). URL: [https://rjoas.com/issue2015-06/article\\_03.pdf](https://rjoas.com/issue2015-06/article_03.pdf)
10. Аккерман К. Краудфандинг як фінансовий інструмент. URL: [http://ufin.com.ua/analit\\_mat/sdu/139.htm](http://ufin.com.ua/analit_mat/sdu/139.htm)
11. В Украине активно развивается альтернативное финансирование Корреспондент.biz, 5 марта 2018, [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://korrespondent.net/business/financial/3946397-v-ukrayne-aktyvno-razvyvaetsia-alternatyvnoe-fynansyrovanye>.
12. Schwienbacher, Armin, *Entrepreneurial Risk-Taking in Crowdfunding Campaigns* (April 30, 2015). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2506355> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2506355>.
13. Cusumano, M. (2013). *Evaluating a Startup Venture: Considering the key elements of successful startups - Technology Strategy and management*. Vol. 56 (10). pp. 26-29.
14. Innovestor. (2017). <http://innovestorgroup.com/investors/> (30.03.2017)
15. Mollick, E. (2014). *The dynamics of crowdfunding: An exploratory study - Journal of Business Venturing*. Vol. 29. (1). (Ed.) G. Cassar. Elsevier Inc.
16. Bernstein, W. J. (2010). *The Four Pillars of Investing: Lessons for Building a Winning Portfolio*. New York: McGraw-Hill.
17. Ferdi van Benthem «Alternative finance: the determinants of alternative finance adoption for Dutch SMEs and the implications for capital structure theory» / University of Twente. Faculty of behavioural, management and social sciences. Master thesis. May 2016. – p. 42.