



ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑ
**Εθνικόν και Καποδιστριακόν
Πανεπιστήμιον Αθηνών**
— ΙΔΡΥΘΕΝ ΤΟ 1837 —

ΝΟΜΙΚΗ ΣΧΟΛΗ

Π.Μ.Σ: ΕΜΠΟΡΙΚΟ ΔΙΚΑΙΟ
ΕΙΔΙΚΕΥΣΗ: ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΑΚΟ ΕΤΟΣ: 2021-2022

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ
της Δέσποινας Μάγγελ του Ιωάννη
Α.Μ.: 7340122102009

**Η Συμμετοχική Χρηματοδότηση
και ο Κανονισμός 2020/1503/ΕΕ**

Επιβλέπουσα:

Χριστίνα Λιβαδά, Επίκουρη Καθηγήτρια, Τμήμα Νομικής, ΕΚΠΑ

Αθήνα, 31.10.2022

Copyright © [Δέσποινα Μάγγελ, 31.10.2022]

Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights reserved.

Απαγορεύεται η αντιγραφή, αποθήκευση και διανομή της παρούσας εργασίας, εξ ολοκλήρου ή τμήματος αυτής, για εμπορικό σκοπό. Επιτρέπεται η ανατύπωση, αποθήκευση και διανομή για σκοπό μη κερδοσκοπικό, εκπαιδευτικής ή ερευνητικής φύσης, υπό την προϋπόθεση να αναφέρεται η πηγή προέλευσης και να διατηρείται το παρόν μήνυμα.

Οι απόψεις και θέσεις που περιέχονται σε αυτήν την εργασία εκφράζουν την συγγραφέα και δεν πρέπει να ερμηνευθεί ότι αντιπροσωπεύουν τις επίσημες θέσεις του Εθνικού και Καποδιστριακού Πανεπιστημίου Αθηνών.

ΔΗΛΩΣΗ ΠΕΡΙ ΜΗ ΠΡΟΣΒΟΛΗΣ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ ΠΝΕΥΜΑΤΙΚΗΣ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΣ

Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία, την οποία υποβάλλω, δεν περιλαμβάνει στοιχεία προσβολής δικαιωμάτων πνευματικής ιδιοκτησίας σύμφωνα με τους ακόλουθους όρους τους οποίους διάβασα και αποδέχομαι:

1. Η διπλωματική εργασία πρέπει να αποτελεί έργο του υποβάλλοντος αυτήν υποψήφιου διπλωματούχου.
2. Η αντιγραφή ή η παράφραση έργου τρίτου προσώπου αποτελεί προσβολή δικαιώματος πνευματικής ιδιοκτησίας και συνιστά σοβαρό αδίκημα, ισοδύναμο σε βαρύτητα με την αντιγραφή κατά τη διάρκεια της εξέτασης. Στο αδίκημα αυτό περιλαμβάνεται τόσο η προσβολή δικαιώματος πνευματικής ιδιοκτησίας άλλου υποψήφιου διπλωματούχου όσο και η αντιγραφή από δημοσιευμένες πηγές, όπως βιβλία, εισηγήσεις ή επιστημονικά άρθρα. Το υλικό που συνιστά αντικείμενο λογοκλοπής μπορεί να προέρχεται από οποιαδήποτε πηγή. Η αντιγραφή ή χρήση υλικού προερχόμενου από το διαδίκτυο ή από ηλεκτρονική εγκυκλοπαίδεια επιφέρει τις ίδιες δυσμενείς ένωμες συνέπειες με τη χρήση υλικού προερχόμενου από τυπωμένη πηγή ή βάση δεδομένων.
3. Η χρήση αποσπασμάτων από το έργο τρίτων είναι αποδεκτή εφόσον, αναφέρεται η πηγή του σχετικού αποσπάσματος. Σε περίπτωση επί λέξει μεταφοράς αποσπάσματος από το έργο άλλου, η χρήση εισαγωγικών ή σχετικής υποσημείωσης είναι απαραίτητη, ούτως ώστε η πηγή του αποσπάσματος να αναγνωρίζεται.
4. Η παράφραση κειμένου, αποτελεί προσβολή δικαιώματος πνευματικής ιδιοκτησίας.
5. Οι πηγές των αποσπασμάτων που χρησιμοποιούνται θα πρέπει να καταγράφονται πλήρως σε πίνακα βιβλιογραφίας στο τέλος της διπλωματικής εργασίας.
6. Η προσβολή δικαιωμάτων πνευματικής ιδιοκτησίας επισύρει την επιβολή κυρώσεων. Για την επιβολή των ενδεδειγμένων κυρώσεων, τα αρμόδια όργανα της Σχολής θα λαμβάνουν υπόψη παράγοντες όπως το εύρος και το μέγεθος του τμήματος της διπλωματικής εργασίας που συνιστά προσβολή δικαιωμάτων πνευματικής ιδιοκτησίας. Οι κυρώσεις θα επιβάλλονται, ύστερα από γνώμη της τριμελούς εξεταστικής επιτροπής με απόφαση της Συνέλευσης της Σχολής, και μπορούν να συνίστανται στον μηδενισμό της διπλωματικής εργασίας (με ή χωρίς δυνατότητα επανυποβολής), τη διαγραφή από τα Μητρώα των μεταπτυχιακών φοιτητών, καθώς και την επιβολή πειθαρχικών ποινών, όπως η αναστολή της φοιτητικής ιδιότητας του υποψήφιου διπλωματούχου.

Επιπλέον, παρέχω τη συναίνεσή μου, ώστε ένα ηλεκτρονικό αντίγραφο της διπλωματικής εργασίας μου να υποβληθεί σε ηλεκτρονικό έλεγχο για τον εντοπισμό τυχόν στοιχείων προσβολής δικαιωμάτων πνευματικής ιδιοκτησίας.

Ημερομηνία 31.10.2022

Υπογραφή Υποψηφίου



ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

Εισαγωγή.....	1
Α΄ ΜΕΡΟΣ: Η ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ.....	3
1 Προσέγγιση της έννοιας της συμμετοχικής χρηματοδότησης.....	3
1.1 Εννοιολογική προσέγγιση και αποδιδόμενοι ορισμοί.....	3
1.2 Σύντομη ιστορική αναδρομή: χαρακτηριστικά παραδείγματα από το παρελθόν ..	5
1.3 Συνθήκες που συνέβαλαν στη διαμόρφωση και ανάπτυξη του θεσμού της συμμετοχικής χρηματοδότησης	5
1.3.1 Χρηματοδοτικό κενό	5
1.3.2 Ψηφιοποίηση και τεχνολογική άνθηση	6
1.3.3 Επενδυτικός « εκδημοκρατισμός» και πλήθος.....	6
2 Από την συμμετοχική χρηματοδότηση μέσω δωρεών στην συμμετοχική επένδυση: η τυπολογία	8
2.1 Συμμετοχική χρηματοδότηση μέσω δωρεάς (“donation crowdfunding”)	8
2.2 Συμμετοχική χρηματοδότηση μέσω ανταμοιβών (“reward-based crowdfunding”) και το μοντέλο της προ-αγοράς (“pre-ordering”).....	10
2.3 Συμμετοχική δανειοδότηση (“crowd-lending”, “lending-based crowdfunding”)	12
2.4 Συμμετοχική επένδυση (“crowd-investing”, “equity crowdfunding”, “investment-based crowdfunding”).....	13
3 Οι τρείς συνιστώσες της συμμετοχικής χρηματοδότησης, τα κίνητρα και οι κίνδυνοι κάθε συμμετέχοντα	15
3.1 Οι χρηματοδοτούμενοι και τα υπονήφια προς χρηματοδότηση εγχειρήματα.....	15
3.1.1 Κίνητρα	16
3.1.2 Κίνδυνοι- αποτρεπτικοί παράγοντες	18
3.2 Η πλατφόρμα παροχής υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης (“crowdfunding platform”).....	19
3.2.1 Κίνητρα	21
3.2.2 Κίνδυνοι- αποτρεπτικοί παράγοντες	22
3.3 Το χρηματοδοτικό πλήθος	23
3.3.1 Κίνητρα – κριτήρια για επένδυση	24
3.3.2 Κίνδυνοι- αποτρεπτικοί παράγοντες	26

4	Πριν τον Κανονισμό 2020/1503: Οι νομοθετικές επιλογές της Ελλάδας και άλλων ευρωπαϊκών εννόμων τάξεων.....	28
4.1	Ελληνικό δίκαιο	28
4.2	Επιμέρους ρυθμίσεις άλλων ευρωπαϊκών χωρών	33
	Β' ΜΕΡΟΣ: Ο ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ 2020/1503/ΕΕ ΚΑΙ Η ΠΡΟΣΤΑΣΙΑ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ.....	36
5	Εισαγωγικές Παρατηρήσεις για τον Κανονισμό 2020/1503/ΕΕ.....	36
5.1	Η υιοθέτηση του Κανονισμού 2020/1503.....	36
5.1.1	Συνθήκες, ανάγκες και πορεία προς την υιοθέτηση του Κανονισμού 2020/1503/ΕΕ.....	36
5.1.2	Νομική βάση και μοντέλο εναρμόνισης.....	39
5.2	Κύριοι στόχοι του Κανονισμού.....	40
5.3	Αντικείμενο, πεδίο εφαρμογής και ισχύς του Κανονισμού 2020/1503/ΕΕ	42
6	Προστασία των επενδυτών υπό τον Κανονισμό 2020/1503/ΕΕ και τις κατευθύνσεις της ESMA	48
6.1	Γενικότερο πλαίσιο προστασίας	48
6.1.1	Ρυθμίσεις για την αδειοδότηση, οργάνωση και εποπτεία των παρόχων υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης	49
6.1.2	Επενδυτικό όριο	50
6.1.3	Η βασική διάκριση των επενδυτών σε ειδικευμένους και μη ειδικευμένους	51
6.1.4	Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ΕΑΚΑΑ) και Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών (ΕΑΤ).....	53
6.2	Οι επιμέρους διατάξεις του Κανονισμού 2020/1503/ΕΕ (Κεφάλαιο IV)	54
6.2.1	Απαιτήσεις ακριβούς, μη παραπλανητικής πληροφόρησης	54
6.2.2	Δημοσιοποίηση ποσοστού αθέτησης	57
6.2.3	Δελτίο Βασικών Πληροφοριών (Key Investment Information Sheet) ..	58
6.2.4	Αξιολόγηση των γνώσεων των επενδυτών, προσομοίωση της ικανότητάς τους να επωμιστούν ζημιές και επενδυτικά όρια	63
6.2.5	Περίοδος περίσκεψης	71
7	Συμπεράσματα.....	73
	Πίνακας βιβλιογραφίας.....	76
	Ελληνόγλωσση Βιβλιογραφία & Αρθρογραφία	76
	Ξενόγλωσση Βιβλιογραφία & Αρθρογραφία	76

Νομοθετικά Κείμενα & Συστάσεις Αρμόδιων Εποπτικών Αρχών και Φορέων.....	79
Πηγές από το διαδίκτυο	83

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ως «συμμετοχική χρηματοδότηση», ή στα αγγλικά “crowdfunding”, εννοούμε ένα σχετικά νέο, εναλλακτικό μέσο χρηματοδότησης, το οποίο επιτρέπει την άμεση επαφή των χρηματοδοτών με εκείνους που αναζητούν χρηματοδότηση για κάθε λογής εγχείρημα, μέσω της διαμεσολάβησης μίας ηλεκτρονικής πλατφόρμας. Στην σύγχρονη μορφή της, η συμμετοχική χρηματοδότηση, πρόκειται για μία σύνθετη δραστηριότητα, η οποία, ωστόσο, αντλεί τις ρίζες της από τον πληθοπορισμό (“crowdsourcing”) και τη συνεργατική οικονομία. Ο συνδυασμός των παραπάνω με την τεχνολογία και η ψηφιοποίηση των χρηματοδοτικών συναλλαγών, προσδίδουν πλέον στην συμμετοχική χρηματοδότηση σημαντική θέση στο φάσμα των χρηματοοικονομικών τεχνολογιών (FinTech).

Πρόκειται για ένα εργαλείο χρηματοδότησης που αναπτύχθηκε τα τελευταία χρόνια με στόχο να καλύψει έντονες χρηματοδοτικές ανάγκες νεοφυών και μικρομεσαίων, κυρίως, επιχειρήσεων, ενώ κρίσιμο είναι να σημειωθεί εισαγωγικά ότι εκτός από την προφανή χρηματοδοτική λειτουργία της, η συμμετοχική χρηματοδότηση μπορεί, αποδεδειγμένα, να προσφέρει πλήθος άλλων πλεονεκτημάτων, ως μέσο εμπορικής προώθησης, επιβεβαίωσης μίας καινοτόμου επιχειρηματικής ιδέας, επικοινωνίας με το κοινό, κοινωνικής δέσμευσης και ευαισθητοποίησης. Βέβαια, αντικείμενο της παρούσας μελέτης θα αποτελέσει, κατά κύριο λόγο, η συμμετοχική χρηματοδότηση με οικονομικό αντάλλαγμα, δηλαδή η συμμετοχική χρηματοδότηση μέσω επένδυσης σε κινητές αξίας και άλλα μέσα και η συμμετοχική χρηματοδότηση μέσω δανείων.

Οι ιδιαιτερότητες του εργαλείου της συμμετοχικής χρηματοδότησης και τα σημαντικά πλεονεκτήματα που μπορεί να προσφέρει, από τη μία, οι αυξημένοι εγγενείς κίνδυνοι που ελλοχεύουν, η έντονη πληροφοριακή ασυμμετρία, η μονομερής ανάπτυξη της σε ορισμένες χώρες και η επίταση του χρηματοδοτικού κενού τα χρόνια που ακολούθησαν την χρηματοπιστωτική κρίση, από την άλλη, κατέδειξαν, αφενός, την ανάγκη για εντατική χρησιμοποίηση της συμμετοχικής χρηματοδότησης ως εναλλακτικό μέσο άντλησης κεφαλαίων και, αφετέρου, την ανεπάρκεια των υφιστάμενων κατακερματισμένων εθνικών νομοθετικών ρυθμίσεων. Ειδικότερα, η ανεπάρκεια εντοπιζόταν στο γεγονός ότι η αποσπασματική εγχώρια ρύθμιση, δεν επέτρεπε στην συμμετοχική χρηματοδότηση να «αναβαθμιστεί» και να μεγεθυνθεί σε επίπεδο Ένωσης.

Το ζήτημα αυτό κλήθηκε να αντιμετωπίσει ο ενωσιακός νομοθέτης, ο οποίος στο πλαίσιο της γενικότερης πρωτοβουλίας για την Ολοκλήρωση της Ένωσης Κεφαλαιαγορών και την προώθηση των τεχνολογικών μεθόδων στην διαμόρφωση αποτελεσματικών εναλλακτικών τεχνικών χρηματοδότησης, υιοθέτησε μετά από προσεκτική σκιαγράφηση των συνθηκών και αναγκών της αγοράς και μεγάλο κύκλο διαβουλεύσεων τον Κανονισμό 2020/1503/ΕΕ. Πυρήνας του Κανονισμού και βασικός άξονας της παρούσας μελέτης είναι η προστασία των επενδυτών στους κόλπους της συμμετοχικής χρηματοδότησης. Η προστασία αυτή οικοδομείται σε πλήθος διατάξεων και ερείδεται στην ροή ποιοτικών πληροφοριών και την εφαρμογή διαδικασιών και ελέγχων.

Το ενδιαφέρον για την ενασχόληση με την θεματική της συμμετοχικής χρηματοδότησης πηγάζει από την δυναμικότητα και τις προοπτικές του θεσμού, ενώ, το εξαιρετικά νέο κανονιστικό πλαίσιο που διέπει την συμμετοχική χρηματοδότηση και η, εκ των πραγμάτων, περιορισμένη θεωρητική ενασχόληση με το ισχύον καθεστώς, αποτελούν πρόκληση και ταυτόχρονα κίνητρο για την εκπόνηση αυτής της διπλωματικής εργασίας, σε μία προσπάθεια προσέγγισης και ανάλυσης πλείστων ζητημάτων που ανακύπτουν.

Η παρούσα διπλωματική εργασία διαιρείται σε δύο μέρη. Αρχικά (Α΄ ΜΕΡΟΣ), επιχειρείται μία παρουσίαση της έννοιας και του φαινομένου της συμμετοχικής χρηματοδότησης, ενώ γίνεται και μία σύντομη ιστορική αναδρομή και αναφορά στις σύγχρονες συνθήκες που έδωσαν ώθηση στην ανάδειξη της συμμετοχικής χρηματοδότησης (ενότητα 1). Στη συνέχεια, αναλύονται οι κυριότερες μορφές που μπορεί να λάβει η συμμετοχική χρηματοδότηση (ενότητα 2) και, ακολούθως, οι συμμετέχοντες στην αγορά συμμετοχικής χρηματοδότησης. Με πλήθος αναφορών στην ελληνόγλωσση και ξενόγλωσση βιβλιογραφία, γίνεται ιδιαίτερη μνεία στα κίνητρα και τους κινδύνους των χρηματοδοτούμενων, της ηλεκτρονικής πλατφόρμας και του χρηματοδοτικού πλήθους, που ωθούν και αποτρέπουν, αντίστοιχα, τους συμμετέχοντες στους και από τους κόλπους της συμμετοχικής χρηματοδότησης (ενότητα 3). Ακολουθεί η επισκόπηση του ρυθμιστικού πλαισίου για τη συμμετοχική χρηματοδότηση διαφόρων ευρωπαϊκών εννόμων τάξεων, με εκτεταμένη αναφορά στην ελληνική νομοθεσία (ενότητα 4). Στην ανάλυση που ακολουθεί, παρουσιάζεται εκτενώς ο υιοθετηθείς Κανονισμός 2020/1503/ΕΕ σχετικά με τους ευρωπαίους παρόχους υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης για επιχειρήσεις (Β΄ ΜΕΡΟΣ). Απασχολούν, οι συνθήκες και ανάγκες που συνέβαλλαν στην επιλογή του συγκεκριμένου μοντέλου ρύθμισης, η διττή στόχευση του εν λόγω Κανονισμού, το υποκειμενικό και αντικειμενικό πεδίο εφαρμογής του και ο χρόνος εφαρμογής του (ενότητα 5). Τέλος, στο τελευταίο μέρος (ενότητα 6), γίνεται αναφορά σε γενικές προστατευτικές για τους επενδυτές, ειδικευμένους και μη ειδικευμένους, ρυθμίσεις και αναλύονται οι επιμέρους διατάξεις του Κανονισμού που στοχεύουν στην προστασία των επενδυτών με αναφορές στο κείμενο του Κανονισμού, στα τεχνικά ρυθμιστικά πρότυπα της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών (ΕΑΚΑΑ) και στις σύγχρονες θεωρητικές προσεγγίσεις. Η παρούσα μελέτη κλείνει με τη διατύπωση ορισμένων συμπερασμάτων και σκέψεων επί του υπό μελέτη θέματος.

Α' ΜΕΡΟΣ: Η ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

1 ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΗΣ ΕΝΝΟΙΑΣ ΤΗΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

1.1 Εννοιολογική προσέγγιση και αποδιδόμενοι ορισμοί

Η συμμετοχική χρηματοδότηση ή άλλως, όπως αποκαλείται ευρέως στο διεθνή χώρο, το “crowdfunding”¹ αποτελεί ένα σύγχρονο χρηματοδοτικό εργαλείο, μία ραγδαίως αναπτυσσόμενη εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης που φέρνει σε άμεση διαδικτυακή επαφή τον χρηματοδοτούμενο με ένα μεγάλο αριθμό ατόμων πρόθυμων να επενδύσουν, το χρηματοδοτικό πλήθος.² Από την επισκόπηση της σχετικής ελληνικής και ξενόγλωσσας βιβλιογραφίας, θα διαπιστώσει κανείς ότι δεν υφίσταται κοινώς αποδεκτός ορισμός της συμμετοχικής χρηματοδότησης. Και αυτό γιατί, ακριβώς λόγω της δυναμικότητας του θεσμού και της διαρκούς εξέλιξης και προσαρμογής του στις νέες συνθήκες, ένας τέτοιος ορισμός θα ήταν μάλλον αυθαίρετα περιοριστικός. Ωστόσο, κρίνεται ότι προτού προσεγγιστούν τα κοινά, χαρακτηριστικά στοιχεία της συμμετοχικής χρηματοδότησης, χρήσιμο θα ήταν να αναφερθούν συγκεκριμένοι αποδοθέντες -στη θεωρία- ορισμοί.

Κατά τους Schwienbacher και Larralde, συμμετοχική χρηματοδότηση είναι, με απλά λόγια, η χρηματοδότηση ενός εγχειρήματος απευθείας από μία ομάδα ιδιωτών και όχι από επαγγελματίες, χωρίς χρηματοδοτικούς διαμεσολαβητές και με αποκλειστικό μέσο συναλλαγής και διάυλο επικοινωνίας το διαδίκτυο.³ Διαφορετικά, «το crowdfunding αποτελεί μία ανοιχτή πρόσκληση, κυρίως μέσω του διαδικτύου, για παροχή χρηματοδότησης είτε με τη μορφή δωρεάς είτε με αντάλλαγμα του μελλοντικού προϊόντος ή κάποιας άλλης μορφής ανταμοιβή για την υποστήριξη πρωτοβουλιών για ειδικούς σκοπούς».⁴ Υιοθετώντας ένα πιο ευρύ ορισμό και χωρίς να οριοθετεί τους στόχους των εμπλεκόμενων μερών, ο Mollick αναφέρει ότι η συμμετοχική χρηματοδότηση αφορά τις προσπάθειες επιχειρηματικών ιδιωτών και ομάδων (πολιτιστικών, κοινωνικών και κερδοσκοπικών) να χρηματοδοτήσουν τα εγχειρήματά τους αντλώντας σχετικά μικρά ποσά από μεγάλο αριθμό ατόμων μέσω του διαδικτύου, χωρίς τους συνήθεις χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές.⁵

Γίνεται αμέσως αντιληπτό ότι κοινός τόπος στους προαναφερθέντες ορισμούς αλλά και στην γενικότερη αντίληψη και προσέγγιση της έννοιας της συμμετοχικής χρηματοδότησης είναι τα εξής στοιχεία. Πρόκειται για μια εναλλακτική πηγή εύρεσης χρηματοδότησης, όπου η άντληση των κεφαλαίων για τα προς χρηματοδότηση εγχειρήματα γίνεται απευθείας από ένα πλήθος ατόμων μέσω του διαδικτύου, και συγκεκριμένα με τη διαμεσολάβηση μιας ηλεκτρονικής

¹ Ο ελληνικός και ο αγγλικός όρος θα χρησιμοποιούνται εξίσου στην παρούσα εργασία, με την ίδια ακριβώς σημασία.

² Ρόκας Ν., Γκόρτσος Χρ., Μικρουλέα Αλ., Λιβαδά Χρ., Στοιχεία τραπεζικού δικαίου, 3^η αναθεωρημένη έκδοση, Εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, 2016, σ.654 επ.

³ Schwienbacher A. & Larralde B., Crowdfunding of small entrepreneurial ventures, Handbook of Entrepreneurial Finance, 2010, σ.1-23

⁴ Belleflame P. et al., Crowdfunding: Tapping the right crowd, Journal of Business Venturing, 2013, σ.7-8

⁵ Mollick E., The dynamics of crowdfunding: An exploratory study, Journal of Business Venturing, τ.29, τχ.1 2013

πλατφόρμας. Εκτός από την χρηματοδοτική λειτουργία του μοντέλου της συμμετοχικής χρηματοδότησης, έμφαση δίνεται στη θεωρία και στον συνεργατικό - συμμετοχικό χαρακτήρα του θεσμού. Η προσωπική αυτή διάσταση του crowdfunding ως παράγοντας ανάπτυξης ανθρώπινων σχέσεων δεν θα πρέπει να παραμερίζεται πλήρως.⁶ Εξάλλου, όπως θα αναλυθεί κατωτέρω, η συμμετοχική χρηματοδότηση προσφέρει ένα σύνολο πλεονεκτημάτων που υπερβαίνουν τον αμιγώς χρηματοδοτικό χαρακτήρα και ωφελούν τόσο τους χρηματοδοτούμενους όσο και τους χρηματοδότες.

Η συμμετοχική χρηματοδότηση, αν και καινοτόμο εργαλείο με αρκετές ιδιαιτερότητες έχει, σύμφωνα με τους περισσότερους θεωρητικούς,⁷ τις βάσεις της στον πληθοπορισμό. Αναλυτικότερα, από το έτος 2006 και με την εισαγωγή των τεχνολογιών Ιστού 2.0 (Web 2.0), οι χρήστες του διαδικτύου δικτυώνονται, αλληλεπιδρούν, συμμετέχουν και μοιράζονται πληροφορίες, μεταβάλλοντας τις κοινωνικές σταθερές της εποχής και επηρεάζοντας, όπως είναι φυσικό, και την οικονομία. Η συλλογική ψηφιακή δράση, η εγγύτητα και η αμεσότητα των ψηφιακών συστημάτων επιτρέπουν στο πλήθος να συνεισφέρει στη λύση προβλημάτων, να συμμετέχει σε πολύπλοκα εγχειρήματα και να μοιράζεται νέες ιδέες⁸.

Ακριβώς αυτή η συστηματική αξιοποίηση της μαζικής ψηφιακής δράσης συνιστά το “crowdsourcing” (από τον συνδυασμό των λέξεων “crowd” και “outsourcing”)⁹ ή στα ελληνικά «πληθοπορισμός». Πρόκειται για «μία μορφή συλλογικής διαδικτυακής δραστηριότητας στην οποία ένα άτομο, ένα ίδρυμα, ένας μη κερδοσκοπικός οργανισμός ή μία εταιρεία προτείνει σε μία ομάδα ακαθόριστου αριθμού ατόμων με ποικίλες γνώσεις και ετερογένεια, μέσω μίας ανοιχτής πρόσκλησης, να αναλάβουν εθελοντικά μια εργασία. Η ανάληψη της εργασίας, η οποία ποικίλλει σε πολυπλοκότητα και στην οποία το πλήθος πρέπει να συμμετάσχει με προσωπική εργασία, χρήματα, γνώση, εμπειρία, περιλαμβάνει πάντοτε αμοιβαίο όφελος. Αφενός, οι χρήστες λαμβάνουν την ικανοποίηση κάποιας ανάγκης τους (οικονομική, κοινωνική, προσωπική), ενώ ο «πληθοποριστής» αποκτά και χρησιμοποιεί προς όφελός του, αυτά που έχουν συνεισφέρει οι χρήστες ανάλογα με την δραστηριότητά τους»¹⁰. Ο Jeff Howe¹¹, διαπίστωσε ήδη από πολύ νωρίς ότι με τον τρόπο αυτό, η επαγγελματική, οικονομική και ακαδημαϊκή ταυτότητα του κάθε χρήστη είναι αδιάφορη στο βαθμό που μπορεί με το ταλέντο

6 Μούζουλας Σ., Η συμμετοχική χρηματοδότηση. Crowdfunding, Εκδ. Π.Ν.Σάκκουλας, 2019, σ.13-17.

⁷ Rouzé V., Crowdsourcing and Crowdfunding: The Origins of a New System? in Cultural Crowdfunding: Platform Capitalism, Labour and Globalization, University of Westminster Press, 2019, σ.15-34. Belleflame et al. (2014), ό.π..Mollick (2013), ό.π.

8 Κουλορίδας Αθ., Εναλλακτικές Μορφές Χρηματοδότησης μέσω Διαδικτύου. Η συμμετοχική χρηματοδότηση, Εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, σ. 6 επ.

9 Wikipedia, <https://en.wikipedia.org/wiki/Crowdsourcing>. Η ίδια η Wikipedia είναι προϊόν πληθοπορισμού, καθώς βασίζεται σε ένα ανοιχτό μοντέλο σύνταξης όπου εθελοντές γράφουν, προσθέτουν και τροποποιούν τα σχετικά λήμματα.

10 Estellés-Arolas and González Ladrón-de-Guevara, Towards an integrated crowdsourcing definition, Journal of Information Science, τ.2, Απρίλιος 2012, σ.189-200

11 Jeff Howe, The rise of crowdsourcing, Wired Magazine, τ.14.06, Ιούνιος 2006

του να ανταποκριθεί στην πρόσκληση, να συνεισφέρει και να δώσει ουσιαστικές και καινοτόμες λύσεις¹².

1.2 Σύντομη ιστορική αναδρομή: χαρακτηριστικά παραδείγματα από το παρελθόν

Παρόλο που το μοντέλο της συμμετοχικής χρηματοδότησης αναπτύχθηκε έντονα τα τελευταία χρόνια, η ιδέα της άντλησης μικρών χρηματικών ποσών από το κοινό για την συγκέντρωση κεφαλαίων προς επίτευξη κάποιου χρηματοδοτικού στόχου δεν είναι νέα. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει, κατά τη γνώμη μας, η σύντομη αναφορά σε ορισμένα ιστορικά παραδείγματα για μία σφαιρικότερη και διαχρονικότερη προσέγγιση της συμμετοχικής χρηματοδότησης. Στη Γερμανία, τον 17^ο αιώνα η συμμετοχική χρηματοδότηση πρωτό-χρησιμοποιήθηκε για την συγκέντρωση κεφαλαίων με σκοπό την έκδοση βιβλίων, με τη μορφή της προεγγραφής (“praenumeration”). Στο μοντέλο αυτό, ο χρηματοδότης-αναγνώστης προαγόραζε το προς έκδοση βιβλίο σε μειωμένη τιμή, καλύπτοντας με αυτό τον τρόπο μεγάλο μέρος των εξόδων του συγγραφέα¹³. Από την άλλη, όταν ο Joseph Pulitzer, ξεκίνησε εκστρατεία για την συγκέντρωση χρημάτων για την κατασκευή του βάρου του Αγάλματος της Ελευθερίας, η κινητοποίηση του κόσμου ήταν εντυπωσιακή. Αναλυτικότερα, το 1885 ο Pulitzer δημοσίευσε στην εφημερίδα του, την New York World, ανοιχτή πρόσκληση στο κοινό για την χρηματοδότηση της κατασκευής του βάρου, με αντάλλαγμα την αναγραφή των ονομάτων των δωρητών στην εφημερίδα¹⁴. Σε πολύ σύντομο χρονικό διάστημα, συγκεντρώθηκαν περίπου 100.000 ευρώ από την συμμετοχή περισσότερων από 120.000 ανθρώπων, με το 80% αυτών να συνεισφέρουν έκαστος λιγότερο από ένα δολάριο¹⁵.

1.3 Συνθήκες που συνέβαλαν στη διαμόρφωση και ανάπτυξη του θεσμού της συμμετοχικής χρηματοδότησης

1.3.1 Χρηματοδοτικό κενό

Η παγκόσμια αγορά τα τελευταία χρόνια δεν είναι σε θέση να εξασφαλίσει επαρκή χρηματοδότηση για τις μικρομεσαίες και τις νεοφυείς εταιρείες στα αρχικά στάδια λειτουργίας αυτών, παρά το γεγονός ότι η καινοτομία και οι νέες επιχειρήσεις αποτελούν τη δυναμική του ιδιωτικού τομέα και βασικό παράγοντα εξέλιξης της οικονομίας και των σύγχρονων κοινωνιών. Διαχρονικά, η πρόσβαση αυτών σε παραδοσιακές μορφές χρηματοδότησης και ιδίως στον τραπεζικό δανεισμό είναι αν όχι αδύνατη, τουλάχιστον

12 Howe J. (2006), ό.π., σ. 4-5: Χαρακτηριστικό είναι το παράδειγμα της Procter & Gamble, η οποία, για το τμήμα Έρευνας και Ανάπτυξης φαίνεται να αξιοποιεί εκτός από το πολυπληθές προσωπικό της, έναν πολύ μεγάλο αριθμό ερευνητών και ερασιτεχνών που λειτουργούν εξωτερικά και συνδέονται μέσω διαδικτυακών πλατφορμών.

13 Morelli A., Ordanini A., What Makes Crowdfunding Projects Successful ‘Before’ and ‘During’ the Campaign?, 2016

14 National Park Service, Pulitzer in-depth, 2015, <https://www.nps.gov/stli/learn/historyculture/pulitzer-in-depth.htm>

15 Κουλορίδας (2019), ό.π., σ.10

δυσχερής, αργή και κοστοβόρα¹⁶. Στο πλαίσιο αυτό, και κυρίως στα χρόνια που ακολουθούν την χρηματοπιστωτική κρίση των ετών 2007-2009, η σημασία εύρεσης νέων εναλλακτικών οδών άντλησης κεφαλαίων που θα αποτελέσουν τους πρώτους κύκλους χρηματοδότησης (“seed investment”) μικρομεσαίων και νεοφυών επιχειρήσεων, χωρίς ιδιαίτερους διαδικαστικούς περιορισμούς, δηλαδή χωρίς παροχή εγγυήσεων ή εξασφαλίσεων, χωρίς την ύπαρξη σταθερών χρηματορροών και ιστορικών χρήσης, και με μεγάλη ταχύτητα είναι επιτακτική.

1.3.2 Ψηφιοποίηση και τεχνολογική άνθηση

Είναι γεγονός ότι οι χρηματοοικονομικές υπηρεσίες έχουν λάβει διάφορες μορφές τα τελευταία χρόνια, ιδίως λόγω της εφαρμογής και χρησιμοποίησης της τεχνολογίας σε αυτές. Πιο συγκεκριμένα, ζούμε σε μία εποχή καθολικής ψηφιοποίησης η οποία έχει σαφώς επηρεάσει και κάθε είδους χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες, διαμορφώνοντας αυτό που σήμερα χαρακτηρίζεται ως FinTech. Πρόκειται για έναν νεολογισμό που προκύπτει από τον συνδυασμό των λέξεων “Financial” και “Technology” και σύμφωνα με το Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας ως χρηματοοικονομική τεχνολογία ορίζεται «η καινοτομία στις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες με χρήση της τεχνολογίας που θα μπορούσε να οδηγήσει σε νέα επιχειρηματικά μοντέλα, εφαρμογές, διαδικασίες ή προϊόντα με ουσιώδη αντίκτυπο στις χρηματοπιστωτικές αγορές και στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, αλλά και στον τρόπο με τον οποίο παρέχονται οι χρηματοοικονομικές υπηρεσίες».¹⁷ Πρόκειται, δηλαδή, για ένα σύστημα πλήρους αξιοποίησης της ψηφιακής τεχνολογίας και των τεχνολογικών καινοτομιών στις τραπεζικές και άλλες χρηματοοικονομικές συναλλαγές.¹⁹ Μία από αυτές τις τεχνολογικές καινοτομίες είναι ακριβώς οι ηλεκτρονικές πλατφόρμες συμμετοχικής χρηματοδότησης.

1.3.3 Επενδυτικός «εκδημοκρατισμός» και πλήθος

Μία τρίτη παράμετρος η οποία ομοφώνως συνέβαλε στη ραγδαία ανάπτυξη της συμμετοχικής χρηματοδότησης και στην προσφυγή μεγάλου αριθμού εταιρειών σε αυτήν είναι η συμμετοχή ενός πολύ μεγάλου πλήθους ανθρώπων πρόθυμων να χρηματοδοτήσουν. Ο τρόπος λειτουργίας του μοντέλου της συμμετοχικής χρηματοδότησης την καθιστά ένα αποτελεσματικό όχημα επαφής του χρηματοδοτούμενου με το ευρύ επενδυτικό κοινό. Η προσέγγιση και χρηματοδότηση από το «πλήθος» καθιστά δυνατή την πρόσβαση στην αγορά κεφαλαίου για όλες τις εταιρίες και ιδίως τις μικρές και νεοσύστατες -που πολλές φορές αποκλείονταν, όπως προαναφέρθηκε, από την παραδοσιακή χρηματοδότηση- σε σχετικά σύντομο χρονικό διάστημα, χωρίς διακρίσεις και τυπικούς περιορισμούς. Από την άλλη,

¹⁶ Βλ. αναλυτικά τη σχετική ενότητα της παρούσας εργασίας *οι χρηματοδοτούμενοι και τα υποψήφια προς χρηματοδότηση επιχειρήματα*

¹⁷ Financial Stability Board, Financial Stability Implications from FinTech, June 2017

¹⁸ Αλεξιάκης Π., Καλφάογλου Φ., Το κανονιστικό πλαίσιο λειτουργίας των τραπεζών, Εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, σ.200-203

¹⁹ Τζίβα Ε., Εφαρμογές της ψηφιακής τεχνολογίας στις τραπεζικές συναλλαγές, ΔΕΕ, 3/2021, σ.316-325

δίνεται η δυνατότητα στο ίδιο το πλήθος να συμμετάσχει στην αγορά, να επενδύσει σε ιδέες και εγχειρήματα που το εμπνέουν και, ενδεχομένως, να αποκομίσει κέρδος. Αυτός ο «εκδημοκρατισμός» των επενδυτικών ευκαιριών, δηλαδή με άλλα λόγια, η διαθεσιμότητα επενδυτικών ευκαιριών σε έναν ακαθόριστο αριθμό ατόμων, αποτελεί χαρακτηριστικό και, ταυτόχρονα, κινητήρια δύναμη του crowdfunding.²⁰

Εξετάζοντας σύντομα, την άλλη όψη του νομίσματος, διαπιστώνεται ότι και η ίδια η συμμετοχή του πλήθους και ο τρόπος συνάθροισης, συνεργασίας και επικοινωνίας των χρηματοδοτών έχει συμβάλει στο να γίνει δημοφιλές το crowdfunding. Ο συνδυασμός και η συνάθροιση διαφορετικών προβλέψεων, ιδεών, οπτικών μίας πολυάριθμης ομάδας ατόμων, οδηγεί σε ορθότερες λύσεις-επιλογές-αποφάσεις,²¹ και στην περίπτωση μας σε ακριβέστερες προβλέψεις αναφορικά με τα χρηματοδοτούμενα εγχειρήματα (θεωρία της «σοφίας του πλήθους»).²² Από την άλλη, το ετερογενές πλήθος δεν χρηματοδοτεί μόνο, αλλά είναι και πηγή αναπληροφόρησης για τα προωθούμενα προϊόντα και υπηρεσίες.

Συνολικά, η πρακτική της άντλησης χρημάτων από το ευρύ κοινό προς επίτευξη ενός χρηματοδοτικού στόχου ή προς υλοποίηση μίας κοινωφελούς δράσης, όπως προκύπτει και από την έως τώρα ανάλυση, δεν είναι πρωτόγνωρη. Αυτό, όμως, που είναι νέο και καινοτόμο είναι η διασύνδεση της τεχνικής αυτής με την τεχνολογία. Οι αμέτρητες τεχνολογικές δυνατότητες και, κυρίως, το διαδίκτυο και η έντονη εμπορευματοποίησή του έχουν ανυψώσει την συμμετοχική χρηματοδότηση και της έχουν προσδώσει νέα δυναμική και διαστάσεις. Μέσω του διαδικτύου και, συγκεκριμένα, των πλατφορμών συμμετοχικής χρηματοδότησης, οι επιχειρηματίες που επιθυμούν να χρηματοδοτηθούν έχουν πρόσβαση σε οποιονδήποτε άνθρωπο ανά τον κόσμο, εφόσον αυτός μπορεί να συνδεθεί στο διαδίκτυο και έχει διαθέσιμα κάποια χρήματα για να επενδύσει.²³ Ενδεικτικά, η τεχνολογία έχει διαφοροποιήσει τα μέσα και τους τρόπους επικοινωνίας και συνεργασίας, προσδίδοντας ταχύτητα, αμεσότητα και μειώνοντας αισθητά τα έξοδα συναλλαγής (“transaction costs”). Έχει, ακόμη, περιορίσει τα γεωγραφικά εμπόδια και έχει μεταβάλει την παραδοσιακή γεωγραφική κατανομή χρηματοδοτών και χρηματοδοτούμενων, ενώ έχει καταστήσει δυνατή την άμεση εμπλοκή, αλληλεπίδραση και συμμετοχή στην εκάστοτε επενδυτική ιδέα.²⁴ Η συμμετοχική χρηματοδότηση έχει απασχολήσει και πρόκειται, κατά την εκτίμηση μας να απασχολήσει περαιτέρω την θεωρία και την πράξη, δεδομένου ότι οι σημερινές συνθήκες και διαμορφώσεις, όπως θα αναλυθούν στην παρούσα, έχουν δημιουργήσει γόνιμο έδαφος για την εδραίωση της ως επιτυχούς μέσου εναλλακτικής χρηματοδότησης.

²⁰ Kaufman D. et al., Democratizing Entrepreneurship: An Overview of the Past, Present, and Future of Crowdfunding, Bloomberg BNA Securities Regulation & Law Report, τ.45, 2013, σ.208-217

²¹ Surowiecki J., The wisdom of crowds, Anchor Books, 2005

²² Βλ. αναλυτικά τη σχετική ενότητα της παρούσας εργασίας για το χρηματοδοτικό «πλήθος»

²³ Bradford S., Crowdfunding and the federal securities law, Columbia Business Law Review, 2012, σ.5

²⁴ Agrawal A. et al., Some simple economics of crowdfunding, National Bureau of Economic Research (NBER) Working paper series, June 2013

2 ΑΠΟ ΤΗΝ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΕΣΩ ΔΩΡΕΩΝ ΣΤΗΝ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΣΗ: Η ΤΥΠΟΛΟΓΙΑ

Εάν και ο πυρήνας της συμμετοχικής χρηματοδότησης είναι ο ίδιος, τα μέσα και οι στοχεύσεις των συμμετεχόντων, η σχέση χρηματοδότη - χρηματοδοτούμενου, καθώς και η φύση της κάθε χρηματοδοτικής προσπάθειας ποικίλλουν διαμορφώνοντας στην θεωρία και την πράξη διαφορετικά μοντέλα συμμετοχικής χρηματοδότησης. Μία βασική διάκριση είναι αυτή σε μορφές συμμετοχικής χρηματοδότησης που δεν παρέχουν οικονομικό αντάλλαγμα («συμμετοχική χορηγία») και σε μορφές με οικονομική ανταμοιβή. Περαιτέρω, κατά την κρατούσα, μάλλον, θέση στη βιβλιογραφία ²⁵υπάρχουν τέσσερα (4) μοντέλα συμμετοχικής χρηματοδότησης, τα δύο συνιστούν περιπτώσεις συμμετοχικής χορηγίας, ενώ τα άλλα δύο παρέχουν χρηματική ανταμοιβή.²⁶ Συγκεκριμένα, στην παρούσα εργασία υιοθετείται η διάκριση σε: συμμετοχική χρηματοδότηση μέσω δωρεών (υπό 2.1), συμμετοχική χρηματοδότηση μέσω ανταμοιβών (υπό 2.2), συμμετοχική δανειοδότηση (υπό 2.3) και συμμετοχική επένδυση (υπό 2.4).

Ωστόσο, σημειώνεται, πως σε κάθε περίπτωση, οι προαναφερθείσες διαμορφώσεις και μοντέλα δεν έχουν στεγανά αλλά, συχνά, συνδυάζονται και λειτουργούν συμπληρωματικά. Είναι, για παράδειγμα, πιθανόν, η χρηματοδότηση ενός εγχειρήματος να πραγματοποιηθεί εν μέρει μέσω συμμετοχικής δανειοδότησης και στο υπόλοιπο μέρος της με συμμετοχική επένδυση ή μέσω δωρεών. Με τον τρόπο αυτό, κινητοποιούνται περισσότεροι επενδυτές και ικανοποιούνται διαφορετικές επιδιώξεις.²⁷

2.1 Συμμετοχική χρηματοδότηση μέσω δωρεάς (“donation crowdfunding”)

Η μορφή αυτή συμμετοχικής χρηματοδότησης έχει έντονα κοινωνικό χαρακτήρα. Το πλήθος - οι χρηματοδότες (στην διεθνή βιβλιογραφία αποκαλούνται και “backers”²⁸) εισφέρουν κεφάλαια αλτρουιστικά με τη μορφή δωρεάς, χωρίς να αναμένουν κανένα οικονομικής φύσης αντάλλαγμα. Αυτό που, αποκλειστικά, επιδιώκουν και λαμβάνουν είναι η ηθική ανταμοιβή από την συνεισφορά τους σε έναν σκοπό. Αν και δεν αποκλείεται να ζητείται χρηματοδότηση για ιδιωτικού χαρακτήρα εγχειρήματα ή για κάλυψη προσωπικών αναγκών ή από κερδοσκοπικές επιχειρήσεις, η πλειονότητα των χρηματοδοτούμενων εγχειρημάτων με τη μορφή συμμετοχικής δωρεάς είναι κοινωνική ή φιланθρωπικά και, συνήθως, χρηματοδοτούμενοι φορείς είναι φιλανθρωπικά ιδρύματα και Μη Κυβερνητικές Οργανώσεις (ΜΚΟ). Για παράδειγμα, αφορούν κυρίως πρωτοβουλίες για τον αθλητισμό, το περιβάλλον,

²⁵ Mollick (2013), ό.π. Mollick E., Kuppaswamy V., After the campaign: Outcomes of crowdfunding, Draft, UNC Kenan-Flagler Research Paper No. 2376997, January 2014. Μούζουλας (2019), ό.π., σ.54 επ.

²⁶ Ο Bradford διακρίνει πέντε (5) διαφορετικά μοντέλα crowdfunding: μοντέλο δωρεών, μοντέλο ανταμοιβών, μοντέλο προαγοράς, μοντέλο δανεισμού, μοντέλο επένδυσης.

²⁷ Μούζουλας (2019), ό.π., σ.55

²⁸ Ο αγγλικός όρος “backers” χρησιμοποιείται για να περιγράψει άτομα του διαδικτυακού πλήθους που προσφέρουν χρηματοδότηση στα υποψήφια εγχειρήματα.

την υγεία, την κοινωνική ένταξη,²⁹ καθώς και στον χώρο της τέχνης και της μουσικής³⁰ κ.α. Μάλιστα, η ελληνική πραγματικότητα μας δίνει ένα πολύ χαρακτηριστικό παράδειγμα πρωτοβουλίας συμμετοχικής χρηματοδότησης εν είδει δωρεών που αφορούσε την ευαισθητοποίηση του πλήθους και την έμπρακτη υποστήριξη έργων που αφορούσαν την ελληνική κοινωνία, τον ελληνισμό και την υγεία. Πρόκειται για την πρωτοβουλία της Εθνικής Τράπεζας, η οποία ονομάστηκε “act 4 Greece”.³¹

Σημειώνεται ότι στη συμμετοχική δωρεά, ο ρόλος της διαμεσολαβούσας πλατφόρμας περιορίζεται στην ενημέρωση του κοινού σχετικά με υφιστάμενες καμπάνιες και στην επιβολή ορισμένων υποχρεώσεων ενημέρωσης, ενώ παρατηρείται ότι δραστικό ρόλο έχουν τα Μέσα Μαζικής Ενημέρωσης και τα μέσα κοινωνικής δικτύωσης που χρησιμοποιεί ο χρηματοδοτούμενος φορέας ή πρόσωπο για να προωθήσει το έργο του και να ευαισθητοποιήσει το κοινό. Επίσης, παρατηρείται ότι βασική είναι η συνεισφορά προσώπων που εντάσσονται στο ευρύτερο οικογενειακό, συγγενικό ή/και φιλικό περιβάλλον του χρηματοδοτούμενου. Μάλιστα, δεν μας κάνει εντύπωση, ότι τα ποσά που συγκεντρώνονται προέρχονται μεν από πολλούς «δωρητές», αλλά πρόκειται ταυτόχρονα για πολύ μικρές συνεισφορές.³²

Γιατί κανείς να επιλέξει, όμως, την οδό του crowdfunding και όχι τις παραδοσιακές στρατηγικές συγκέντρωσης κεφαλαίων–χρηματοδότησης φιλανθρωπικών ιδρυμάτων και ΜΚΟ και των αντίστοιχων έργων τους; Καταρχάς, μέσω της συμμετοχικής χρηματοδότησης, και ιδίως μέσω της αξιοποίησης της τεχνολογίας και της διαμεσολάβησης μίας εξειδικευμένης πλατφόρμας επιτυγχάνεται μία άμεση, σε αληθινό χρόνο αλληλεπίδραση χρηματοδότη και χρηματοδοτούμενου. Και μάλιστα, η παραπάνω επικοινωνία δεν περιορίζεται γεωγραφικά. Δίνεται, ακόμη, η δυνατότητα προσέγγισης υποστηρικτών από όλο τον κόσμο, αυξάνοντας έτσι τον όγκο των διαθέσιμων κεφαλαίων. Τέλος, σημαντικό πλεονέκτημα αποτελεί και η κατακόρυφη μείωση των διαχειριστικών εξόδων και των εξόδων συναλλαγής (transaction costs) που θα επιβάρυναν μία τραπεζική, για παράδειγμα, μεταφορά χρημάτων.³³

Το μοντέλο αυτό, δεδομένης και της ως άνω ανάλυσης, φαίνεται να μην χρήζει ειδικής κανονιστικής ρύθμισης. Πράγματι, τόσο στην Ελλάδα, όσο και σε χώρες όπως η Γερμανία και η Ιταλία αλλά και σε άλλες, η σχέση – σύμβαση μεταξύ του μέρους που παρέχει την χρηματοδότηση και του φορέα του έργου που χρηματοδοτείται, χαρακτηρίζεται ως *δωρεά* και, στο ελληνικό δίκαιο, ρυθμίζεται από τις αντίστοιχες διατάξεις του Αστικού Κώδικα.^{34,35} Τα διακινούμενα ποσά, το μέγεθος των συναλλαγών και ο αναληφθείς κίνδυνος είναι σχετικά

²⁹ Κουλορίδας (2019, ό.π., σ.12 επ.

³⁰ Mollick (2013), ό.π.

³¹ Act4Greece, <https://www.act4greece.gr/>

³² Μούζουλας (2019), ό.π.

³³ Macchiavello E., Valenti Ch., Beyond the ECSPR and financial-return: The regulation of donation and reward-based crowdfunding in the EU, Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: a Commentary, Financial Law Series, 2022

³⁴ ΑΚ 496 επ.

³⁵ Macchiavello E., Valenti Ch. (2022), ό.π.

μικρός, με αποτέλεσμα, κατά την κρατούσα θέση, οι γενικές διατάξεις να επαρκούν για την προστασία των συμφερόντων των μερών.³⁶

2.2 Συμμετοχική χρηματοδότηση μέσω ανταμοιβών (“reward-based crowdfunding”) και το μοντέλο της προ-αγοράς (“pre-ordering”)

Η χρηματοδότηση μέσω ανταμοιβής είναι το δεύτερο μοντέλο συμμετοχικής χρηματοδότησης το οποίο δεν παρέχει οικονομική ανταμοιβή στους επενδυτές και θεωρείται η πιο διαδεδομένη μορφή συμμετοχικής χρηματοδότησης. Αντίθετα με το «donation-based crowdfunding» (υπό 2.1), οι χρηματοδότες συνεισφέρουν χρηματικά ποσά, αναμένοντας να λάβουν κάποιο συμβολικό, μη χρηματικό αντάλλαγμα.³⁷ Στην μορφή αυτή, η οποία συνιστά -ιστορικά- την πρώτη μορφή εμφάνισης της «σύγχρονης» συμμετοχικής χρηματοδότησης στον χώρο της τέχνης και της μουσικής (π.χ. ηχογράφηση δίσκων, συναυλίες, εκθέσεις κ.α.),³⁸ ο χρηματοδότης λαμβάνει ένα αντάλλαγμα, σχετικό ή άσχετο με το αντικείμενο της χρηματοδοτούμενης ιδέας, ανάλογο ή όχι³⁹ με το ποσό της επένδυσης του.⁴⁰ Οι προσφερόμενες ανταμοιβές δεν ακολουθούν κάποιο κανόνα, αλλά ποικίλλουν και διακρίνονται από πρωτοτυπία και εφευρετικότητα. Παραδείγματα ανταλλαγμάτων που λαμβάνουν οι χρηματοδότες στην πράξη, όπως καταγράφονται στην σχετική βιβλιογραφία και όπως προκύπτουν από τις αντίστοιχες ιστοσελίδες των πλατφορμών συμμετοχικής χρηματοδότησης είναι ένα μπρελόκ, ένα πόστερ, η αναφορά του ονόματος του χρηματοδότη στους συντελεστές μιας ταινίας, ένα αναμνηστικό μπλουζάκι, ένα αυτόγραφο ή ένα τηλεφώνημα από τον καλλιτέχνη, η συμμετοχή στην απόφαση για την μορφή της συσκευασίας του προϊόντος κ.α.⁴¹

Εναλλακτικά, στη μορφή αυτή συμμετοχικής χρηματοδότησης, οι επενδυτές αντιμετωπίζονται ως «πρόωροι» πελάτες (“early customers”). Επενδύουν – χρηματοδοτούν την κατασκευή ενός προϊόντος ή την παροχή μίας υπηρεσίας, αναμένοντας ως ανταμοιβή είτε το ίδιο το προϊόν είτε την προ-αγορά του σε χαμηλότερη τιμή από την τιμή διάθεσής του σε τρίτους – μη επενδυτές.⁴² Το μοντέλο αυτό της προαγοράς, συχνά, στην ελληνική και ξένη

³⁶ Βλ. τον σχετικό προβληματικό περί ειδικής νομοθετικής ρύθμισης αναλυτικά στη σχετική ενότητα της παρούσας εργασίας για το *χρηματοδοτικό «πλήθος»*

³⁷ Διεθνώς, χρησιμοποιείται και ο όρος “perks” για να περιγράψει τα προσφερόμενα προνόμια - ανταλλάγματα

³⁸ Agrawal et al. (2013)

³⁹ Υπάρχουν περιπτώσεις εκστρατειών όπου το προσφερόμενο αντάλλαγμα είναι ένα και κοινό για όλους τους υποστηρικτές ή εναλλακτικά προσφέρονται κλιμακωτές ανταμοιβές σε συνάρτηση με το ύψος της εκάστοτε συνεισφοράς.

⁴⁰ Κουλορίδας (2019), ό.π.

⁴¹ Κουλορίδας (2019), ό.π..Bradford (2012), ό.π.

⁴² Belleflame et al. (2013), ό.π., σ.2 επ.. Μία από τις δύο κυρίαρχες, κατά τους γράφοντες, μορφές συμμετοχικής χρηματοδότησης που αποτελούν αντικείμενο προβληματισμού στο έργο τους, είναι αυτή της προ-αγοράς. Αναλύεται η δυνατότητα του κατόχου του προϊόντος να προβεί σε διακριτική μεταχείριση των τιμών (“price discrimination”) μεταξύ προ-αγοραστών και λοιπών καταναλωτών, ενώ δίνεται έμφαση στις περιπτώσεις που η χρησιμοποίηση αυτού του μοντέλου μπορεί να είναι αποτελεσματική και τότε ενδέχεται να μειώσει την κερδοφορία του εγχειρήματος.

βιβλιογραφία κατηγοριοποιείται ως ξεχωριστή μορφή συμμετοχικής χρηματοδότησης.⁴³ Ωστόσο, θεωρούμε πως, αν και παρουσιάζει ορισμένες ιδιαιτερότητες, συστηματικά εντάσσεται στο γενικότερο μοντέλο της χρηματοδότησης μέσω ανταμοιβής, αποτελώντας μάλιστα το συνηθέστερο είδος αυτής.

Από νομικής σκοπιάς, η σχέση μεταξύ χρηματοδότη και χρηματοδοτούμενου βρίσκεται στο μεταίχμιο της δωρεάς υπό τρόπο⁴⁴ και της πώλησης μελλοντικού πράγματος.⁴⁵ Όταν, λοιπόν, η ανταμοιβή είναι απλώς συμβολική ή πολύ μικρής αξίας αναλογικά με την συνεισφορά, θεωρούμε ότι ο χρηματοδότης χρηματοδοτεί με πρόθεση ελευθεριότητας, και το αναμενόμενο αντάλλαγμα συνιστά αναληφθέν «βάρος» του χρηματοδοτούμενου, που μπορεί να ερμηνευτεί ως εκτέλεση τρόπου.⁴⁶ Από την άλλη όταν η συμβατική σχέση περιλαμβάνει την παράδοση ενός προϊόντος και η αξία της συνεισφοράς του χρηματοδότη είναι ανάλογη της προσφερόμενης ανταμοιβής, τότε μάλλον πρόκειται για αμφοτεροβαρή σύμβαση πώλησης. Αυτό θα συμβαίνει κατά βάση στο μοντέλο της προαγοράς, όπου τα μέρη αναλαμβάνουν τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις του πωλητή και του αγοραστή αντίστοιχα. Ζητήματα προκύπτουν από την δυνατότητα καθολικής εφαρμογής των διατάξεων του δικαίου του καταναλωτή σε αυτές τις περιπτώσεις, ιδίως των δικαιωμάτων απόσυρσης από μία εξ αποστάσεως συναλλαγή, καταγγελίας της σύμβασης σε περίπτωση καθυστέρησης και των διατάξεων για τους Γενικούς Όρους Συναλλαγών.⁴⁷

Κλείνοντας, αξίζει να αναφερθούμε στις δύο (2) κυριότερες και πιο γνωστές πλατφόρμες συμμετοχικής χρηματοδότησης που χρησιμοποιούν το μοντέλο των ανταμοιβών. Πρόκειται για την “Kickstarter”, μία από τις μεγαλύτερες πλατφόρμες παγκοσμίως⁴⁸ και την “Indiegogo”. Η πρώτη απαιτεί από τους φορείς των εγχειρημάτων να προσφέρουν στους χρηματοδότες ένα τελικό προϊόν, δηλαδή μη χρηματικά ανταλλάγματα τα οποία έχουν άμεση συνάφεια με το χρηματοδοτούμενο αντικείμενο, αν όχι το ίδιο το παραγόμενο προϊόν,⁴⁹ ενώ η Indiegogo απλώς συστήνει μία τέτοια ανταμοιβή.⁵⁰ Επιπλέον, η πλατφόρμα Kickstarter χρησιμοποιεί το μοντέλο “all-or-nothing”, δηλαδή τα έργα χρηματοδοτούνται μόνο εφόσον συμπληρωθεί ο χρηματοδοτικός στόχος, ενώ η Indiegogo δίνει στους χρηματοδοτούμενους

⁴³ Ο Κουλορίδας διακρίνει τις δύο αυτές μορφές και μάλιστα εντάσσει την «συμμετοχική χρηματοδότηση μέσω προαγορών» στις μορφές crowdfunding με οικονομικό αντάλλαγμα. Επιπλέον, ο Bradford, όπως προαναφέρθηκε, εντοπίζει πέντε μορφές συμμετοχικής χρηματοδότησης διακρίνοντας μεταξύ “reward model” και “pre-purchase model”. Ωστόσο, στην ανάλυση που ακολουθεί, σημειώνει ότι τα δύο αυτά μοντέλα συμμετοχικής χρηματοδότησης, τις περισσότερες φορές φιλοξενούνται στις ίδιες πλατφόρμες καθώς παρουσιάζουν πολύ μεγάλο βαθμό ομοιότητας. Ρόκας κ.α. (2016), ό.π., σ.655-656

⁴⁴ ΑΚ 503

⁴⁵ ΑΚ 513 επ.

⁴⁶ Βέβαια, αξίζει να παρατηρηθεί ότι εδώ ο *τρόπος* καθορίζεται από τον χρηματοδοτούμενο (δωρεοδόχο) και όχι το πρόσωπο που χρηματοδοτεί (δωρητής).

⁴⁷ Macchiavello E., Valenti Ch. (2022), ό.π.

⁴⁸ Σύμφωνα με τα διαθέσιμα στατιστικά στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα της πλατφόρμας, έχουν συνολικά συγκεντρωθεί περισσότερα από \$6,9 δισεκατομμύρια. με τη συμμετοχή περισσότερων από 21 χιλιάδων χρηματοδοτών, <https://www.kickstarter.com/help/stats?ref=global-footer>

⁴⁹ Kickstarter, <https://www.kickstarter.com/>

⁵⁰ Indiegogo, <https://www.indiegogo.com>

την επιλογή να χρησιμοποιήσουν τα ποσά που θα συγκεντρωθούν ανεξαρτήτως ύψους ή επιτυχίας της καμπάνιας (μοντέλο “keep it all”).⁵¹

2.3 Συμμετοχική δανειοδότηση (“crowd-lending”, “lending-based crowdfunding”)

Αποτελεί την πιο διαδεδομένη μορφή συμμετοχικής χρηματοδότησης, ενώ κυριαρχεί σε απόλυτους αριθμούς και γνωρίζει παγκοσμίως μεγάλη ανάπτυξη. Τα κεφάλαια που συγκεντρώνονται παρέχονται με τη μορφή δανείου στον επιχειρηματία και οι χρηματοδότες αναμένουν να τους επιστραφεί το αρχικό κεφάλαιο προσαυξημένο με το συμφωνηθέν επιτόκιο. Δεν αποκλείεται, βέβαια, τα δάνεια να είναι άτοκα και έτσι η αξίωση αποπληρωμής να αφορά μόνο το αρχικό ποσό που επενδύθηκε.⁵²

Η συμμετοχική χρηματοδότηση με τη μορφή δανείων απευθύνεται είτε σε ιδιώτες (peer-to-peer lending, P2P) είτε σε επιχειρήσεις (P2B).⁵³ Μία ακόμη βασική διάκριση που γίνεται είναι σε άμεση και έμμεση συμμετοχική δανειοδότηση. Στην άμεση συμμετοχική δανειοδότηση, οι χρηματοδότες δανείζουν άμεσα τον επιχειρηματία. Κρίσιμο είναι το γεγονός ότι παρακάμπτεται η παραδοσιακή διαμεσολαβητική λειτουργία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και ο χρηματοδότης συνάπτει απευθείας σύμβαση δανείου με τον χρηματοδοτούμενο. Στο πλαίσιο αυτό, ο ρόλος της πλατφόρμας περιορίζεται στην πραγματοποίηση ελέγχου πιστοληπτικής ικανότητας του αιτούντος δανειοδότηση, στην ταυτοποίηση των μερών και στην σύνδεση της προσφοράς με την ζήτηση.⁵⁴ Την στιγμή που το αιτούμενο ποσό συγκεντρώνεται, μεταφέρεται αυτόματα στον δανειολήπτη και είναι άμεσα διαθέσιμο σε αυτόν, χωρίς να διέλθει από μηχανισμούς παραδοσιακής χρηματοδότησης, γεγονός που καθίστα το κόστος του εν λόγω δανεισμού αισθητά χαμηλότερο.⁵⁵ Είχε παλαιότερα προβληματίσει η δραστηριότητα της πλατφόρμας ως αποδέκτη χρημάτων και διαχειρίστρια των ποσών του δανείου, δεδομένης της μονοπωλιακής εμπλοκής των τραπεζών με τις εν λόγω τραπεζικές δραστηριότητες.⁵⁶ Ωστόσο, όπως θα αναλυθεί και παρακάτω, το ζήτημα έχει διευθετηθεί σε ενωσιακό επίπεδο και οι πλατφόρμες συμμετοχικής χρηματοδότησης μπορούν να λειτουργούν και να παρέχουν τις υπηρεσίες συμμετοχικής χρηματοδότησης ανεξαρτήτων των λοιπών τραπεζικών δραστηριοτήτων και των απαιτούμενων αδειών.⁵⁷

⁵¹ Για τα μοντέλα αυτά (“all-or-nothing”, “keep it all”) βλ. και τη σχετική ενότητα της παρούσας εργασίας για την πλατφόρμα παροχής υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης

⁵² Bradford (2012), ό.π.

⁵³ Peer-to-Business lending

⁵⁴ Κουλορίδας (2019), ό.π.

⁵⁵ Μούζουλας (2019), ό.π.

⁵⁶ Άρ. 9 του ν.4261/2014

⁵⁷ Προϊμιο του Κανονισμού 2020/1503/ΕΕ, Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, L 347 της 20.10.2020 για τους Ευρωπαίους παρόχους υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης, Σκέψη 9. Κουλορίδας (2019), ό.π., σ.175

Αντίθετα, στην έμμεση συμμετοχική δανειοδότηση, το δάνειο δεν χορηγείται απευθείας από τους χρηματοδότες αλλά παρεμβάλλεται ένα πιστωτικό ίδρυμα. Αναλυτικότερα, μόλις το αιτούμενο ποσό του δανείου καλυφθεί από το χρηματοδοτικό κοινό μέσω της πλατφόρμας, το πιστωτικό ίδρυμα χορηγεί δάνειο στην αιτούσα επιχείρηση, το οποίο αναχρηματοδοτείται από την πλατφόρμα συμμετοχικής χρηματοδότησης (μέσω των κεφαλαίων που έχουν συγκεντρωθεί). Οι απαιτήσεις επιστροφής του δανείου είτε εκχωρούνται στους χρηματοδότες απευθείας από το πιστωτικό ίδρυμα είτε τιτλοποιούνται σε ομολογίες από οχήματα ειδικού σκοπού και χορηγούνται στη συνέχεια στους δανειστές.⁵⁸

Η θεωρία αλλά και η πράξη έχουν αναδείξει ποικίλες διαμορφώσεις του συγκεκριμένου μοντέλου συμμετοχικής χρηματοδότησης. Για παράδειγμα, ενδέχεται η ίδια η πλατφόρμα να παρέχει εγγύηση για την επιστροφή του δανείου (“guaranteed return model”), να συμφωνείται ότι η επιστροφή των εισφεροθέντων ποσών στους χρηματοδότες θα λάβει χώρα μόνο εφόσον το χρηματοδοτούμενο σχέδιο αποβεί κερδοφόρο ή οι επιστροφές θα είναι ανάλογες με το ύψος των κερδών.⁵⁹ Ένα ακόμη εναλλακτικό μοντέλο είναι το “offline crowdfunding”, στο οποίο ορισμένες λειτουργίες – έλεγχοι πραγματοποιούνται από την πλατφόρμα δια ζώσης⁶⁰ και όχι ηλεκτρονικά.⁶¹ Τέλος, αναφοράς χρήζει η περίπτωση των αλληλέγγυων δανείων (ακολουθούν το μοντέλο του “microfinancing”). Στην περίπτωση αυτή, πρόκειται για μικροπιστώσεις – μικροδάνεια, κατά κανόνα άτοκα, σε πρόσωπα με χαμηλά εισοδήματα τα οποία δεν έχουν πρόσβαση στον παραδοσιακό τραπεζικό δανεισμό. Η μορφή αυτή συμμετοχικής κοινωνικής δανειοδότησης,⁶² σε αντίθεση με όλα τα προαναφερθέντα μοντέλα έχει κοινωνικό πρόσημο και αποτυπώνει μια επιθυμία των χρηματοδοτών να προσφέρουν για καλό σκοπό, προσιδιάζοντας, για τον λόγο αυτό, στην συμμετοχική χρηματοδότηση χωρίς οικονομική ανταμοιβή.⁶³

2.4 Συμμετοχική επένδυση (“crowd-investing”, “equity crowdfunding”, “investment-based crowdfunding”)

Το equity crowdfunding συνιστά την νεότερη μορφή συμμετοχικής χρηματοδότησης, η οποία μόλις τα τελευταία χρόνια έχει αποκτήσει έδαφος. Συγκεκριμένα, στο μοντέλο της συμμετοχικής επένδυσης, που λαμβάνει χώρα στην πρωτογενή αγορά, ο χρηματοδότης προσφέρει κεφάλαια σε μία επιχείρηση, επενδύει δηλαδή σε αυτήν, με την διαμεσολάβηση της ηλεκτρονικής πλατφόρμας παροχής υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης και του

⁵⁸ Κουλορίδας (2019), ό.π.

⁵⁹ Μούζουλας (2019), ό.π.

⁶⁰ Σε μία πιο παραδοσιακή έκφανση της συμμετοχικής χρηματοδότησης, οι αιτήσεις και ο έλεγχος της πιστοληπτικής ικανότητας του αιτούντος γίνονται με φυσική παρουσία των μερών.

⁶¹ Κουλορίδας (2019), ό.π.

⁶² Κουλορίδας (2019), ό.π., σ.28

⁶³ Mollick (2013), ό.π.

χορηγούνται ως αντάλλαγμα τίτλοι,⁶⁴ ιδίως μετοχές, της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης.⁶⁶ Γενικώς, προτιμάται οι εκδιδόμενες μετοχές, στο βαθμό που το εφαρμοστέο δίκαιο το επιτρέπει να μην ενσωματώνουν δικαίωμα προτίμησης ή δικαιώματα ψήφου, μειώνοντας με αυτό τον τρόπο τα κόστη διαχείρισης και συντονισμού μίας πολύ μεγάλης ομάδας επενδυτών – μετόχων.⁶⁷ Γι’ αυτό το λόγο, εάν κάτι τέτοιο δεν μπορεί να προβλεφθεί, υιοθετούνται μοντέλα έμμεσης συμμετοχής. Ανάλογα με τον τρόπο συμμετοχής των επενδυτών στη χρηματοδοτούμενη επιχείρηση, υπάρχει διαφοροποίηση και εντοπίζεται το μοντέλο της άμεσης, αφενός, και της έμμεσης συμμετοχικής επένδυσης, αφετέρου.⁶⁸

Στην πρώτη εκδοχή της -την άμεση χρηματοδότηση- ο χρηματοδότης αναπτύσσει απευθείας συμβατική σχέση με την χρηματοδοτούμενη εταιρεία, επενδύοντας σε αυτή και αποκτώντας κινητές αξίες αυτής (με τα χαρακτηριστικά που προαναφέρθηκαν) ως αντάλλαγμα. Με αυτόν τον τρόπο, κάθε επενδυτής καθίσταται μέτοχος και συμβαλλόμενο μέρος της όποιας (επενδυτικής ή εξω-εταιρικής) συμφωνίας. Η λειτουργία της πλατφόρμας είναι, κατά κύριο λόγο διαμεσολαβητική, υποδεικνύοντας δυνητικές επενδυτικές ευκαιρίες, διευκολύνοντας την μετακίνηση των κεφαλαίων και την διαμόρφωση των συμβατικών κειμένων.⁶⁹

Στον αντίποδα, όπως υποδεικνύει και ο αντίστοιχος όρος, στο μοντέλο της έμμεσης συμμετοχικής επένδυσης, ο επενδυτής δεν συμβάλλεται απευθείας με την εταιρεία ούτε και αποκτά δικούς της τίτλους. Αντίθετα, μεσολαβεί ένα Όχημα Ειδικού Σκοπού (Special Purpose Vehicle, “SPV”)⁷⁰ ή ένας Οργανισμός Εναλλακτικών Επενδύσεων (OEE)⁷¹ που έχει συσταθεί από την πλατφόρμα ή ένα τρίτο μέρος. Το SPV ή ο OEE ή κάποιο άλλο μόρφωμα π.χ. αμοιβαίο κεφάλαιο εμφανίζεται ως μέτοχος της υπό χρηματοδότηση εταιρίας και το σύνολο των επενδυτών καθίστανται μέτοχοι του SPV ή συμμετέχουν στον OEE, ή στο αμοιβαίο κεφάλαιο.⁷² Επεξηγηματικά, οι σχέσεις των επενδυτών διέπονται από τις διατάξεις του καταστατικού του SPV ή τυχόν συμφωνίες μετόχων του SPV, ενώ οι όροι της επένδυσης ρυθμίζονται μεταξύ χρηματοδοτούμενης εταιρίας και οχήματος ειδικού σκοπού. Ακόμη, τυποποιείται και το κοινοπρακτικό μοντέλο ως μορφή έμμεσης συμμετοχικής επένδυσης. Συνίσταται στην ίδρυση κοινοπραξιών από επενδυτές – αγγέλους (lead investors) στις οποίες

⁶⁴ Οι τίτλοι που εκδίδονται στο πλαίσιο της συμμετοχικής χρηματοδότησης δεν είναι εισηγμένοι, χωρίς ωστόσο κάτι τέτοιο να αποκλείεται. Απλώς, οι εισηγμένες εταιρείες έχουν κατά κανόνα πρόσβαση σε μια ευρεία γκάμα εναλλακτικών μηχανισμών χρηματοδότησης, με συνέπεια δύσκολα να καταφύγουν στο μοντέλο της συμμετοχικής χρηματοδότησης.

⁶⁵ Χορηγούνται μετοχές, ομολογίες για συμμετοχή στα κέρδη, χρεωστικές ομολογίες και άλλοι υβριδικοί τίτλοι. Δεν υπάρχει αυστηρή τυποποίηση και οριοθέτηση των εκδιδόμενων κινητών αξιών, αλλά αυτές ποικίλλουν στην πράξη και διαμορφώνονται σε συνάρτηση με τα ισχύοντα ρυθμιστικά, οικονομικά και φορολογικά δεδομένα της κάθε έννομης τάξης.

⁶⁶ Mollick (2013), ό.π.

⁶⁷ Κουλορίδας (2019), ό.π., σ.36-38

⁶⁸ Μούζουλας (2019), ό.π., σ.74

⁶⁹ Κουλορίδας (2019), ό.π., σ.42-43

⁷⁰ Το όχημα ειδικού σκοπού μπορεί να έχει ή να μην έχει νομική προσωπικότητα. Συστήνεται και λειτουργεί με αποκλειστικό στόχο την συμμετοχή και εκπροσώπηση στην υπό επένδυση εταιρία. Ενδέχεται η τόσο η σύσταση όσο και η διαχείριση του να έχει αναληφθεί από την ίδια την πλατφόρμα.

⁷¹ Πρόκειται για ένα οργανισμό που συμμετέχει σε περισσότερες από μία κατηγορίες χρηματοδοτικών εγχειρημάτων που άπτονται της υιοθετούμενης επενδυτικής πολιτικής του.

⁷² European Securities and Markets Authority (ESMA), Opinion on investment-based crowdfunding, 18.12.2014

οι ιδιώτες-επενδυτές καλούνται, εφόσον εμπνέονται από το προφίλ του κορυφαίου επενδυτή και είναι σύμφωνοι με το προτεινόμενο επενδυτικό σχέδιο, να συμμετάσχουν. Για κάθε μία κοινοπραξία συστήνεται εταιρία περιορισμένης ευθύνης (ΕΠΕ), με τον διαχειριστή αυτής να υλοποιεί την επενδυτική στρατηγική του lead investor, ο οποίος μάλιστα επενδύει και αυτόνομα, εκτός του ανωτέρου μορφώματος. Στην βιβλιογραφία, αναφορά γίνεται, επίσης, και στο μοντέλο της αναδοχής. Συνολικά, με την έμμεση συμμετοχική χρηματοδότηση κεφαλαίου, η διαχείριση της πολυμετοχικής σύνθεσης καθίσταται αποτελεσματικότερη και οικονομικότερη, οι αποφάσεις λαμβάνονται ταχύτερα και η εκπροσώπηση και διαχείριση των συμφερόντων των επενδυτών είναι συντονισμένη.⁷³

Συγκριτικά με όλες τις άλλες προαναφερθείσες μορφές, διαπιστώνεται ότι κυριαρχεί ο επενδυτικός χαρακτήρας του μοντέλου αυτού, δεδομένου ότι η χρηματοδότηση γίνεται με βασικό, αν όχι αποκλειστικό, στόχο την απόδοση της πραγματοποιηθείσας επένδυσης. Ιδιαιτερότητα, επίσης, συνιστά το γεγονός ότι οι χρηματοδότες – επενδυτικό κοινό δεν θα αρκεστούν σε μία ηθική ανταμοιβή⁷⁴ ή ένα συμβολικό αντάλλαγμα⁷⁵ ή στην είσπραξη των προκαθορισμένων τόκων,⁷⁶ αλλά θα έχουν την ευκαιρία σε περίπτωση που το χρηματοδοτούμενο σχέδιο στεφθεί με επιτυχία, να απολαύσουν κέρδη καθώς και να εκμεταλλευτούν την τυχόν δημιουργούμενη υπεραξία της επιχείρησης σε περίπτωση εκποίησης αυτής. Μάλιστα, αν και επικρατεί η άποψη και, όπως θα δούμε στη συνέχεια υιοθετείται κιόλας, ότι οι δύο εκδοχές της συμμετοχικής χρηματοδότησης με οικονομικό αντάλλαγμα μπορούν να εξετάζονται και να ρυθμίζονται από κοινού δεδομένων των ομοιοτήτων τους, υπάρχουν βασικές διαφοροποιήσεις μεταξύ των δύο αυτών μοντέλων. Αυτές εντοπίζονται ιδίως, στον αναληφθέντα εγγενή χρηματοδοτικό κίνδυνο, την μορφή και φύση των χρηματοδοτούμενων επιχειρήσεων, τις απαιτήσεις αποκάλυψης πληροφοριών και ενημέρωσης και τους κινδύνους που απορρέουν από την συμμετοχή νέων χρηματοδοτών - επενδυτών σε μελλοντικούς κύκλους χρηματοδότησης.⁷⁷

3 ΟΙ ΤΡΕΙΣ ΣΥΝΙΣΤΩΣΕΣ ΤΗΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ, ΤΑ ΚΙΝΗΤΡΑ ΚΑΙ ΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΘΕ ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΝΤΑ

3.1 Οι χρηματοδοτούμενοι και τα υποψήφια προς χρηματοδότηση εγχειρήματα

Δεδομένων των ετερογενών και ποικίλων κινήτρων του πλήθους για χρηματοδότηση, όπως αυτά θα περιγραφούν εκτενώς παρακάτω, προκύπτει ότι το εύρος των χρηματοδοτούμενων εγχειρημάτων είναι πολύ μεγαλύτερο, συγκριτικά με τους παραδοσιακούς χρηματοδοτικούς μηχανισμούς κερδοσκοπικών -κυρίως- επιχειρήσεων. Περιλαμβάνει κοινωφελή έργα, έργα

⁷³ Κουλορίδας (2019), ό.π., σ.42-49. Μούζουλας (2019), ό.π., σ.74-87

⁷⁴ Συμμετοχική χρηματοδότηση μέσω δωρεών

⁷⁵ Συμμετοχική χρηματοδότηση μέσω ανταμοιβών

⁷⁶ Συμμετοχική δανειοδότηση

⁷⁷ Dorff M., The siren call of equity crowdfunding, 2013

για το περιβάλλον, την εκπαίδευση, τις τέχνες, κερδοσκοπικά εγχειρήματα κ.α. Οι χρηματοδοτούμενοι είναι είτε νέες μικρές επιχειρήσεις είτε νεοφυείς οντότητες, οι οποίες δεν έχουν πρόσβαση στην παραδοσιακή χρηματοδότηση και για να καλύψουν το δημιουργούμενο χρηματοδοτικό κενό αναζητούν μέσω της συμμετοχικής χρηματοδότησης κεφάλαια κατά τα πρώτα στάδια της δραστηριότητας τους (χρηματοδότηση σποράς, “seed financing”).⁷⁸

Με τον όρο «νεοφυής»⁷⁹ αναφερόμαστε σε μία επιχείρηση με προοπτική και δυναμική ταχύτατης ανάπτυξης σε διαδοχικά στάδια. Το αντικείμενο – η ιδέα για την σύσταση μία νεοφυούς επιχείρησης θα πρέπει να φέρει καινοτόμο στίγμα, ενώ πολύ συχνά αφορά τεχνολογικά προϊόντα και υπηρεσίες. Επιπλέον, παρουσιάζει προοπτικές υψηλής απόδοσης σε σύντομο χρονικό διάστημα, με το ρίσκο που αναλαμβάνεται να είναι εύλογα αντίστοιχα υψηλό. Από την άλλη οι νέες μικρές εταιρίες⁸⁰ έχουν περιορισμένες ευκαιρίες και δυναμική άμεσης εξέλιξης, έντονα στοιχεία εντοπιότητας και βασίζονται σε μικρές υγιείς χρηματορροές.⁸¹ Από αυτή τη σύντομη ανάπτυξη, γίνονται αντιληπτά τα διαφορετικά χαρακτηριστικά των χρηματοδοτούμενων. Στο πλαίσιο αυτό, τα εργαλεία χρηματοδότησης που χρησιμοποιούνται δεν είναι κοινά αλλά διαφέρουν (π.χ. συμμετοχική επένδυση στην περίπτωση των start-ups, συμμετοχική χρηματοδότηση μέσω δανείων για μικρές επιχειρήσεις) και στηρίζονται στη μεν πρώτη περίπτωση στην δημιουργούμενη υπεραξία, στη δε δεύτερη στις σταθερές ετήσιες χρηματορροές.⁸²

3.1.1 Κίνητρα

Η ποικιλία των κινήτρων, στοχεύσεων και ωφελειών των χρηματοδοτούμενων μέσω του μοντέλου της συμμετοχικής χρηματοδότησης έχει απασχολήσει τόσο την θεωρία, όσο και την πράξη, καθώς αυτή -η ποικιλία- αποτελεί σημαντικότερη ιδιαιτερότητα του εναλλακτικού αυτού τρόπου χρηματοδότησης. Αναμφισβήτητα, κύριος στόχος και εννοιολογικό στοιχείο της συμμετοχικής χρηματοδότησης είναι η άντληση χρηματικών πόρων, η χρηματοδότηση δηλαδή, είτε μίας δράσης (που θα λάβει χώρα μία φορά) είτε μίας επιχειρηματικής ιδέας που αναζητά τα απαραίτητα κεφάλαια για να υλοποιηθεί. Μάλιστα, μέσω της συμμετοχικής χρηματοδότησης, μειώνεται το κόστος της χρηματοδότησης διότι (α) λόγω της πλατφόρμας και του διαμεσολαβητικού της ρόλου, οι χρηματοδοτούμενοι (ζήτηση) ταυτίζονται με χρηματοδότες που θέλουν να επενδύσουν (προσφορά) και (β) επιτυγχάνεται εύρεση επενδυτών που διατίθενται να χρηματοδοτήσουν με αντάλλαγμα κάτι που ο κύριος του υπό χρηματοδότηση έργου έχει τη δυνατότητα να προσφέρει (π.χ. προαγορά προϊόντων - υπηρεσιών που υπό συνθήκες συνθήκες αγοράς δεν θα ήταν εφικτή, λόγω του νεαρού της επενδυτικής ιδέας και της αβεβαιότητας υλοποίησης της).⁸³

⁷⁸ Stoica Em., Iliescu E., Crowdfunding – A viable alternative to finance small and medium enterprises, Challenges of the Knowledge Society (CKS), 2022, σ.597-602. Κουλορίδας (2019), ό.π., σ.80-83

⁷⁹ “Start-up company”

⁸⁰ Στην διεθνή βιβλιογραφία γίνεται λόγος για “Small – Medium Enterprises” (SMEs)

⁸¹ Chandler M., Wial H., Bridging the capital access gap: An overview of the small business finance industry, Initiative for a Competitive Inner City (ICIC), 2022

⁸² Κουλορίδας (2019), ό.π., σ.80-84, 100

⁸³ Κουλορίδας (2019), ό.π., σ.80. Agrawal et al. (2013), ό.π., σ. 10-11

Μέσω της συμμετοχικής χρηματοδότησης και της απευθείας αλληλεπίδρασης με το κοινό, δημιουργείται μία πολύ σημαντική δεξαμενή πληροφοριών για τους χρηματοδοτούμενους. Οι πληροφορίες που συλλέγονται και οι τάσεις που διαμορφώνονται λειτουργούν, καταρχάς, ως άτυπες έρευνες αγοράς. Επιπλέον, μέσω αυτών, αξιολογούνται οι υποψήφιες επιχειρηματικές ιδέες και δίνεται η κατεύθυνση σχετικά με την μελλοντική ζήτηση του προϊόντος ή υπηρεσίας, ιδίως στο μοντέλο της προαγοράς. Ακόμη, κίνητρο για τους χρηματοδοτούμενους είναι η δυνατότητα προώθησης του χρηματοδοτικού εγχειρήματος εντός της «χρηματοδοτικής κοινότητας». Συγκεκριμένα, οι υποστηρικτές ενός έργου μπορούν πολύ εύκολα, γρήγορα και χωρίς κόστος να διαδώσουν πληροφορίες σχετικά με αυτό και να το προωθήσουν στους ομοτίμους τους.⁸⁴ Επιπροσθέτως, παρατηρείται ότι το χρηματοδοτικό πλήθος μπορεί εκτός από χρηματοδότηση, να προσφέρει, ενδεικτικά, ιδέες και συνδρομή στον σχεδιασμό ή/και την κατασκευή ενός προϊόντος,⁸⁵ να επισημάνει σφάλματα και να προτείνει διορθώσεις, να παράσχει συμβουλές, διαχειριστικές διευκολύνσεις, ενεργό συμμετοχή και κύρος σε μία νεοσύστατη επιχείρηση στην περίπτωση της συμμετοχικής επένδυσης,⁸⁶ εξοικονομώντας χρόνο και έξοδα για τον χρηματοδοτούμενο. Συνολικά, καταλυτικό είναι το γεγονός ότι τα παραπάνω κίνητρα και πλεονεκτήματα έχουν διεθνή εμβέλεια. Οι παραπάνω λειτουργίες πραγματοποιούνται και αφορούν μία διεθνή κοινότητα χρηματοδοτούμενων - επενδυτών, χωρίς γεωγραφικούς περιορισμούς και χωρίς ανάγκη για τοπική εγγύτητα των μερών. Ειδικότερα, ο συσχετισμός της γεωγραφικής θέσης με τις προοπτικές (επιτυχούς) χρηματοδότησης ενός έργου από συγκεκριμένους υποστηρικτές έχει απασχολήσει ιδιαίτερα την θεωρία, ελληνική και ξενόγλωσση. Κρατούσα είναι η θέση που αναφέρει ότι λόγω της ηλεκτρονικής πλατφόρμας και των τεχνολογικών εφαρμογών, η τοποθεσία - έδρα ενός εγχειρήματος δεν είναι, πλέον, τόσο καθοριστική και η γεωγραφική κατανομή των χρηματοδοτών είναι πράγματι πολύ ευρεία, καθώς πολλά ζητήματα π.χ. ελέγχου, συμμετοχής, ενημέρωσης «επιλύονται» διαδικτυακά και δεν απαιτείται δια ζώσης επαφή.⁸⁷⁸⁸

Συνεπώς, αυτό που ενδιαφέρει είναι ότι το crowdfunding μπορεί να προσφέρει ένα σύνολο δυνατοτήτων και ωφελειών στον χρηματοδοτούμενο, οι οποίες υπερβαίνουν κατά πολύ την συγκέντρωση κεφαλαίου και, αν αξιοποιηθούν με τον κατάλληλο τρόπο, θα αποβούν άκρως επωφελείς για τους φορείς των χρηματοδοτούμενων εγχειρημάτων.⁸⁹

⁸⁴ Agrawal et al. (2013), ό.π., σ. 11-13

⁸⁵ Κουλορίδας (2019), ό.π., σ.80-81

⁸⁶ Mollick (2013), ό.π.

⁸⁷ Αυτό βέβαια δεν σημαίνει ότι ηθικού, κοινωνικού και συναισθηματικού χαρακτήρα ευαισθησίες παύουν να υφίστανται. Είναι γεγονός ότι κάποιες τοπικές συνδέσεις παραμένουν και στην περίπτωση της συμμετοχικής χρηματοδότησης

⁸⁸ Mollick E., Robb A., Democratizing innovation and capital access: the role of crowdfunding, California Management Review, τ.58, αρ.2, 2016, σ.72-87. Agrawal et al., The geography of crowdfunding, University of Toronto, Ιανουάριος 2011, σ.1-19

⁸⁹ Mollick (2013), ό.π., σ.10-11

3.1.2 Κίνδυνοι- αποτρεπτικοί παράγοντες

Παραδοσιακά αυξημένοι κίνδυνοι για τους χρηματοδοτούμενους εμφανίζονται από την γνωστοποίηση και αποκάλυψη μεγάλου αριθμού πληροφοριών που, πολύ συχνά, αφορούν καινοτόμες ιδέες, πρωτότυπα σχέδια, οργανωτικές δομές, επιχειρηματικές στρατηγικές, κόστη κ.α.. Η δημοσιοποίηση ευαίσθητων και εμπιστευτικού χαρακτήρα πληροφοριών χάριν ενημέρωσης των δυνητικών επενδυτών έχει δυσμενείς επιπτώσεις σε τρία, τουλάχιστον επίπεδα. Πρώτον, η πρόωγη αποκάλυψη μίας καινοτόμου επιχειρηματικής ιδέας εγείρει ζητήματα ανταγωνισμού, καθώς καταλύει το -όποιο- προβάδισμα έναντι ανταγωνιστών και δίνει την δυνατότητα σε οποιονδήποτε τρίτο να την αξιοποιήσει. Δεύτερον, βάσει του δικαίου της βιομηχανικής ιδιοκτησίας ενδέχεται, μετά την αποκάλυψη της εφευρετικής ιδέας, να μην είναι εφικτή η κατοχύρωση της και άρα η προστασία και αποκλειστική δυνατότητα εκμετάλλευσής της από τον χρηματοδοτούμενο.⁹⁰ Τέλος, μελλοντικές αρνητικές συνέπειες μπορούν να προκύψουν στο πλαίσιο διαπραγμάτευσης με πιθανούς προμηθευτές, αφού οι τελευταίοι έχοντας πρόσβαση σε στοιχεία οικονομικά, εξόδων και περιθωρίων κέρδους της εταιρίας, δεν θα είναι ελαστικοί στη διαπραγμάτευση των τιμών, αυξάνοντας, έτσι, το κόστος της παραγωγής.⁹¹

Παραπάνω αναφερθήκαμε στην επωφελή συμμετοχή και εμπλοκή του κοινού στον σχεδιασμό, παραγωγή, διοίκηση κ.α. του προς χρηματοδότηση έργου. Ωστόσο, είναι διάχυτη η αντίληψη ότι αυτή η λειτουργία πολλές φορές δεν επιτυγχάνεται, δεδομένου ότι κάθε ένας χρηματοδότης (επαγγελματίας ή ιδιώτης επενδυτής) εισφέρει πολύ μικρά ποσά και συνεπώς είναι «απλώς παράλογο» να ξοδέψει χρόνο και χρήμα για να συμβουλευτεί και να ασχοληθεί περαιτέρω με το χρηματοδοτούμενο εγχείρημα.⁹² Από την άλλη, παρά την αδιαμφισβήτητη αξία της επικοινωνίας και διάδρασης των μερών, η υπερβολική εμπλοκή και αλληλεπίδραση των χρηματοδοτούμενων με το κοινό καταναλώνει πολύτιμο χρόνο, ενέργεια και πόρους που

⁹⁰ Ρόκας Ν., Βιομηχανική ιδιοκτησία & Αθέμιτος ανταγωνισμός, Εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, 2022, σ.24-33.. Σπηλιόπουλος Οδ., Βασικά στοιχεία εμπορικού δικαίου, Εκδ. Σάκκουλα, 2021, σ.348-349. Η προστασία μίας εφευρετικής ιδέας τελεί υπό αυστηρές προϋποθέσεις. Συγκεκριμένα, για την χορήγηση διπλώματος ευρεσιτεχνίας, οι εφευρέσεις θα πρέπει να πληρούν τις εξής προϋποθέσεις: (α) νέες, (β) να περιέχουν εφευρετική δραστηριότητα και (γ) να είναι επιδεκτικές βιομηχανικής εφαρμογής (άρ. 5 παρ. 1 ν.1733/1987). Ειδικότερα, νέο είναι ένα επινόημα που δεν ανήκει στην στάθμη της τεχνικής -οπουδήποτε στον κόσμο- μέχρι την ημερομηνία κατάθεσης της σχετικής αίτησης (αρ.5 παρ.3 ν.1733/1987). Στην περίπτωση της συμμετοχικής χρηματοδότησης και της αποκάλυψης εμπιστευτικών πληροφοριών στο πλαίσιο προώθησης ενός έργου, ζήτημα δημιουργείται με την προϋπόθεση του «νέου» της εφεύρεσης, καθώς αυτή θα ανήκει πλέον στη στάθμη της τεχνικής δεδομένου ότι θα έχει γνωστοποιηθεί και θα είναι προσβάσιμη από τους ενδιαφερόμενους.

Ωστόσο η παράγραφος 9 αρ. 8 του νόμου 1733/1987 αναφέρει μία εξαίρεση που δεν αποκλείεται να έχει εφαρμογή και στην ανωτέρω περίπτωση: «Δίπλωμα ευρεσιτεχνίας χορηγείται και για εφεύρεση που γνωστοποιήθηκε μέσα στους έξι μήνες πριν την κατάθεση της αίτησης για χορήγηση διπλώματος ευρεσιτεχνίας, αν η γνωστοποίηση οφείλεται: α. σε καταχρηστική ενέργεια σε βάρος του αιτούντος ή του δικαιοπαρόχου του, β. σε παρουσίαση της εφεύρεσης σε επίσημα αναγνωρισμένη έκθεση κατά την έννοια της σύμβασης για τις διεθνείς εκθέσεις που υπογράφηκε στο Παρίσι στις 22 Νοεμβρίου 1928 και κυρώθηκε με το ν. 5562/1932 (ΦΕΚ 221). Στην περίπτωση αυτή ο αιτών οφείλει να δηλώσει κατά την κατάθεση της αίτησης ότι η εφεύρεσή του έχει παρουσιαστεί σε έκθεση και να προσκομίσει σχετική βεβαίωση.»

⁹¹ Agrawal et al. (2013), ό.π. Κουλορίδας (2019), ό.π. σ.88-89

⁹² Dorff (2013), ό.π.

θα έπρεπε, υπό κανονικές συνθήκες, να αφιερώνονται στην ανάπτυξη και υλοποίηση του έργου.⁹³

Τέλος, ιδίως στο μοντέλο της συμμετοχικής χρηματοδότησης μέσω επενδύσεων, αποτρεπτικό παράγοντα συνιστούν τα αυξημένα διαχειριστικά κόστη που συνδέονται με τον πολύ μεγάλο αριθμό των επενδυτών που χρηματοδοτούν μία επιχείρηση. Παρόλ' αυτά, όπως αναλύθηκε ανωτέρω, η πράξη έχει διαμορφώσει το μοντέλο της έμμεσης συμμετοχικής επένδυσης, δίνοντας ουσιαστικά λύση στο παραπάνω ζήτημα. Βέβαια, το πλήθος των επενδυτών (με τελείως διαφορετικούς στόχους και έντονες προσωπικότητες) μπορεί να δυσχεράνει την συνεργασία και τη συντονισμένη δράση στους κόλπους μίας επιχείρησης.⁹⁴

3.2 Η πλατφόρμα παροχής υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης (“crowdfunding platform”)

Ο δεύτερος -και ενδεχομένως βασικότερος- συμμετέχων στο μοντέλο της συμμετοχικής χρηματοδότησης είναι η ηλεκτρονική πλατφόρμα. Η συμμετοχική χρηματοδότηση, βάσει των ορισμών που έχουν δοθεί παραπάνω, επιτελείται δια μέσου πλατφόρμας. Η διαμεσολάβηση της διαδικτυακής πλατφόρμας είναι το διακριτικό γνώρισμα της συμμετοχικής χρηματοδότησης, η ειδοποιός διαφορά της από άλλες μεθόδους χρηματοδότησης, το στοιχείο εκείνο που την καθιστά πρωτότυπο εναλλακτικό μέσο χρηματοδότησης. Συνεπεία των ανωτέρω, η ύπαρξη και εμπλοκή της ηλεκτρονικής πλατφόρμας – του ηλεκτρονικού παρόχου υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης αποτελεί κοινό στοιχείο όλων των μορφών crowdfunding.⁹⁵ Χάρη στην τεχνολογία του διαδικτύου, μέσω της ηλεκτρονικής πλατφόρμας, το πλήθος και οι χρηματοδότες, έρχονται σε άμεση επαφή. Με τον τρόπο αυτό, η πλατφόρμα εξασφαλίζει έναν οργανωμένο δίαυλο αμφίδρομης επικοινωνίας και αλληλεπίδρασης τόσο του πλήθους με τον χρηματοδοτούμενο, όσο και των μελών του χρηματοδοτικού πλήθους μεταξύ τους⁹⁶ και διευκολύνει την ταύτιση της προσφοράς με τη ζήτηση. Πιο συγκεκριμένα, η πλατφόρμα δεν αποτελεί ούτε πάροχο ανταμοιβών, ούτε εκδότη τίτλων αλλά ούτε και δανειστή, γεγονός που υποδηλώνει ότι δεν υφίσταται τριμερής συμβατική σχέση μεταξύ των συμμετεχόντων αλλά διαμορφώνονται τρεις ξεχωριστές σχέσεις (φορέας πλατφόρμας – χρηματοδοτούμενος, φορέας πλατφόρμας – χρηματοδότης και χρηματοδοτούμενος – χρηματοδότης).⁹⁷

Προτού αναλυθούν οι ειδικότερες λειτουργίες της πλατφόρμας, κρίνεται σκόπιμο να αναφερθούν τα είδη των πλατφορμών, όπως διαμορφώνονται στην πράξη και αποτυπώνονται στην θεωρία. Ορισμένες πλατφόρμες παρέχουν μόνο μία μορφή συμμετοχικής χρηματοδότησης (π.χ. μέσω δωρεών) ενώ άλλες προσφέρουν ποικιλία επιλογών. Γίνεται, επίσης, διάκριση σε πλατφόρμες που απευθύνονται σε ορισμένες μόνο επιχειρήσεις ή κλάδους

⁹³ Agrawal et al. (2013), ό.π., σ.17-18. Dorff (2013), ό.π.

⁹⁴ Agrawal et al (2013), ό.π.

⁹⁵ Μούζουλας (2019), ό.π., σ.29

⁹⁶ ESMA (2014), Opinion on investment-based crowdfunding, ό.π.

⁹⁷ Κουλορίδας (2019), ό.π., σ.102

(π.χ. εκδοτικοί οίκοι,⁹⁸ μουσική βιομηχανία, γεωργία και κτηνοτροφία⁹⁹ κ.α.). Δεύτερον, εντοπίζονται πλατφόρμες για συγκεκριμένες μεν, γενικότερες δε κατηγορίες έργων π.χ. για ανάπτυξη λογισμικού ή για δημιουργικά έργα. Από την άλλη, πολλές πλατφόρμες τυποποιούνται ως γενικού ενδιαφέροντος καθώς δεν θέτουν περιορισμούς στα είδη ή την κατηγορία των χρηματοδοτικών εγχειρημάτων που φιλοξενούν.¹⁰⁰ Στη διεθνή βιβλιογραφία, συναντά κανείς αναφορές σε πλατφόρμες που απευθύνονται σε συγκεκριμένες κατηγορίες χρηματοδοτών π.χ. γυναίκες.¹⁰¹

Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, ο ρόλος της πλατφόρμας είναι να διαμεσολαβεί. Η λογική της διαμεσολάβησης στο πλαίσιο των τραπεζικών – χρηματοδοτικών συναλλαγών δεν είναι πρωτόγνωρη, ωστόσο αυτό που είναι ιδιαίτερο και διαφορετικό είναι, πρώτον, ο τρόπος διαμεσολάβησης: ηλεκτρονικά κατόπιν εγγραφής και αποδοχής όρων χρήσης και, δεύτερον, η διαμεσολάβηση μεταξύ ομοτίμων (“peer-to-peer”). Ενδέχεται, δηλαδή, πάροχος και λήπτης να είναι και οι δύο ιδιώτες.¹⁰² Επιπλέον, γίνεται λόγος για ολιστική διαμεσολάβηση. Η πλατφόρμα, δηλαδή, λειτουργεί ως διαμεσολαβητής και των δύο μερών, τόσο του χρηματοδοτικού πλήθους όσο και του ίδιου του χρηματοδοτούμενου. Βέβαια, όπως θα αναφερθεί και στη συνέχεια, οι συνθήκες αυτές οδηγούν σε κινδύνους που σχετίζονται με τη σύγκρουση συμφερόντων.¹⁰³

Κατ’ αποτέλεσμα, από τον ανωτέρω ρόλο του παρόχου υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης απορρέουν τρεις βασικές λειτουργίες. Καταρχάς, η ηλεκτρονική πλατφόρμα φιλοξενεί, μεταδίδει και, σε ένα βαθμό, διαχειρίζεται έναν πολύ μεγάλο όγκο πληροφοριών, στις οποίες έχουν πρόσβαση οι χρήστες της. Με την ανάρτηση των πληροφοριών των υποψήφιων προς χρηματοδότηση έργων αφενός, και των χρηματοδοτών αφετέρου, δημιουργείται μία κρίσιμη, ίσως και μοναδική, πηγή επενδυτικών πληροφοριών και αμβλύνονται ζητήματα πληροφοριακής ασυμμετρίας, ενισχύοντας την εμπιστοσύνη και την αξιοπιστία των μερών. Η πληροφοριακή διαμεσολάβηση της πλατφόρμας δεν έχει γεωγραφικά σύνορα και η πρόσβαση είναι καθολική. Κρίσιμο είναι, επίσης, να αναφερθεί ότι υπό το νέο κανονιστικό πλαίσιο, οι πλατφόρμες συμμετοχικής χρηματοδότησης ελέγχουν και αξιολογούν την επάρκεια και αξιοπιστία των παρεχόμενων πληροφοριών τόσο από τους χρηματοδοτούμενους, όσο και από τους δυνητικούς επενδυτές, ενώ οι ίδιες αδειοδοτούνται και λειτουργούν βάσει ειδικών ρυθμιστικών και εποπτικών κανόνων.

Επιπροσθέτως, η πλατφόρμα επωμίζεται και τη λειτουργία της οργάνωσης και τυποποίησης των συναλλαγών και των μεταξύ των μερών αναπτυσσόμενων συμβατικών σχέσεων. Αναλαμβάνει κεντρικό διαχειριστικό ρόλο στην κατάρτιση των αποκαλούμενων

⁹⁸ Unbound: crowdfunding publisher, <https://unbound.com/>

⁹⁹ Heifer International: Ending poverty begins with agriculture, <https://www.heifer.org/>

¹⁰⁰ Μακρίδης Σ., Παπαγεωργίου Β., Το θεσμικό πλαίσιο της συμμετοχικής χρηματοδότησης (crowdfunding) στην Ελλάδα και ο ρόλος της στο πλαίσιο της Κοινωνίας των Πολιτών και τους ΟΤΑ, Δημόσια Διακυβέρνηση, 2019, σ.677-681

¹⁰¹ Bradford (2012), ό.π., σ.11-13

¹⁰² Αυτό έρχεται σε αντίθεση με τα παραδοσιακά μοντέλα χρηματοδότησης και παροχής επενδυτικών υπηρεσιών που συντονίζουν και μεσολαβούν σχέσεις μεταξύ επαγγελματιών ή επαγγελματιών και ιδιωτών.

¹⁰³ Κουλορίδας (2019), ό.π., σ.105,113

«χρηματοδοτικών συμβολαίων», στην διαμόρφωση των βασικών όρων τους, την πρόβλεψη δικαιωμάτων των μερών κ.α. Η τυποποίηση αυτή από την πλατφόρμα εξοικονομεί χρόνο, περιορίζει το συναλλακτικό κόστος, προσδίδει επίσημο χαρακτήρα σε, υπό άλλες συνθήκες άτυπες, χρηματοδοτήσεις από φίλους και συγγενείς και ενισχύει την εμπιστοσύνη του πλήθους.¹⁰⁴ Στο πλαίσιο της τυποποίησης, διαμορφώνονται δύο βασικά μοντέλα κατάρτισης των χρηματοδοτήσεων. Επικρατέστερο είναι το καλούμενο “all-or-nothing”. Στο μοντέλο αυτό, ο χρηματοδοτούμενος θα λάβει τα κεφάλαια που έχουν συγκεντρωθεί μόνο εφόσον επιτευχθεί κατ’ ελάχιστον ο χρηματοδοτικός στόχος που έχει θέσει. Σε αντίθετη περίπτωση, τα χρήματα δεν αποδεσμεύονται αλλά επιστρέφονται στους επενδυτές. Η επιλογή αυτής της μεθόδου υποδεικνύει δέσμευση, αφοσίωση και σοβαρότητα του χρηματοδοτούμενου έργου, ενώ βασίζεται στη σκέψη ότι ο φορέας του έργου δεν θα προχωρήσει στην υλοποίηση του εάν δεν λάβει την αιτούμενη χρηματοδότηση καθώς το σύνολο των συνεισφορών δεν επαρκεί για την επιτυχή ολοκλήρωση του εγχειρήματος. Με τον τρόπο αυτό μειώνεται ο κίνδυνος της υποχρηματοδότησης, με την έννοια ότι επιχειρηματικές ιδέες οι οποίες δεν συγκεντρώνουν ένα ελάχιστο ύψος κεφαλαίων δεν προχωρούν σε υλοποίηση.¹⁰⁵ Στην αντίθετη περίπτωση, στο μοντέλο “keep it all”, που απαντάται κυρίως στην περίπτωση του donation-based crowdfunding, το συνολικό ποσό που συγκεντρώνεται είναι αυτομάτως και άνευ προϋποθέσεων διαθέσιμο στον χρηματοδοτούμενο με το πέρας της ορισθείσας διάρκειας της χρηματοδότησης.¹⁰⁶¹⁰⁷

Συνδυαστικά με τα ανωτέρω, η πλατφόρμα είναι ταυτόχρονα και η ίδια η αγορά, ο τόπος κατάρτισης των χρηματοδοτικών συμβολαίων. Δρα ως θεματοφύλακας και παρέχει τις υπηρεσίες της πριν (αποφασίζει ποια χρηματοδοτικά εγχειρήματα θα φιλοξενήσει, διασφαλίζει επικοινωνία και ροή πληροφοριών), κατά τη διάρκεια (τυποποιεί συμβατικές σχέσεις, παρέχει μηχανισμούς εγγυήσεων ή άλλες επενδυτικές υπηρεσίες) αλλά και μετά το πέρας της χρηματοδότησης (οργανώνει μηχανισμούς αποεπένδυσης).¹⁰⁸

3.2.1 Κίνητρα

Στρέφοντας τώρα την ανάλυση μας στα κίνητρα που έχουν οι πάροχοι υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης διευκρινίζεται ότι, καταρχήν, οι πλατφόρμες είναι και οι ίδιες επιχειρήσεις που λειτουργούν και επιδιώκουν το κέρδος. Γι’ αυτό, έχουν κίνητρο να μεγιστοποιούν τον αριθμό και το μέγεθος των προωθούμενων υποψήφιων προς χρηματοδότηση έργων, να προσελκύουν ποιοτικά εγχειρήματα,¹⁰⁹ να περιορίζουν τον κίνδυνο

¹⁰⁴ “formalization of contracts”. Agrawal et al. (2013), ό.π., σ.15

¹⁰⁵ Frydrych et al., Exploring entrepreneurial legitimacy in reward-based crowdfunding, Venture Capital, τ.16, αρ.3, 2014, σ.247-269

¹⁰⁶ Με απλά λόγια, ιδίως στη συμμετοχική χρηματοδότηση μέσω δωρεών, είναι λογικό να αρκεί και να λαμβάνεται όποιο τυχόν ποσό έχει συγκεντρωθεί ακριβώς λόγω της φύσης της προς χρηματοδότηση πρωτοβουλίας.

¹⁰⁷ Cumming D. et al., Crowdfunding models: keep-it-all vs. all-or-nothing, Forthcoming, Financial Management, 2019

¹⁰⁸ Κουλορίδας (2019), ό.π., σ.101-113

¹⁰⁹ Παρατηρείται ότι πολλές φορές η αξιολόγηση της ποιότητας των χρηματοδοτούμενων εγχειρημάτων είναι δυσχερής, γεγονός που οδηγεί σε μία «αγορά λεμονιών». Βλ. αναλυτικότερη και τη σχετική ενότητα της παρούσας εργασίας για το χρηματοδοτικό πλήθος.

απάτης και, ακολούθως, να δημιουργούν μία μεγάλη «κοινωνία» χρηματοδοτών και χρηματοδοτούμενων.¹¹⁰ Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμός των ενεργών χρηματοδοτών – επενδυτών σε μία ηλεκτρονική πλατφόρμα, τόσο πιο ελκυστικές θα καθίστανται οι υπηρεσίες της σε έναν υποψήφιο χρηματοδοτούμενο. Και αντίστοιχα, όσο περισσότερα διαθέσιμα προς χρηματοδότηση έργα προσφέρονται, τόσο πιο πολλοί χρηματοδότες θα επιλέγουν την συγκεκριμένη πλατφόρμα λόγω της ευρύτητας και της διαφοροποίησης μεταξύ των επιλογών.¹¹¹ Επιπλέον, είναι κρίσιμο να σημειωθεί στο σημείο αυτό, ότι η κάθε πλατφόρμα συμμετοχικής χρηματοδότησης αμείβεται με προμήθειες. Η αμοιβή που λαμβάνει προσδιορίζεται σε συνάρτηση με το συνολικό ποσό των χρημάτων που συγκεντρώνεται για κάθε χρηματοδοτούμενο εγχείρημα¹¹² ή μόνο για όσα πετυχαίνουν τον χρηματοδοτικό τους στόχο.¹¹³ Δεν αποκλείεται, ωστόσο, ιδίως στην περίπτωση της συμμετοχικής επένδυσης σε τίτλους, η πλατφόρμα να λαμβάνει επιπλέον προμήθεια στο ενδεχόμενο κερδοφορίας των χρηματοδοτών.¹¹⁴¹¹⁵ Τέλος, σύνηθες είναι να υπάρχει χρέωση και σε κάθε επενδυτική συναλλαγή (χρέωση διενέργειας συναλλαγής), το ύψος της οποίας είναι, κατά κανόνα, ανάλογο με το ύψος των κεφαλαίων που επενδύθηκαν.¹¹⁶

3.2.2 Κίνδυνοι- αποτρεπτικοί παράγοντες

Από την άλλη πλευρά, ο παραπάνω ευρύς, ολιστικός, πολύπλευρος και ιδιόμορφος διαμεσολαβητικός ρόλος της ηλεκτρονικής πλατφόρμας αναπόφευκτα συνοδεύεται από ορισμένους κινδύνους. Η εκπροσώπηση και διαμεσολάβηση για λογαριασμό και των δύο πλευρών, καθώς και ο τρόπος αμοιβής της πλατφόρμας διαμορφώνουν συνθήκες σύγκρουσης συμφερόντων, οι οποίες ωστόσο επιχειρείται να περιοριστούν.¹¹⁷ Ακόμη, παρουσιάζονται έντονοι λειτουργικοί κίνδυνοι (π.χ. απάτης, κλοπής ή απώλειας δεδομένων) που σχετίζονται με τον υπέρογκο αριθμό χρηστών, την παρακολούθηση αμέτρητων πληροφοριών (και δη προσωπικών), την διαχείριση πολλών χρηματοδοτικών και άλλου τύπου συμβάσεων και, ιδίως, την καθολική εξάρτηση από ηλεκτρονικά συστήματα.¹¹⁸

¹¹⁰ Agrawal et al. (2013), ό.π.

¹¹¹ Με τη συμμετοχή μεγάλου αριθμού ατόμων (και από τις δύο μεριές) δημιουργούνται τα αποκαλούμενα “network effects”

¹¹² Με μία γενικότερη επισκόπηση, οι πλατφόρμες κερδίζουν μεταξύ πέντε και οκτώ τοις εκατό (5% - 8%) του συνολικού ποσού που συγκεντρώνεται για κάθε χρηματοδοτούμενο εγχείρημα.

¹¹³ Kickstarter, https://www.kickstarter.com/help/fees?ref=faq-basics_fees

¹¹⁴ Μούζουλας (2021, ό.π., σ. 108επ.

¹¹⁵ Crowdcube, <https://help.crowdcube.com/hc/en-us/articles/360001527460-What-are-the-fees-for-investing-on-Crowdcube->, πρόκειται για μία από τις πιο δημοφιλείς πλατφόρμες συμμετοχικής επένδυσης : Αναφέρεται ότι η πλατφόρμα χρεώνει στον επενδυτή -σε περίπτωση που αυτός σημειώσει κέρδος από την διενεργηθείσα επένδυση- επιπλέον προμήθεια, ύψους 5% (“success fee”)

¹¹⁶ Kickstarter, https://www.kickstarter.com/help/fees?ref=faq-basics_fees

¹¹⁷ Κανονισμός 2020/1503/ΕΕ, αρ.8

¹¹⁸ Κουλορίδας (2019), ό.π., σ.113-116

3.3 Το χρηματοδοτικό πλήθος

Τέλος, ακολουθώντας και τη μορφή της συμμετοχικής χρηματοδότησης που φέρνει σε επαφή τους χρηματοδοτούμενους (υπό 3.1) μέσω της ηλεκτρονικής πλατφόρμας (υπό 3.2.) με τους χρηματοδότες, η ανάλυση θα εστιάσει στο χρηματοδοτικό πλήθος. Ένα κεντρικό ζήτημα στην ανάλυση της συμμετοχικής χρηματοδότησης είναι η ταυτοποίηση του πλήθους. Τα ερωτήματα ποιοι είναι οι χρηματοδότες¹¹⁹ και ποια τα κίνητρά τους, έχουν προσεγγίσει και μελετήσει η οικονομική θεωρία, η ψυχολογία και η κοινωνιολογία διατυπώνοντας ενδιαφέρουσες απόψεις σχετικά με τα χαρακτηριστικά των χρηματοδοτών, οι οποίοι δεν ταυτίζονται με ένα σύνολο ορθολογικά σκεπτόμενων επενδυτών. Συστηματικά, στις σχετικές μελέτες γίνεται ένας βασικός διαχωρισμός. Το πλήθος μπορεί να διακριθεί και να σχηματοποιηθεί σε δύο διαστάσεις: (α) τον συμμετοχικό χρηματοδότη (στην ξενόγλωσση βιβλιογραφία “backer”), ως άτομο με ιδιαίτερα και μοναδικά προσωπικά χαρακτηριστικά και κίνητρα, που επιλέγει να υποστηρίξει συγκεκριμένα έργα και (β) το χρηματοδοτικό πλήθος, ως κοινωνικό φαινόμενο, ως απρόσωπη ομάδα ατόμων με κοινά αλλά και πολλά διαφορετικά γνωρίσματα¹²⁰ που θέτει ή/και ακολουθεί τάσεις, επηρεάζει και επηρεάζεται.

Η «σύσταση» του χρηματοδοτικού πλήθους δεν είναι σταθερή, ωστόσο είναι δεδομένο ότι αποτελείται από πολλά και διαφορετικά άτομα. Μέσω της συμμετοχικής χρηματοδότησης και της χρησιμοποίησης του διαδικτύου, προσελκύεται ένα ευρύ, διάσπαρτο, δυσχερώς εξατομικεύσιμο και άκρως ετερογενές χρηματοδοτικό πλήθος, το οποίο στην πλειονοψηφία του θα αποτελείται από άτομα που ενδιαφέρονται για καινοτόμες ιδέες, χρησιμοποιούν τεχνολογικές εφαρμογές και αυτοπροσδιορίζονται μέσα από τις επενδύσεις τους.¹²¹ Όπως πολύ εύστοχα σημειώνεται, οι χρηματοδότες δεν είναι ούτε στατικές μηχανές που ακολουθούν μοτίβα, ούτε αποτελούν εργαζόμενο προσωπικό που χρειάζεται διαχείριση, ούτε είναι απλοί καταναλωτές στους οποίους προωθούνται προϊόντα. Αντίθετα, πρόκειται για συμμετοχικά άτομα που διαδραματίζουν ενεργό και καθοριστικό ρόλο.¹²²

Για να γίνει αντιληπτό σε βάθος τι διαμορφώνει το πλήθος και τις επιλογές του, κρίσιμο είναι να αναλυθούν τα επιμέρους κίνητρα και οι στόχοι της συνεισφοράς σε μία καμπάνια συμμετοχικής χρηματοδότησης. Προκαταβολικά σημειώνεται, ότι τα κίνητρα αυτά και τα αίτια που οδηγούν σε μία χρηματοδοτική απόφαση είναι ποικίλα, πολυδιάστατα και ετερογενή, όπως ακριβώς ετερόκλητο είναι και το ίδιο το πλήθος. Ειδικότερα, λόγω της πολυπλοκότητας, της διαδικτυακής ανωνυμίας, της εξ αποστάσεως συμμετοχής και της διαρκώς μεταβαλλόμενης σύνθεσης του πλήθους, η παρακολούθηση και η έρευνα των

¹¹⁹ Το πλήθος στη συμμετοχική χρηματοδότηση δεν μπορεί να ταυτιστεί με το ευρύ επενδυτικό κοινό, δηλαδή με ένα σύνολο ορθολογικών επενδυτών που προτού εμπλακούν σε ένα επενδυτικό εγχείρημα προβαίνουν σε προσεκτική αξιολόγηση των κινδύνων και των αναμενόμενων αποδόσεων που το συνοδεύουν. Συνεπώς, και η αντιμετώπιση και προστασία του χρηματοδοτικού πλήθους θα πρέπει να είναι διαφορετική και προσαρμοσμένη στα ειδικότερα χαρακτηριστικά του.

¹²⁰ Κουλορίδας (2019), ό.π., σ.65-66,71

¹²¹ Κουλορίδας (2019), ό.π., σ.66

¹²² John J. et al., Entrepreneurial crowdfunding backer motivations: a latent Dirichlet allocation approach, European Journal of Innovation Management, τ.25 αρ.6, 2022, σ.223-242

κινήτριων δυνάμεων είναι αναμφισβήτητα δυσχερές, γεγονός που συχνά φαίνεται να οδηγεί σε αποκλίνουσες απόψεις.¹²³

3.3.1 Κίνητρα – κριτήρια για επένδυση

Μία πρώτη, απλή, όχι, όμως, απόλυτη διάκριση κινήτρων και ένταξη των χρηματοδοτών σε κατηγορίες μπορεί να γίνει ανάλογα με το μοντέλο συμμετοχικής χρηματοδότησης που επιλέγεται. Ωστόσο, ακόμα και στο πλαίσιο του ίδιου μοντέλου συμμετοχικής χρηματοδότησης, το πλήθος φέρει διαφορετικά χαρακτηριστικά.¹²⁴ Μάλιστα, αρκετοί θεωρητικοί κατηγοριοποιούν τους επενδυτές βάσει των ειδικότερων χαρακτηριστικών και κινήτρων που έχουν.¹²⁵

Κίνητρα του συμμετοχικού χρηματοδότη

Για παράδειγμα, στο μοντέλο της συμμετοχικής επένδυσης ισχυρότερο είναι, πράγματι, το κίνητρο της συμμετοχής στην προσδοκώμενη απόδοση της επένδυσης (**οικονομικό κίνητρο**).¹²⁶ Από την άλλη, δημοφιλής λόγος για την αξιοποίηση της συμμετοχικής χρηματοδότησης είναι η πρόωρη πρόσβαση σε νέα προϊόντα και ο ενθουσιασμός που απορρέει από τη δυνατότητα προ-αγοράς κάποιου αντικειμένου ή μίας υπηρεσίας.¹²⁷ Ακόμη, κίνητρο για χρηματοδότηση είναι η ανάγκη και επιθυμία για κοινωνική συμμετοχή. Με τη συνεισφορά σε μία χρηματοδοτική καμπάνια, ο χρηματοδότης καθίσταται μέρος μίας χρηματοδοτικής κοινότητας, αναπτύσσει την «αίσθηση του ανήκειν» και της συμμετοχής.¹²⁸¹²⁹ Στο ίδιο πλαίσιο, εντοπίζεται και το αποκαλούμενο «κίνητρο της άμεσης επιλογής» (“direct identification”). Δηλαδή, επενδύει κανείς ευχερέστερα σε έργα με τα οποία έχει μία συναισθηματική σύνδεση ή έργα φίλων ή συγγενών (**κοινωνικά κίνητρα**).¹³⁰ Η φιλανθρωπία και τα αλτρουιστικά κίνητρα είναι εξίσου σημαντικά. Πολλοί χρηματοδότες, συνεισφέρουν χρήματα με στόχο να στηρίξουν επιχειρηματίες και σκοπούς που εμπνέονται από τις ίδιες με αυτούς αξίες και αρχές, χωρίς να αναμένουν καμία υλική και μετρήσιμη

¹²³ John et al (2022), ό.π.σ. 230-242

¹²⁴ Lin Y. et al., How different are crowdfunders? Examining archetypes of crowdfunders and their choice of projects, Φεβρουάριος 2014

¹²⁵ Lin Y., Boh W., Who are the crowdfunders? Understanding archetypes of crowdfunders, Information Matters, τ.1, αρ. 10, 2021. Lin Y. et al. (2014), ό.π. διακρίνουν οι πρώτοι σε silent actives, vocal actives, focused enthusiasts, trend followers και star seekers, αποδίδοντας ορισμένα γνωρίσματα στην κάθε κατηγορία. Οι δεύτεροι αναφέρονται σε active backers, trend followers, altruistic και the crowd, αναφέροντας αντίστοιχα χαρακτηριστικά όπως προκύπτουν από εμπειρικές μελέτες.

¹²⁶ John et al. (2022), ό.π.: Θα πρέπει να έχουμε υπόψη μας ότι οι κλασικές προσεγγίσεις και τα παραδοσιακά κίνητρα που είναι συνδεδεμένα με μία χρηματοδοτική απόφαση δεν μπορούν να τύχουν ευθείας εφαρμογής στους χρηματοδότες, καθώς αυτοί -επαναλαμβάνουμε- χαρακτηρίζονται από ένα πλήθος κινήτρων, σκοπών και αξιών.

¹²⁷ Το κίνητρο αυτό συναντάται στην συμμετοχική χρηματοδότηση μέσω ανταμοιβών και, ιδίως, στο μοντέλο της προ-αγοράς

¹²⁸ “community benefit”: Αυτός είναι ο σχετικός όρος που στη διεθνή βιβλιογραφία χρησιμοποιείται για να περιγράψει την αξία αυτή της συμμετοχικής χρηματοδότησης.

¹²⁹ Agrawal et al. (2013), ό.π., σ.14

¹³⁰ Κουλορίδας (2019), ό.π., σ.67-68

ωφέλεια.¹³¹ Στην κατηγορία των συμπεριφορικών όπως χαρακτηρίζονται κινήτρων,¹³² εντάσσεται και η βασική ανάγκη του ανθρώπου για αναγνωσιμότητα (“peer-recognition”) και επιβεβαίωση¹³³ (**συμπεριφορικά κίνητρα**). Τέλος, κρίσιμο είναι και το κίνητρο της «γεωγραφικής ταυτότητας». Δηλαδή, παρά τον εκσυγχρονισμό του μοντέλου της συμμετοχικής χρηματοδότησης και τις αμέτρητες τεχνολογικές διευκολύνσεις, μελέτες υποδεικνύουν ότι οι γεωγραφικοί παράγοντες εξακολουθούν να έχουν θετική επίδραση στην χρηματοδοτική απόφαση ορισμένων ατόμων (**γεωγραφικά κίνητρα**).¹³⁴

Κίνητρα του χρηματοδοτικού πλήθους

Προσεγγίζοντας τώρα το πλήθος ως σύνολο, ως κοινωνικό φαινόμενο και απομακρυνόμενοι από τις προσωπικές εκτιμήσεις και κίνητρα των ατόμων που το απαρτίζουν κρίνεται σκόπιμο να αναφερθούν τα παρακάτω. Ο άνθρωπος είναι φύσει κοινωνικό ον, και, ιδίως ως επενδυτής, δρα συχνά ανορθολογικά («επενδυτική φρενίτιδα»)¹³⁵ και επηρεάζεται από τον περίγυρό του. Συνεπεία των ανωτέρω, η χρηματοδοτική απόφαση είναι, μεταξύ άλλων, προϊόν επιρροής από τη συμπεριφορά των λοιπών επενδυτών. Καταγράφονται έντονα φαινόμενα παρασιτικής συμπεριφοράς (“free riding”) και μιμητισμού, η αποκαλούμενη συμπεριφορά της αγέλης (“herding behavior”).

Αναλυτικότερα, σύμφωνα με την κρατούσα θέση και στο περιβάλλον της ηλεκτρονικής πλατφόρμας, εντός του δικτύου ομοτίμων που διαμορφώνεται, ο μιμητισμός είναι εγγενής.¹³⁶ Με απλά λόγια, ένας χρηματοδότης, θα ακολουθήσει τη συμπεριφορά και τις επενδυτικές επιλογές των προηγούμενων χρηματοδοτών, βασιζόμενος στο σκεπτικό ότι «για να έχουν επενδύσει οι άλλοι, θα έχουν κάνει έρευνα και θα έχουν πάρει μία ορθολογική απόφαση που θα εδράζεται στην εκτιμώμενη ποιότητα του έργου».¹³⁷ Πρόκειται για το αποκαλούμενο “rational herding”, δηλαδή για μία δικαιολογημένη και λογική αγελαία χρηματοδοτική συμπεριφορά. Σύμφωνα με πολλούς θεωρητικούς, αυτή η συμπεριφορά μιμητισμού δεν είναι παράλογη, ούτε και θα πρέπει να προβληματίζει, δεδομένου ότι όλοι έχουν πρόσβαση στις ίδιες πληροφορίες, βάσει των οποίων -κατόπιν αξιολόγησης- προβαίνουν σε αποφάσεις, και από την άλλη, τα ποσά που διακυβεύονται δεν είναι ιδιαίτερα υψηλά. Βέβαια, δεν λείπουν και οι αντίθετες απόψεις, σύμφωνα με τις οποίες η απόδοση αξιολογικού χαρακτήρα στη συμπεριφορά των συν-χρηματοδοτών δεν έχει πάντα θετικό πρόσημο ως ένδειξη για συγκεκριμένη επενδυτική επιλογή και δεν παρακινεί πάντοτε το πλήθος να την υποστηρίξει. Συγκεκριμένα, υποστηρίζεται ότι η ικανοποίηση που λαμβάνει ο χρηματοδότης από μια

¹³¹ Bretschneider U. et al., Motivations for crowdfunding: What drives the crowd to invest in start-ups?, European Conference in Information Systems, 2014

¹³² Κουλορίδας (2019), ό.π.

¹³³ Π.χ. μέσω της αναφοράς των ονομάτων των χρηματοδοτών σε μία ομιλία του χρηματοδοτούμενου ή στην ίδια την πλατφόρμα συμμετοχικής χρηματοδότησης

¹³⁴ Bretschneider et al. (2014), ό.π.. Κουλορίδας (2019), ό.π., σ.69-71

¹³⁵ Στο πλαίσιο των επενδύσεων, πολλά ιστορικά αλλά και σύγχρονα παραδείγματα αποδεικνύουν την «επενδυτική φρενίτιδα» του πλήθους, η οποία οδηγεί σε παράλογες επιλογές π.χ η κρίση της τουλίπας, η εταιρεία της Νότιας Θάλασσας κ.α.

¹³⁶ Xiao S. et al., Building the Momentum: Information Disclosure and Herding in Online Crowdfunding, Production and Operations Management, Vol. 30, No.9, 2021, σ. 1-7

¹³⁷ Κουλορίδας(2019), ό.π., σ.71-74. Lin et al. (2014), ό.π.. Bretschneider et al. (2014), ό.π.

επένδυση μειώνεται, με το σκεπτικό ότι η επιπλέον συνεισφορά του δεν είναι ιδιαίτερα σημαντική.¹³⁸ Σε αυτό το πλαίσιο επιχειρηματολογείται, επιπλέον, ότι η γνώση πως πολλοί άλλοι έχουν στηρίξει ένα εγχείρημα οδηγεί σε αποποίηση ευθυνών και την δημιουργία της πεποίθησης ότι αφού υπάρχει υποστήριξη θα βρεθούν άλλοι που θα εισφέρουν τα απαιτούμενα κεφάλαια.¹³⁹

Τέλος, μελέτες προσδίδουν στη συνεργασία μεγάλου αριθμού ατόμων μια σημαντική αξία, την αποκαλούμενη «σοφία του πλήθους». Η βασική ιδέα και άξονας της θεωρίας αυτής είναι ότι μεγάλες ομάδες ατόμων είναι συλλογικά εξυπνότερες και προβαίνουν σε ορθότερες προβλέψεις από ένα άτομο, έστω και εξειδικευμένο πάνω σε συγκεκριμένο αντικείμενο.¹⁴⁰ Ωστόσο, για να θεωρηθεί ότι, πράγματι, η χρηματοδοτική απόφαση του χρηματοδοτικού πλήθους είναι ορθότερη και αποτελεσματικότερη από αυτή του μεμονωμένου χρηματοδότη, θα πρέπει κάθε επενδυτής (ως τμήμα του πλήθους) να έχει αποφασίσει βάσει της προσωπικής του αντίληψης, όντας ανεξάρτητος από τις απόψεις των υπολοίπων και κατόπιν παροχής πολύπλευρης -όχι μονοκατευθυντικής- πληροφόρησης.¹⁴¹

3.3.2 Κίνδυνοι- αποτρεπτικοί παράγοντες

Εγγενής είναι στα μικρομεσαία και νεοφυή εγχειρήματα, όπως τα περιγράψαμε ανωτέρω, η αβεβαιότητα. Ο κίνδυνος χρηματοδότησης νέων, καινοτόμων και χωρίς σταθερές χρηματοροές έργων είναι εξαιρετικά αυξημένος, καθώς τα ποσοστά αποτυχίας και απώλειας κεφαλαίων υπερβαίνουν κατά πολύ το 50% των περιπτώσεων. Μάλιστα, κατά τον Dorff, ιδίως στο μοντέλο της συμμετοχικής επένδυσης, οι μικρές νεοσύστατες και οι νεοφυείς επιχειρήσεις, που συνήθως ως ύστατη λύση αναζητούν χρηματοδότηση μέσω του crowdfunding, έχουν «πάρα πολύ κακές προοπτικές».¹⁴² Πρόκειται, σύμφωνα πάλι με τον ίδιο, για τελευταίας ποιότητας έργα τα οποία καταφεύγουν στην συμμετοχική χρηματοδότηση, διότι απλώς δεν μπόρεσαν να ανεύρουν χρηματοδότηση από άλλες πηγές.¹⁴³ Ακόμα και σε περίπτωση που κατ' εξαίρεση προκύψουν επιτυχημένες εταιρείες, η αναμενόμενη απόδοση της επένδυσης δεν θα αντισταθμίσει το επενδυτικό ρίσκο.¹⁴⁴ Επιπλέον, στην συμμετοχική χρηματοδότηση μέσω επένδυσης σε τίτλους, έντονος είναι και ο κίνδυνος της αλλοίωσης του ποσοστού συμμετοχής των επενδυτών στο μετοχικό κεφαλαίο της εταιρίας στην συνήθη περίπτωση που η επιχείρηση θα εισέλθει σε νέους κύκλους χρηματοδότησης ("dilution"), ενώ η έλλειψη δευτερογενούς αγοράς συμμετοχικής χρηματοδότησης επιτείνει

¹³⁸ Burtch G. et al., An empirical examination of antecedents and consequences of contribution patterns in crowd-funded markets, Information Systems Research, 2013

¹³⁹ Kuppuswamy V., Bayus B., Crowdfunding Creative Ideas: The dynamics of projects backers in Kickstarter, 2015

¹⁴⁰ Surowiecki J. (2005), ό.π.. Schwienbacher A. & Larralde B. (2010), ό.π., σ.12-13

¹⁴¹ Κουλορίδας (2019), ό.π. σ.78-79

¹⁴² Dorff (2013), ό.π., σ. 4

¹⁴³ Στο σημείο αυτό, κρίνεται σημαντικό να αναφερθεί ότι με βάση και την ως τώρα ανάλυση, θεωρούμε ότι η συμμετοχική χρηματοδότηση αποτελεί ένα εναλλακτικό μέσο χρηματοδότησης που κανείς επιλέγει με τη βοήληση του με στόχο να χρηματοδοτηθεί (πρωτίστως), αλλά και να εκμεταλλευτεί τις υπόλοιπες λειτουργίες που μπορεί να προσφέρει το crowdfunding

¹⁴⁴ Dorff (2013), ό.π., σ.4-5, 20 επ.

τον παραπάνω κίνδυνο, καθιστώντας ιδιαίτερα δυσχερή την από-επένδυση, την ρευστοποίησή της δηλαδή.¹⁴⁵¹⁴⁶

Από την άλλη, η πληροφοριακή ασυμμετρία που δημιουργείται μεταξύ χρηματοδοτούμενου και χρηματοδότη χρήζει ιδιαίτερης αναφοράς καθώς είναι αρκετά επικίνδυνη. Οι διαθέσιμες πληροφορίες στο πλαίσιο της συμμετοχικής χρηματοδότησης είναι, κυρίως, πιθανολογικές. Και αυτό γιατί η πρώιμη και αβέβαιη φύση των χρηματοδοτούμενων εγχειρημάτων δεν επιτρέπει την εξαγωγή και γνωστοποίηση αξιόπιστων πληροφοριών. Επίσης, ακόμα και οι δημοσιοποιούμενες πληροφορίες δεν είναι δεδομένο ότι γίνονται κατανοητές από το σύνολο των εν δυνάμει επενδυτών, δεδομένης της περιορισμένης «χρηματοοικονομικής παιδείας». Μάλιστα, παρατηρείται ότι ακόμη και οι ίδιοι οι χρηματοδοτούμενοι προς αποφυγή των αρνητικών συνεπειών από την δημοσίευση υπέρμετρων πληροφοριών, όπως αυτές μας απασχόλησαν ανωτέρω, επιλέγουν να περιορίσουν τις γνωστοποιήσεις που κάνουν, ενισχύοντας το πρόβλημα. Εάν κανείς αναλογιστεί τις προεκτάσεις του ζητήματος της ασυμμετρίας της πληροφόρησης θα αντιληφθεί ότι η κατάσταση αυτή είναι αιτία και ενισχυτικός παράγοντας όλων των υπόλοιπων κινδύνων που αναλύονται στην παρούσα ενότητα. Η σημασία ακριβούς και έγκαιρης πληροφόρησης, η ανάγκη θεσμοθέτησης αυστηρών προϋποθέσεων πληροφόρησης και ο ρόλος της ηλεκτρονικής πλατφόρμας είναι κομβικός για την προστασία των επενδυτών, όπως προκύπτει και από τις νέες διατάξεις του ευρωπαϊκού καθεστώτος για την συμμετοχική χρηματοδότηση που θα παρουσιαστεί δειγματοληπτικά στο Β' ΜΕΡΟΣ της παρούσας.

Ο κίνδυνος της εξαπάτησης είναι παρών και συνιστά βασικό μειονέκτημα. Οι περισσότεροι από εμάς θα συμφωνήσουν ότι, μέσω του διαδικτύου, η παραποίηση πληροφοριών, η δημιουργία ψεύτικων ιστοσελίδων και η ανωνυμία δημιουργούν γόνιμο έδαφος για απόπειρες απάτης. Το ενδεχόμενο απάτης εντείνεται από την παρατηρούμενη, υπεραισιοδοξία των χρηματοδοτών και τους περιορισμένους ελέγχους που αυτοί πραγματοποιούν στα εγχειρήματα που επιλέγουν να συνεισφέρουν.¹⁴⁷

Δυνάμει των ανωτέρω (αβεβαιότητα, πληροφοριακή ασυμμετρία, κίνδυνος απάτης) είναι εξαιρετικά δύσκολο για τους χρηματοδότες να αξιολογήσουν την πραγματική αξία και ποιότητα ενός εγχειρήματος. Υπάρχει, συνεπώς, αυξημένη πιθανότητα διαμόρφωσης μίας «αγοράς λεμονιών», κατά την παρομοίωση του Akerlof.¹⁴⁸ Πρόκειται για μία περίπτωση συστημικού κινδύνου, όπου λόγω της αδυναμίας διάκρισης των «καλών» από τα «κακά» εγχειρήματα, οδηγούμαστε σε πολύ φειδωλή αποτίμηση του συνόλου των έργων ανεξαρτήτως

¹⁴⁵ Κουλορίδας (2019), ό.π., σ.90-95,

¹⁴⁶ Ο κίνδυνος της ανεπαρκούς δευτερογενούς αγοράς είναι έντονος, ωστόσο όπως αναφέρεται και παρακάτω (βλ. υποσημείωση υπ' αριθμ. 185), δύο μεγάλες βρετανικές πλατφόρμες έχουν δημιουργήσει πλαίσιο δευτερογενούς αγοράς, διευκολύνοντας αφενός την ρευστοποίηση της πραγματοποιηθείσας επένδυσης και, αφετέρου, την άμεση αγορά κινητών αξιών μιας επιχείρησης χωρίς την αναμονή ενός επίσημου χρηματοδοτικού κύκλου ή της έκδοσης νέων τίτλων.

¹⁴⁷ Ο μειωμένος έλεγχος μπορεί να οφείλεται σε ποικίλους παράγοντες: παρασιτική συμπεριφορά, μιμητισμός, αδιαφορία λόγω των σχετικά μικρών κεφαλαίων που επενδύονται, έλλειψη χρόνου, έλλειψη γνώσεων και εμπειρίας κ.α.

¹⁴⁸ Akerlof G., The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism, The Quarterly Journal of Economics 84, τ.3, 1970, σ.488-500. Κουλορίδας (2019), ό.π., σ.99-100

ποιότητας. Κατ' αυτόν τον τρόπο, καλά και κακά εγχειρήματα καταλήγουν, εξαιτίας της μη επαρκούς πληροφόρησης, να επιτυγχάνουν παρόμοιες χρηματοδοτήσεις. Το αποτέλεσμα αυτής της κατάστασης είναι ότι ωθούμαστε σε μία αγορά κακής ποιότητας (λεμονιών), αφού μόνο τα κακής ποιότητας έργα μπορούν να επωφεληθούν από αυτήν την υποτίμηση, ενώ καλύτερης ποιότητας εγχειρήματα αναγκάζονται να αποχωρήσουν από την αγορά ή να χειροτερεύσουν την ποιότητά τους. Από τη πλευρά τους, οι χρηματοδότες κινδυνεύουν, στο πλαίσιο της αγοράς της συμμετοχικής χρηματοδότησης που ουσιαστικά αποτυγχάνει, να μην έχουν πρόσβαση σε συναλλαγές με καλής ποιότητας χρηματοδοτούμενους.¹⁴⁹

Συνολικά, σημειώνεται ότι οι απαντήσεις στο τι -κάθε φορά- κινητοποιεί τους χρηματοδότες και, αντίστροφα, ποιοι κρίνονται ως αποτρεπτικοί παράγοντες για αυτούς, θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψιν και να καθοδηγούν τις ενέργειες και αποφάσεις τόσο των χρηματοδοτούμενων όσο και τη δραστηριότητα των παρόχων υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης. Μάλιστα, η συζήτηση για τους κινδύνους στους οποίους εκτίθενται το χρηματοδοτικό πλήθος επιτελεί σημαντικό ρόλο στην υιοθέτηση ειδικών ρυθμίσεων του νέου Κανονισμού 2020/1503 για τον περιορισμό ή/και την πρόληψή τους, όπως θα αναλυθεί στο Β' ΜΕΡΟΣ της παρούσας.

4 ΠΡΙΝ ΤΟΝ ΚΑΝΟΝΙΣΜΟ 2020/1503: ΟΙ ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΕΣ ΕΠΙΛΟΓΕΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ ΚΑΙ ΑΛΛΩΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΕΝΝΟΜΩΝ ΤΑΞΕΩΝ

4.1 Ελληνικό δίκαιο

Εάν και ήδη παραπάνω (υπό 2) έγινε αναφορά στις εφαρμοστέες ρυθμίσεις και τη νομική διάσταση των μορφών της συμμετοχικής χορηγίας, για λόγους πληρότητας και συστηματικής προσέγγισης του ζητήματος, πολύ σύντομα υπενθυμίζεται ότι η μεν συμμετοχική χρηματοδότηση μέσω δωρεών υπάγεται στις διατάξεις του Αστικού Κώδικα για τη δωρεά, ενώ η συμμετοχική χρηματοδότηση μέσω ανταμοιβών ρυθμίζεται είτε ως δωρεά υπό τρόπο ή ως σύμβαση πώλησης. Η εναλλακτική αυτή νομική αντιμετώπιση της τελευταίας είναι ανάλογη της σχέσης μεταξύ της αξίας των εισφερθέντων κεφαλαίων και της αξίας του προσφερόμενου ανταλλάγματος. Συγκεκριμένα, αν οι ανωτέρω αξίες είναι ίσες ή σχεδόν ίσες τότε γίνεται λόγος για αμφοτεροβαρή σύμβαση, τη σύμβαση πώλησης. Αν, αντίθετα, πρόκειται για συμβολικό, μικρής αξίας αντάλλαγμα, οι διατάξεις για τη δωρεά υπό τρόπο βρίσκουν εφαρμογή. Καθώς η μετέπειτα ανάλυση (Β' ΜΕΡΟΣ) εστιάζει στην αντιμετώπιση και ρύθμιση των δύο μορφών συμμετοχικής χρηματοδότησης με οικονομικό αντάλλαγμα, η παρούσα εργασία δεν θα επεκταθεί στη μελέτη των νομικών προεκτάσεων της συμμετοχικής χορηγίας.

Στην ελληνική έννομη τάξη, η ρυθμιστική προσέγγιση της συμμετοχικής χρηματοδότησης με χρηματική ανταμοιβή σηματοδοτείται με την θέσπιση του νόμου 4416/2016.¹⁵⁰ Αν και το μεγαλύτερο τμήμα του νόμου αφορά την ενσωμάτωση της Ευρωπαϊκής Οδηγίας

¹⁴⁹ Akerlof G. (1970), ό.π. Agrawal et al. (2013), ό.π., σ.20-21

¹⁵⁰ Νόμος υπ' αριθμ. 4416/2016, ΦΕΚ Α' 160/06.09.2016, Τροποποίηση του ν. 4099/2012 (Α' 250) (ενσωμάτωση στην εθνική νομοθεσία της Οδηγίας 2014/91/ΕΕ/ L 257) και άλλες διατάξεις.

2014/91/ΕΕ,¹⁵¹ αποτελεί ευρύτερη στόχευση του νομοθέτη, από κοινού με την Τράπεζα της Ελλάδος και την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η υιοθέτηση και ενίσχυση νέων εναλλακτικών μορφών χρηματοδότησης για την άντληση κεφαλαίων από τις νεοφυείς, ιδίως, εταιρείες¹⁵² και η ανάπτυξη της ελληνικής επιχειρηματικότητας. Στο πλαίσιο του νόμου και όπως προκύπτει από την Αιτιολογική Έκθεση αυτού, η χρηματοδότηση μέσω crowdfunding είναι μία από τις μορφές χρηματοδότησης η προώθηση της οποίας κρίνεται ιδιαίτερα σημαντική. Μάλιστα, φαίνεται να δίνεται έμφαση στην ανάγκη άμεσης νομοθετικής ρύθμισης της συμμετοχικής χρηματοδότησης δεδομένης της αδυναμίας του ως τότε κανονιστικού πλαισίου να δημιουργήσει γόνιμο έδαφος για την ανάπτυξή της.¹⁵³ Στην πραγματικότητα, επρόκειτο για μια νομοθετική πρωτοβουλία η οποία προηγήθηκε της ύπαρξης στην πράξη αγοράς συμμετοχικής χρηματοδότησης. Αντίθετα, δηλαδή, με άλλες περιπτώσεις μεταγενέστερης, ενδεχομένως και καθυστερημένης ρύθμισης, στην περίπτωση της συμμετοχικής χρηματοδότησης στόχος ήταν η δημιουργία νομοθετικής ώθησης με σκοπό την δημιουργία αγοράς crowdfunding. Έτσι, λοιπόν, το αντικειμενικό πεδίο εφαρμογής του νόμου αφορά ρητώς μόνο στην περίπτωση της συμμετοχικής επένδυσης, της χρηματοδότησης, δηλαδή, με σκοπό τη συμμετοχή στο κεφάλαιο μιας εταιρίας, η οποία μάλιστα καλείται εν προκειμένω «κεφαλαιοδοτική συμμετοχική χρηματοδότηση».

Ωστόσο, παρά την παραπάνω τάση και στόχευση των ενδιαφερομένων μερών, ο Έλληνας νομοθέτης, τελικά, με τους κανόνες που θεσπίζει κατατάσσει, απλώς, την παροχή υπηρεσιών συμμετοχικής επένδυσης στο εύρος των επενδυτικών υπηρεσιών, επιλογή που προβληματίζει έντονα. Απαιτεί, για παράδειγμα, οι υπηρεσίες συμμετοχικής χρηματοδότησης να παρέχονται από αδειοδοτημένες πλατφόρμες βάσει της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ¹⁵⁴ και η προστασία των επενδυτών να αναζητείται στα αντίστοιχα νομοθετήματα.¹⁵⁵ Από την άλλη, σημειώνεται ότι η νομοθετική επιλογή να ρυθμιστεί αποκλειστικά η συμμετοχική επένδυση, αν και συνειδητή, δεν δικαιολογείται επαρκώς από τον νομοθέτη. Ωστόσο, γίνεται αντιληπτό ότι συστηματικά η συμμετοχική επένδυση ήταν σχετική και με το λοιπό περιεχόμενο του εν λόγω νόμου και επιπρόσθετα, ότι ορθώς κρίθηκε επιτακτικότερη η ανάγκη υιοθέτησης ενός σαφούς νομικού πλαισίου για να μπορέσει αυτή να λειτουργήσει. Συγκεκριμένα, με δύο διατάξεις, την εισαγωγή τροποποιήσεων: μία στον νόμο 3401/2005 (σχετικά την κατάρτιση και δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου) και μία στον τότε ισχύοντα νόμο 3606/2007, μετέπειτα νόμο 4514/2018 (σχετικά με τις επενδυτικές υπηρεσίες), ο Έλληνας νομοθέτης επιχειρεί να βρει την χρυσή τομή μεταξύ της στήριξης των επιχειρήσεων με τη διευκόλυνση της δυνατότητας

¹⁵¹ Οδηγία 2014/91/ΕΕ για την τροποποίηση της οδηγίας 2009/65/ΕΚ για τον συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων σχετικά με ορισμένους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ) όσον αφορά τις λειτουργίες θεματοφύλακα, τις πολιτικές αποδοχών και τις κυρώσεις Κείμενο που παρουσιάζει ενδιαφέρον για τον ΕΟΧ, Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης L 257 της 28.8.2014

¹⁵² Ως εναλλακτική της ανεπαρκούς τραπεζικής δανειοδότησης

¹⁵³ Αιτιολογική Έκθεση ν.4416/2016, παρ.4-10

¹⁵⁴, Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης L 173 της 12.6.2014 για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και την τροποποίηση της οδηγίας 2002/92/ΕΚ και της οδηγίας 2011/61/ΕΕ, αποκαλούμενη εφεξής “MIFID II”.

¹⁵⁵ Μούζουλας Σ., Κριτική αξιολόγηση της ρύθμισης της συμμετοχικής επένδυσης (crowd-investing) από τον ν. 4416/2016, ΔΕΕ 4/2017, 475-483

και απλοποίηση της διαδικασίας πρόσβασης στην συμμετοχική επένδυση, αφενός, και της εξασφάλισης επαρκούς προστασίας για τους επενδυτές, αφετέρου.¹⁵⁶

Με αυτά τα δεδομένα και σε σύμπνοια με τα ρυθμιστικά πρότυπα αλλοδαπών εννόμων τάξεων¹⁵⁷, εφαρμόστηκε μία μέθοδος εισαγωγής εξαιρέσεων από την υποχρέωση σύνταξης και δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου. Συγκεκριμένα, το άρθρο 1 του νόμου 3401/2005,¹⁵⁸ όπως τροποποιήθηκε, αναφέρει ότι «Κατ' εξαίρεση μπορεί να διενεργείται δημόσια προσφορά χωρίς να απαιτείται η κατάρτιση και δημοσιοποίηση του προβλεπόμενου στην προηγούμενη παράγραφο πληροφοριακού δελτίου», εφόσον πρόκειται σωρευτικά για προσφορά που λαμβάνει χώρα μέσω διαδικτυακής πλατφόρμας, η συνολική αξία των προσφερόμενων τίτλων δεν υπερβαίνει τις πεντακόσιες χιλιάδες (500.000) ευρώ ανά εκδότη και οι συμμετοχή των ιδιωτών πελατών δεν είναι ανώτερη του ποσού των πέντε χιλιάδων (5.000) ευρώ και, σε κάθε περίπτωση του 10% του μέσου όρου των δηλωθέντων εισοδημάτων της προηγούμενης τριετίας (όποιο εκ των δύο είναι υψηλότερο), ανά εκδότη Πκαι των τριάντα χιλιάδων (30.000) ευρώ κατ' έτος, ανά ΑΕΠΕΥ¹⁵⁹ ή ΑΕΔΟΕΕ¹⁶⁰ ή πιστωτικό ίδρυμα.¹⁶¹¹⁶²

Όρια επένδυσης

Ανά εκδότη τίθεται, λοιπόν, διπλό όριο επένδυσης, αφενός ανά εκδότη (5.000 ευρώ ή το 10% των εισοδημάτων της τριετίας) και αφετέρου ανά πλατφόρμα (30.000 ευρώ ανά έτος). Αυτό που προβληματίζει τόσο σε επίπεδο αποτελεσματικότητας όσο και προστασίας, είναι η αδιάκριτη θέσπιση των ορίων για κάθε είδος επενδυτή ακόμα και των μικρών ιδιωτών. Διευκρινίζοντας, σημειώνεται ότι αν για παράδειγμα ένας επενδυτή με χαμηλά εισοδήματα επενδύσει το όριο των πέντε χιλιάδων, αναλαμβάνει πολύ μεγάλο κίνδυνο απώλειας των χρημάτων του και ενδεχομένως πτώχευσης, πάντα εντός των επιτρεπτών πλην μη επαρκώς προστατευτικών ρυθμίσεων.¹⁶³ Το όριο που αφορά τις επενδύσεις ανά πλατφόρμα (ήτοι τριάντα χιλιάδες (30.000) ευρώ) στόχο έχει την αποτροπή συγκέντρωσης κεφαλαίων σε μία πλατφόρμα και την δημιουργία ανταγωνιστικότητας μεταξύ τους. Αν και η κατ' αρχήν στόχευση του συγκεκριμένου ορίου είναι θεμιτή και δικαιολογημένη, τα μικρά μεγέθη της ελληνικής οικονομίας που δεν συνάδουν με τη λειτουργία -άμεσα τουλάχιστον- τόσων πολλών ηλεκτρονικών πλατφορμών, καθιστούν την ρύθμιση περιοριστική για τυχόν μεγαλύτερες επενδύσεις επαγγελματιών ή μεγάλων ιδιωτών επενδυτών.¹⁶⁴

¹⁵⁶ Serdaris K., The regulation of crowdinvesting under the Greek Securities Laws, 2016, σ.1-4

¹⁵⁷ Για μία σύντομη επισκόπηση βλ. αμέσως παρακάτω

¹⁵⁸ Νόμος υπ' αριθμ. 3401/2005, ΦΕΚ Α' 257/17.10.2005, Ενημερωτικό δελτίο δημόσιας προσφοράς κινητών αξιών και εισαγωγής τους για διαπραγμάτευση

¹⁵⁹ ΑΕΠΕΥ: Ανώνυμη Εταιρεία Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών

¹⁶⁰ ΑΕΔΟΕΕ: Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων

¹⁶¹ Αρ. 23 παρ. 1 νόμου 4416/2016, με το οποίο τροποποιείται και προστίθεται η παρ.6 στο άρθρο 1 του ν. 3401/2005

¹⁶² Κατόπιν εισήγησης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, τα χρηματικά όρια δύνανται να μεταβάλλονται με απόφαση του Υπουργού Οικονομικών.

¹⁶³ Αρ. 23 παρ. 1 (β) του ν.4416/2016. Serdaris (2016), ό.π., σ. 26-28

¹⁶⁴ Serdaris (2016), ό.π., σ.26-29

Όριο προσφερόμενων τίτλων

Στο ίδιο πλαίσιο, όριο τίθεται και στο ύψος των κινητών αξιών που μπορούν να προσφερθούν ανά εκδότη στη διάρκεια ενός έτους. Αν και η υιοθέτηση του ορίου των πεντακοσίων χιλιάδων (500.000) δεν είναι αυθαίρετη, αυτό παραμένει αρκετά χαμηλό θέτοντας περιορισμούς στην δυναμική ανάπτυξης της αγοράς συμμετοχικής χρηματοδότησης. Επιπρόσθετα, με το δεδομένο ότι -κατά τη γραμματική ερμηνεία της διάταξης- αφορά ενιαία ιδιώτες και επαγγελματίες επενδυτές, η διάταξη κρίνεται αναποτελεσματική και μπορεί, δυνητικά, να δημιουργήσει μια αγορά χαμηλής ποιότητας για τους μικρούς ιδιώτες επενδυτές («αγορά λεμονιών»).

Σε συνέχεια των παραπάνω, αναφέρεται ότι να μην δεν απαιτείται η έκδοση Ενημερωτικού Δελτίου και η αντίστοιχη έγκρισή του από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ωστόσο σημαντικές υποχρεώσεις πληροφόρησης παραμένουν. Στο άρθρο 24 του νόμου 4416/2016, καθορίζονται οι βασικές πληροφορίες που θα πρέπει να είναι διαθέσιμες στους πελάτες -ακόμη και δυνητικούς. Αυτές θα αφορούν (α) τον ίδιο τον πάροχο υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης και (β) για τον εκδότη, την προσφερόμενη επένδυση, τους κινδύνους, τυχόν σύγκρουση συμφερόντων κ.α. (πληροφοριακό δελτίο).¹⁶⁶ Με τον τρόπο αυτό, ορθώς παρατηρείται ότι υπάρχει σημαντικός περιορισμός των εξόδων (σύνταξης και συμμόρφωσης) και επιτάχυνση της διαδικασίας. Ωστόσο, και το ίδιο το πληροφοριακό δελτίο απαιτεί την συμπερίληψη πολλών πληροφοριών και μάλιστα χωρίς διαφοροποιήσεις ή διαβαθμίσεις. Κατ' αποτέλεσμα, παρίστανται δυσανάλογα αυξημένες υποχρεώσεις ενημέρωσης στις περιπτώσεις προσφορών χαμηλού ύψους και, αντίστροφα, ενδεχομένως ελλιπής πληροφόρηση σε μεγάλες προσφορές.¹⁶⁷

Από την άλλη, οι διατάξεις του ν.4416/2016, όπως τροποποιήθηκαν από τον νόμο 4514/2018,¹⁶⁸ και ιδίως το -καταργηθέν πλέον- άρθρο 96 περιγράφουν λειτουργικές και οργανωτικές απαιτήσεις των παρόχων υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης. Γίνεται σαφές η βούληση του νομοθέτη οι υπηρεσίες συμμετοχικής επένδυσης, ως εντασσόμενες στο γενικότερο πλαίσιο των επενδυτικών υπηρεσιών, να παρέχονται από αδειοδοτημένους φορείς. Μάλιστα μία ηλεκτρονική πλατφόρμα θα πρέπει, βάσει του νόμου, να λαμβάνει τη νομική μορφή ΑΕΠΕΥ ή ΑΕΔΟΕΕ ή πιστωτικού ιδρύματος και να φέρει τις οργανωτικές και αδειοδοτικές υποχρεώσεις που καθορίζει η Οδηγία MIFID II. Σύμφωνα με την παράγραφο 1 του εν λόγω άρθρου προβλέπονται τα εξής. Για την αδειοδότησή τους, οι πάροχοι «γνωστοποιούν αμέσως στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ή την Τράπεζα της Ελλάδος, κατά περίπτωση, την πρόθεσή τους αυτή, υποβάλλοντας ταυτόχρονα τα σχετικά με τη δραστηριοποίηση αυτή στοιχεία και ιδίως την απόφαση του διοικητικού συμβουλίου τους με την οποία αποφασίστηκε η δραστηριότητα αυτή, το νέο οργανόγραμμα, τα πρόσωπα που θα απασχολούνται και τα προσόντα τους, καθώς και το αντίστοιχο τμήμα του εσωτερικού κανονισμού που περιγράφει τον τρόπο οργάνωσης, τα κριτήρια επιλογής των εκδοτών, τις

¹⁶⁵ Serdaris (2016), ό.π., σ. 22-25

¹⁶⁶ Αρ.24 νόμου 4416/2016, Τροποποίηση διατάξεων του ν. 3606/2007 (Α'195)

¹⁶⁷ Serdaris (2016), ό.π. σ. 16-23

¹⁶⁸ Νόμος υπ' αριθμ. 4514/2018, ΦΕΚ Α' 14/30-01-2018 και Α' 16/31-01-2018, Αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και άλλες διατάξεις.

κινητές αξίες οι οποίες θα προσφέρονται μέσω των συστημάτων τους, καθώς και τις διαδικασίες παρακολούθησης και συμμόρφωσης». Κατά συνέπεια, διαμορφώνεται ένα σύστημα «οιονεί αδειοδότησης», με την επιφύλαξη της κρίσης της αρμόδιας αρχής ότι δεν πληρούνται οι απαιτούμενες κατά τον νόμο προϋποθέσεις.¹⁶⁹

Η παράγραφος 2 του άρθρου 96 του νόμου 4514/2018, θεσπίζει ειδικές υποχρεώσεις γνωστοποίησης πληροφοριών για τους φορείς διαμεσολάβησης στο μοντέλο της συμμετοχικής επένδυσης. Οι απαριθμούμενες πληροφορίες που αφορούν ποικιλία επενδυτικών, επιχειρηματικών σχεδίων, οικονομικών, νομικών και οργανωτικών στοιχείων του εκδότη,¹⁷⁰ λειτουργούν συμπληρωματικά και, κατ' ακριβολογία, προσθετικά των υποχρεώσεων πληροφόρησης που θέτει το προαναφερθέν άρθρο 24 του ν.4416/2016 («Με την επιφύλαξη του άρθρου 24»)¹⁷¹

Κλείνοντας, το παραπάνω πλαίσιο αναμορφώθηκε μερικώς με τον μετέπειτα υιοθετηθέντα Κανονισμό 2017/1129/ΕΕ¹⁷² που αφορά το ενημερωτικό δελτίο. Ο Κανονισμός 2017/1129/ΕΕ έδωσε τη δυνατότητα σε κάθε κράτος - μέλος να εξαιρέσει δημόσιες προσφορές κινητών αξιών από την υποχρέωση δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου, η συνολική αξία των οποίων είναι μικρότερη των οκτώ εκατομμυρίων (8.000.000) ευρώ. Το όριο υπολογίζεται σε περίοδο 12 μηνών.¹⁷³ Δεδομένου ότι πρόκειται για δυνατότητα και όχι υποχρέωση εξαίρεσης ανάλογα με το ύψος της προσφοράς, ο κάθε εκδότης διατηρεί το δικαίωμα να επιλέξει να συντάξει ενημερωτικό δελτίο («Εθελοντικό ενημερωτικό δελτίο»),¹⁷⁴ σύμφωνα με τις προδιαγραφές και τις αντίστοιχες δεσμεύσεις που ορίζονται.¹⁷⁵ Στην ελληνική έννομη τάξη, με την εισαγωγή του νόμου 4706/2020,¹⁷⁶ ο νομοθέτης υιοθετεί εξαίρεση από την υποχρέωση κατάρτισης ενημερωτικού δελτίου για προσφορά κινητών αξιών στην Ένωση, με συνολική ανταλλακτική αξία που δεν υπερβαίνει τα πέντε εκατομμύρια (5.000.000) ευρώ,

¹⁶⁹ Κουλορίδας (2019), ό.π., σ.272 επ.

¹⁷⁰ Αρ. 96 παρ. 2 του νόμου 4514/2018: Παρέχονται πληροφορίες σχετικά με τη νομική κατάσταση του εκδότη, την επιχειρηματική δραστηριότητά του, πιθανά επενδυτικά σχέδια, τους μετόχους/εταίρους με ποσοστό συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο μεγαλύτερο από 5%, ζητήματα σχετικά με την πιθανή αλλαγή ελέγχου του εκδότη, τη διοίκηση του εκδότη, τυχόν συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ διοίκησης, μετόχων του εκδότη και Α.Ε.Π.Ε.Υ. που παρέχει την παρεπόμενη υπηρεσία, τη δημοσίευση των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων του εκδότη, τις κινητές αξίες που προσφέρονται και τους όρους της προσφοράς, περιγραφή των δικαιωμάτων (ψήφου, πληροφόρησης) που αυτές ενσωματώνουν, αναλυτική παράθεση παραγόντων κινδύνου, προειδοποίηση ότι η επένδυση δεν είναι αμέσως ρευστοποιήσιμη και υπάρχει ενδεχόμενο ολικής απώλειας κεφαλαίου, παράθεση των προσώπων που είναι υπεύθυνα για τις παραπάνω πληροφορίες, προειδοποίηση ότι οι παραπάνω πληροφορίες δεν εγκρίνονται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

¹⁷¹ Μούζουλας (2019), ό.π., σ.177-179

¹⁷² Κανονισμός 2017/1129/ΕΕ, Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, L 168 της 30.6.2017 σχετικά με το ενημερωτικό δελτίο που πρέπει να δημοσιεύεται κατά τη δημόσια προσφορά κινητών αξιών ή κατά την εισαγωγή κινητών αξιών προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά και την κατάργηση της οδηγίας 2003/71/ΕΚ

¹⁷³ Αρ. 3 παρ. 2 του Κανονισμού 2017/1129/ΕΕ

¹⁷⁴ Αρ. 4 του Κανονισμού 2017/1129/ΕΕ

¹⁷⁵ Μούζουλας (2019), ό.π., σ.179-185

¹⁷⁶ Νόμος υπ' αριθμ. 4706/2020, ΦΕΚ Α' 136/17-07-2020, Εταιρική διακυβέρνηση ανωνύμων εταιρειών, σύγχρονη αγορά κεφαλαίου, ενσωμάτωση στην ελληνική νομοθεσία της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/828 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, μέτρα προς εφαρμογή του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/1131 και άλλες διατάξεις, Κεφάλαιο Γ': Απαιτήσεις δημοσίευσης κατά τη δημόσια προσφορά κινητών αξιών ή κατά την εισαγωγή κινητών αξιών προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά και μέτρα εφαρμογής του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/1129

σε περίοδο δώδεκα (12) μηνών.¹⁷⁷ Παράλληλα, προβλέφθηκε υποχρέωση σύνταξης και δημοσίευσης πληροφοριακού δελτίου για προσφορές συνολικής αξίας από πεντακόσιες χιλιάδες (500.000) ευρώ και έως πέντε εκατομμύρια (5.000.000) ευρώ.¹⁷⁸¹⁷⁹ Επισημαίνεται, ότι οι προσφορές συμμετοχικής χρηματοδότησης κινούνται εντός αυτών των ορίων, άρα εξαιρούνται κατ' αποτέλεσμα από την υποχρέωση σύνταξης ενημερωτικού δελτίου.¹⁸⁰ Ζητήματα σύνταξης και δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου ή άλλου τύπου εγγράφου πληροφόρησης (Δελτίο Βασικών Πληροφοριών) θα μας απασχολήσουν εκτενέστερα και παρακάτω.¹⁸¹

4.2 Επιμέρους ρυθμίσεις άλλων ευρωπαϊκών χωρών

Επιχειρείται, στο σημείο αυτό της παρούσας εργασίας, μία συνοπτική επισκόπηση των νομικών προσεγγίσεων της συμμετοχικής χρηματοδότησης σε άλλες χώρες της Ευρώπης, με εμφανώς μεγαλύτερα ή και παρόμοια μεγέθη αγοράς συμμετοχικής χρηματοδότησης με την Ελλάδα.

Ενδεικτικά, στη Γερμανία, η ρύθμιση του crowdfunding γίνεται με την προσαρμογή υφιστάμενων νομοθετημάτων, ενώ θεωρείται ότι συνιστά μορφή λήψης και διαβίβασης εντολών. Ανάλογα με τη φύση της προσφερόμενης κινητής αξίας εφαρμόζεται είτε η MIFID II και το σύνολο των υποχρεώσεων – δορυφορικών ρυθμίσεων που συνεπάγεται η εφαρμογή της, είτε ο αντίστοιχος εθνικός νόμος. Τίθεται όριο επένδυσης, μόνο, ανά εκδότη, στα δέκα χιλιάδες (10.000) ευρώ.¹⁸² Στη γαλλική έννομη τάξη,¹⁸³¹⁸⁴ πάροχοι υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης μπορούν να είναι γαλλικού δικαίου νομικά πρόσωπα τα οποία ως «επενδυτικοί σύμβουλοι συμμετοχικής χρηματοδότησης» δεν υπάγονται στο καθεστώς της MIFID II, αλλά εγγράφονται στο τηρούμενο μητρώον και εποπτεύονται από την αρμόδια γαλλική αρχή.¹⁸⁵ Πάροχοι μπορεί να είναι, επιπλέον, πιστωτικά ιδρύματα και πάροχοι επενδυτικών υπηρεσιών που έχουν αδειοδοτηθεί προσηκόντως με βάση τη MIFID II.¹⁸⁶ Επιπλέον, με τον «νόμο Μακρόν»,¹⁸⁷ δόθηκε η δυνατότητα να προσφέρονται διαφορετικά

¹⁷⁷ Αρ. 58 παρ.1 νόμου 4706/2020

¹⁷⁸ Αρ. 58 παρ.2 νόμου 4706/2020

¹⁷⁹ Αιτιολογική Έκθεση του νόμου 4706/2020, σ.24

¹⁸⁰ Βλ. παρακάτω για την θέσπιση εξαίρεσης από την εφαρμογή του Κανονισμού 2017/1129/ΕΕ και την κατάρτιση ενημερωτικού δελτίου για προσφορές συμμετοχικής χρηματοδότησης

¹⁸¹ Βλ την υπό - ενότητα για το Δελτίο Βασικών Πληροφοριών

¹⁸² Κουλορίδας (2019), ό.π., σ.253 επ., Serdaris (2016), ό.π., σ. 14, υποσημ. 44

¹⁸³ Loi n° 2015-990 du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques, Journal Officiel de la République Française (JORF) n° 0181 du 7 août 2015.

¹⁸⁴ Η Γαλλία αποτελεί μία από τις πιο μεγάλες ευρωπαϊκές αγορές συμμετοχικής χρηματοδότησης. CrowdfundingHub, Current State of Alternative Finance in Europe 2021, <https://www.crowdfundinghub.eu/current-state-of-crowdfunding-in-europe-2021-page/> : To 2021, στους κόλπους της γαλλικής αγοράς συμμετοχικής χρηματοδότησης συγκεντρώθηκαν περίπου 1,02 δισεκατομμύρια ευρώ.

¹⁸⁵ Από την Autorité des Marchés Financiers (AMF) με βάση τους όρους της MIFID II

¹⁸⁶ Μούζουλας (2017), ό.π., σ. 5-7

¹⁸⁷ Loi n° 2015-990 du 6 août 2015, ό.π.

είδη τίτλων, π.χ. προνομιούχες μετοχές με δικαίωμα ψήφου, μετατρέψιμες ομολογίες κ.α.¹⁸⁸. Η σύνταξη ενημερωτικού δελτίου δεν είναι υποχρεωτική για προσφορές έως δύο εκατομμύρια πεντακόσιες χιλιάδες (2.500.000) ευρώ, ποσό το οποίο συνιστά ταυτόχρονα και το ανώτατο ετήσιο όριο για προσφορές συμμετοχικής χρηματοδότησης από έναν χρηματοδοτούμενο. Παράλληλα, έχει υιοθετηθεί αυστηρό πλαίσιο ενημέρωσης των επενδυτών.¹⁸⁹

Το ισχύον πλαίσιο συμμετοχικής χρηματοδότησης στην Ιταλία, αντιμετωπίζει το crowdfunding ως επενδυτική υπηρεσία, αυτήν της λήψης και διαβίβασης εντολών, εξαιρώντας το, όμως, ταυτόχρονα και από τη πεδίο εφαρμογής της MIFID II. Δυνάμει του Ιταλικού Κανονισμού, η συμμετοχική χρηματοδότηση λειτουργεί με την προσθήκη τέταρτου συμμετέχοντα που είναι τράπεζα ή ΕΠΕΥ.¹⁹⁰ Ειδικά, όσον αφορά τις πλατφόρμες που έχουν τη μορφή εταιρείας αδειοδοτούνται ειδικώς και δύνανται να παρέχουν αποκλειστικά υπηρεσίες συμμετοχικής χρηματοδότησης. Παράλληλα, υιοθετούνται σημαντικές ρυθμίσεις για την προστασία των επενδυτών, με την θέσπιση -μεταξύ άλλων- του δικαιώματος υπαναχώρησης (υπό προϋποθέσεις).¹⁹¹ Από την άλλη, η Ισπανία με μία μικρότερη αγορά χρηματοδότησης, επιχείρησε με την υιοθέτηση νέου νόμου την προώθηση και την κανονιστική οριοθέτησή της.¹⁹² Οι εισαχθείσες ρυθμίσεις προβλέπουν ότι οι πλατφόρμες συμμετοχικής χρηματοδότησης μπορούν να δρουν μόνο ως διαμεσολαβητές, διευκολύνοντας με τη χρήση ηλεκτρονικών συστημάτων την επικοινωνία χρηματοδοτών και χρηματοδοτούμενων. Επιβάλλουν και ορισμένες άλλες υποχρεώσεις για την δομή και τη διοίκηση των πλατφορμών.¹⁹³ Σύμφωνα με τον ισπανικό νόμο, ένα χρηματοδοτούμενο εγχείρημα μπορεί να συγκεντρώσει έως και δύο εκατομμύρια ευρώ, ή μέχρι πέντε σε περίπτωση που απευθύνεται σε επαγγελματίες επενδυτές.

Το Ηνωμένο Βασίλειο, διαθέτει, μετά τις Η.Π.Α, τη μεγαλύτερη αγορά συμμετοχικής χρηματοδότησης παγκοσμίως.¹⁹⁴¹⁹⁵ Η παροχή υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης αντιμετωπίζεται ως επενδυτική υπηρεσία λήψης και διαβίβασης εντολών.¹⁹⁶ Οι πλατφόρμες, λοιπόν, οργανώνονται και αδειοδοτούνται βάσει του πλαισίου που θέτει η Οδηγία MIFID II,

¹⁸⁸ Cicchiello A., Harmonizing the crowdfunding regulation in Europe: need, challenges, risks, *Journal of Small Business & Entrepreneurship*, 2019, σ. 10-12

¹⁸⁹ Κουλορίδας (2019), ό.π., σ.205-207. Financement Participatif France: L'association des professionnels du crowdfunding <https://financeparticipative.org/>

¹⁹⁰ ΕΠΕΥ: Εταιρεία Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ν.4514/2018)

¹⁹¹ Κουλορίδας (2019), ό.π., σ. 256 επ.

¹⁹² Ley 5/2015 de 27 de abril, sobre el foment de la financiación empresarial

¹⁹³ Cicchiello A., Leone D., Encouraging investment in SMEs through equity-based crowdfunding, *Int. J. Globalization and Small Business*, Vol.11, No. 3, 2020, σ. 270-271

¹⁹⁴ Cambridge Centre for Alternative Finance (CCAF), Cambridge Alternative Finance Benchmarks data on Digital Lending and Digital Capital Raising (Years 2011-2020), <https://ccaf.io/cafb/>: Η αγορά συμμετοχικής χρηματοδότησης με οικονομική ανταμοιβή (συμμετοχική δανειοδότηση και συμμετοχική επένδυση) στο Ηνωμένο Βασίλειο υπολογίζεται στα 5,7 δισεκατομμύρια δολάρια.

¹⁹⁵ Δύο από τις πιο δημοφιλείς πλατφόρμες συμμετοχικής επένδυσης που έχουν αδειοδοτηθεί και εποπτεύονται από την Financial Conduct Authority (FCA) είναι η Crowdcube (<https://www.crowdcube.com/>) και η Seedrs (<https://www.seedrs.com/>). Προσφέρουν, μάλιστα, και οι δύο υπηρεσίες για διενέργεια συναλλαγών στο πλαίσιο δευτερογενούς αγοράς τίτλων, χωρίς να απαιτείται η συμμετοχή σε νέο επίσημο κύκλο χρηματοδότησης μέσω τίτλων.

¹⁹⁶ Κουλορίδας (2019), ό.π., σ. 206-209, 246 επ.

όπως ενσωματώθηκε, από την αρμόδια εθνική αρχή (Financial Conduct Authority).¹⁹⁷ Ενημερωτικό δελτίο δεν απαιτείται για προσφορές που δεν υπερβαίνουν τα πέντε εκατομμύρια (5.000.000) ευρώ.¹⁹⁸ Μετά το Brexit, ωστόσο, και με την υιοθέτηση του Κανονισμού 2020/1503/ΕΕ, οι βρετανικές πλατφόρμες δεν καταλαμβάνονται από αυτόν,¹⁹⁹ γεγονός που δημιουργεί προβληματισμό λόγω της σημαντικότητας της βρετανικής αγοράς συμμετοχικής χρηματοδότησης.²⁰⁰

Οι παραπάνω ενδεικτικές αναφορές, αφορούν, με εξαίρεση την Ισπανία, οικονομίες στις οποίες η συμμετοχική χρηματοδότηση λαμβάνει αξιοσημείωτα μεγέθη. Σε αντίθεση δηλαδή με άλλες χώρες και ιδίως με την Ελλάδα πρόκειται για ευρωπαϊκές χώρες με σχετικά ανεπτυγμένη αγορά συμμετοχικής χρηματοδότησης (μέσω δανείων και επενδύσεων που εν προκειμένω αποτελούν το αντικείμενο ενδιαφέροντός μας), η οποία αξιοποιείται ως τεχνική χρηματοδότησης επιχειρηματικών πρωτοβουλιών.²⁰¹

Συνολικά, καταλήγουμε ότι, υφίσταται πράγματι ένας κοινός ρυθμιστικός άξονας γύρω από τον οποίο κινούνται οι διάφορες εθνικές έννομες τάξεις. Γενικότερη αντίληψη αποτελεί η εισαγωγή εξαιρέσεων από την υποχρέωση σύνταξης και δημοσιοποίησης ενημερωτικού δελτίου και η αντικατάσταση της με μία «χαλαρότερη» υποχρέωση γνωστοποίησης πληροφοριών. Ταυτόχρονα, ως αντιστάθμισμα της ελαττωμένης ενημέρωσης υιοθετούνται ως μέσο προστασίας των επενδυτών, ανώτατα όρια επένδυσης. Ωστόσο οι διαφοροποιήσεις που εντοπίζονται -μικρότερες ή μεγαλύτερες, μείζονος ή ήσσονος σημασίας- δεν επιτρέπουν τη διασυννοιακή αξιοποίηση και παροχή υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης, ενώ αυτή συγκεντρώνεται λόγω των οικονομικών και ρυθμιστικών συνθηκών που επικρατούν σε συγκεκριμένα μόνο Κράτη – Μέλη.²⁰²

Συνοψίζοντας τα όσα αναφέρθηκαν στο Α' ΜΕΡΟΣ της παρούσας, σημειώνεται ότι η συμμετοχική χρηματοδότηση με τη μορφή της συμμετοχικής δανειοδότησης και της συμμετοχικής επένδυσης αποτελούν ένα χρήσιμο καινοτόμο εργαλείο χρηματοδότησης, που όμως παρουσιάζει αυξημένους κινδύνους. Η προσέγγιση του ζητήματος ξεχωριστά από κάθε εθνική έννομη τάξη και η αποσπασματική του ρύθμιση κρίνεται ανεπαρκής, ενώ η υπαγωγή της συμμετοχικής χρηματοδότησης σε υφιστάμενο κανονιστικό πλαίσιο και δη αυτό της Οδηγίας MIFID II, όπως αυτή έχει ενσωματωθεί, αναποτελεσματική. Το κόστος συμμετοχής και η πολυσχιδής διαδικασία συμμόρφωσης δεν λειτουργούν παρά ως αποτρεπτικοί παράγοντες. Έχοντας αυτά υπόψιν, ο ενωσιακός νομοθέτης μετά από μακρά περίοδο περίσκεψης προχώρησε στην υιοθέτηση του Κανονισμού 2020/1503/ΕΕ, για τις διατάξεις του οποίου θα γίνει λόγος και θα ακολουθήσει αποσπασματική ανάλυση στο Β' ΜΕΡΟΣ της παρούσας.

¹⁹⁷ Financial Conduct Authority, A review of the regulatory regime for crowdfunding and the promotion of non-readily realisable securities by other media, 2015

¹⁹⁸ Serdaris (2016), ό.π., σ. 23, υποσημ. 78

¹⁹⁹ Κανονισμός 2020/1503/ΕΕ, αρ.3 παρ. 1 και αρ.45 παρ. 2 (ιζ)

²⁰⁰ Βλ. αναλυτικότερα την σχετική ενότητα της παρούσας εργασίας για το αντικείμενο, πεδίο εφαρμογής και ισχύς του Κανονισμού 2020/1503/ΕΕ

²⁰¹ Serdaris (2016), ό.π., σ. 4

²⁰² Βλ. αναλυτικότερα αμέσως παρακάτω για τις συνθήκες και ανάγκες που ώθησαν στην υιοθέτηση του Κανονισμού

Β' ΜΕΡΟΣ: Ο ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ 2020/1503/ΕΕ ΚΑΙ Η ΠΡΟΣΤΑΣΙΑ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ

5 ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΑΝΟΝΙΣΜΟ 2020/1503/ΕΕ

5.1 Η υιοθέτηση του Κανονισμού 2020/1503

Οι οικονομικές και κοινωνικές συνθήκες και οι ανάγκες που ώθησαν στην υιοθέτηση του Κανονισμού για τη συμμετοχική χρηματοδότηση είναι ποικίλες και χρήζουν, κατά την κρίση μας, επισκόπησης. Για μια ολοκληρωμένη έποψη του ζητήματος, γίνεται αναφορά και στην διαδικασία επιλογής του κατάλληλου μοντέλου ρύθμισης, ενώ αναλύονται εκτενώς οι στόχοι του νέου Κανονισμού. Οι στοχεύσεις του Κανονισμού αποτυπώνουν, σε μεγάλο βαθμό, τις ανάγκες που υπήρξαν κινητήριες δυνάμεις για την υιοθέτησή του, ενώ, παράλληλα, αποτελούν τη ραχοκοκαλιά της ανάλυσης που θα ακολουθήσει (ενότητα 6). Τέλος, προσεγγίζεται το αντικειμενικό και υποκειμενικό πεδίο εφαρμογής του Κανονισμού και γίνεται ιδιαίτερη μνεία στην ημερομηνία έναρξης εφαρμογής του, σε συνάρτηση με τις πολύ πρόσφατες εξελίξεις σε παγκόσμιο αλλά και ευρωπαϊκό επίπεδο.

5.1.1 Συνθήκες, ανάγκες και πορεία προς την υιοθέτηση του Κανονισμού 2020/1503/ΕΕ

Οι απαντήσεις στα ερωτήματα: (α) τι οδήγησε τελικώς στην υιοθέτηση του Κανονισμού 2020/1503/ΕΕ,²⁰³ (β) ποια προβλήματα ήρθε η ρύθμιση αυτή να επιλύσει και (γ) πώς εξελίχθηκε η όλη διαδικασία είναι, κατά τη γνώμη μας, σημαντικές, ενδιαφέρουσες και ιδιαίτερα διαφωτιστικές. Και αυτό γιατί προσφέρουν μια γενικότερη αντίληψη και κατανόηση της αναγκαιότητας ενωσιακής νομοθετικής παρέμβασης και του πλαισίου εντός του οποίου αυτή κινείται. Οι κινητήριες δυνάμεις και τα αναφερόμενα προβλήματα που ώθησαν την Ευρωπαϊκή Ένωση σε υιοθέτηση ενός ενωσιακού καθεστώτος συμμετοχικής χρηματοδότησης μπορούν να σχηματισθούν -κατά βάση- σε τρεις άξονες.

Από τη μία, έχουμε συνθήκες οι οποίες απηχούν τα χαρακτηριστικά του crowdfunding. Όπως έχει τονιστεί σε διάφορα σημεία της παρούσας διπλωματικής εργασίας, η ίδια η λειτουργία και χρησιμοποίηση της συμμετοχικής χρηματοδότησης εμφανίζει σημαντικούς εγγενείς κινδύνους (συστημικούς, λειτουργικούς, επενδυτικούς κ.α). Η έκθεση, λοιπόν, σε δυσανάλογα μεγάλους κινδύνους, ιδίως αυτόν της ολικής απώλειας χρημάτων λόγω αποτυχίας των χρηματοδοτούμενων επιχειρημάτων, αποτελεί σημαντικό ζήτημα. Συνδυαστικά με τους ανωτέρω κινδύνους, στους κόλπους των υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης, έντονη είναι και η πληροφοριακή ασυμμετρία μεταξύ χρηματοδοτικού πλήθους και χρηματοδοτών, καθιστώντας δυσχερή την αξιολόγηση τόσο του ίδιου του χρηματοδοτούμενου όσο και της ποιότητας του εγχειρήματος του. Με αυτά τα δεδομένα και λαμβάνοντας υπόψη τη

²⁰³ Όπου κατωτέρω θα χρησιμοποιηθεί για λόγους απλούστευσης ο «Κανονισμός», θα εννοείται ο Κανονισμός 2020/1503/ΕΕ, Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, L 347 της 20.10.2020 για τους Ευρωπαίους παρόχους υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης (ECSP Regulation)

συμμετοχή -μεταξύ άλλων- μεγάλου αριθμού ιδιωτών επενδυτών, οι οποίοι δεν διαθέτουν γνώσεις, εμπειρία, «επενδυτική σκέψη» και πρόσβαση σε πληροφορίες, είχε δημιουργηθεί ένα γενικότερο φαινόμενο έλλειψης εμπιστοσύνης στον μηχανισμό της συμμετοχικής χρηματοδότησης. Η έλλειψη εμπιστοσύνης αφορούσε, ιδίως, την συμμετοχή σε διασυνοριακής εμβέλειας πρωτοβουλίες.²⁰⁴ Στην θεωρία η γενικότερη αυτή κατάσταση αποκαλείται “trust gap”, και υποδηλώνει ακριβώς την μη ύπαρξη εμπιστοσύνης των επενδυτών λόγω της γεωγραφικής απόστασης μεταξύ των μερών, της διαδικτυακής - αποκλειστικά- επαφής και της ανεπαρκούς ενημέρωσης. Ουσιαστικά, υπό τις ανωτέρω περιστάσεις, προκειμένου να ληφθούν οι χρηματοδοτικές αποφάσεις, οι επενδυτές απαιτούν εγγυήσεις, ασφάλεια δικαίου και αυξημένη προστασία.²⁰⁵

Από την άλλη, ο δεύτερος άξονας περιστρέφεται γύρω από το ζήτημα της μη ύπαρξης ρυθμιστικής εναρμόνισης. Βασιζόμενοι και στην ανωτέρω ανάλυση για τις ισχύουσες νομοθεσίες Κρατών – Μελών πριν τον Κανονισμό,²⁰⁶ διαπιστώνουμε έντονο κατακερματισμό του νομικού πλαισίου της συμμετοχικής χρηματοδότησης.²⁰⁷ Τα εγχώρια ρυθμιστικά πλαίσια, τα οποία ενδεχομένως να είναι και αντιφατικά σε ζητήματα όπως για παράδειγμα οι απαιτήσεις αδειοδότησης, τα ανώτατα επενδυτικά όρια και οι εξαιρέσεις από υποχρεώσεις πληροφόρησης, η διαφορετική αντίληψη για τα επιχειρηματικά μοντέλα, οι αποσπασματικές ρυθμίσεις για την προστασία των επενδυτών κ.α. παρακωλύουν την διασυνοριακή παροχή υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης.²⁰⁸ Συγκεκριμένα, τα δημιουργούμενα εμπόδια, τα αυξημένα κόστη αδειοδότησης και συμμόρφωσης, η νομική αβεβαιότητα και τα κόστη συμμετοχής σε κάθε αγορά ξεχωριστά δεν επιτρέπουν την αναβάθμιση της συμμετοχικής χρηματοδότησης από εθνική σε πανευρωπαϊκή κλίμακα.²⁰⁹ Μάλιστα, το κατακερματισμένο, περίπλοκο πλέγμα ρυθμίσεων που δημιουργείται οδηγεί σε παροχή υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης με άνισους όρους αλλοιώνοντας με αυτόν τον τρόπο τον ανταγωνισμό.²¹⁰ Κάτι το οποίο αξίζει να σημειωθεί στο σημείο αυτό, είναι ότι ακόμα και στην περίπτωση που οι εγχώριες διατάξεις είναι ευνοϊκές, προωθούν και ενισχύουν, δηλαδή, την συμμετοχική χρηματοδότηση εντός της επικράτειας του συγκεκριμένου κράτους, αυτό δεν σημαίνει ότι είναι και συμβατές με τις ρυθμίσεις άλλων Κρατών – Μελών, σε υπερεθνικό επίπεδο. Συνεπώς, πάλι καταλήγουμε στο ίδιο πρόβλημα, αυτό της αδυναμίας διασυνοριακής προσφοράς υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης.²¹¹

²⁰⁴ Commission Staff Working Document Impact Assessment accompanying the Document Proposal for a Regulation of The European Parliament and of The Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business and Proposal for a Directive of The European Parliament and of the Council Amending Directive 2014/65/EU on Markets In Financial Instruments, SWD (2018) 056 final, 08.03.2018. Για λόγους απλούστευσης θα αποκαλείται “Impact Assessment” εφεξής.

²⁰⁵ Lee J., Investor Protection on Crowdfunding Platforms: The EU Crowdfunding Regulation, OUP, 2021. Impact Assessment, ό.π., σ.14-19,

²⁰⁶ Βλ. αναλυτικά την σχετική ενότητα της παρούσας: *Πριν το κανονισμό 2020/1503/ΕΕ: Οι νομοθετικές επιλογές της Ελλάδας και άλλων ευρωπαϊκών εννόμων τάξεων*

²⁰⁷ Cicchiello A., Leone D. (2020), ό.π.

²⁰⁸ Macchiavello E., The European Crowdfunding Service Providers Regulation and the future of marketplace lending and investing in Europe: the ‘crowdfunding nature’ dilemma, European Business Law Review, 2020, σ. 2

²⁰⁹ Impact Assessment (2018), ό.π., σ.19-24. Σκέψη 5, 6 του Προοιμίου του Κανονισμού

²¹⁰ Κουλορίδας (2019), ό.π., σ.305-306 επ.

²¹¹ Cicchiello A. (2019), ό.π., σ. 5-6, 18

Κάνοντας μία περαιτέρω σκέψη, επισημαίνεται ότι οι αποκλίσεις και οι αντικρουόμενες απαιτήσεις κάθε νομοθεσίας οδηγούν -ενδεχόμενα- στο φαινόμενο της καταχρηστικής επιλογής νομικών συστημάτων. Δημιουργείται, δηλαδή, η δυνατότητα υπαγωγής σε ευνοϊκότερο καθεστώς ρύθμισης ή/και εποπτείας, παρακάμπτοντας με αυτόν τον τρόπο άλλες λιγότερο ευνοϊκές ρυθμίσεις. Πρόκειται για «ελιγμό» εντός των νόμιμων ορίων, ο οποίος όμως δεν συνάδει με το πνεύμα και τη βούληση του νομοθέτη και καταλήγει σε αποφυγή άλλως εφαρμοστέων διατάξεων (ρυθμιστικό αρμπιτράζ, “regulatory arbitrage”).²¹²²¹³

Επιπλέον, με βάση τα αριθμητικά δεδομένα των αγορών συμμετοχικής χρηματοδότησης είναι εμφανές ότι το σύνολο των υπηρεσιών της «ευρωπαϊκής» συμμετοχικής χρηματοδότησης παρέμενε συγκεντρωμένο σε ορισμένες μόνο χώρες π.χ. Ηνωμένο Βασίλειο (πριν το Brexit), Γερμανία, Ιταλία. Κατ’ αποτέλεσμα, ο εναλλακτικός αυτός μηχανισμός άντλησης κεφαλαίων δεν ήταν ευχερώς προσβάσιμος και ευρέως διαθέσιμος προς όφελος των χρηματοδοτούμενων και των επενδυτών.²¹⁴

Η τελευταία συνθήκη που υπερτόνισε την ανάγκη θέσπισης ενιαίου κανονιστικού πλαισίου για την συμμετοχική χρηματοδότηση ήταν η επίταση του χρηματοδοτικού κενού για τις νεοφυείς και μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Η αδυναμία εύρεσης επαρκών κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση των πρώτων στάδια νεοφυών ή μικρών νέων επιχειρήσεων (“seed financing”, “early financing”) αποτέλεσε καθοριστικό παράγοντα για την υιοθέτηση και αξιοποίηση ενός εργαλείου που θα μπορούσε να μειώσει το κόστος και να άρει τα γεωγραφικά εμπόδια και τους τοπικούς περιορισμούς στην χρηματοδότηση νέων καινοτόμων επιχειρήσεων. Μάλιστα, όπως θα αναδειχθεί αμέσως παρακάτω, οι επιχειρήσεις αυτές συνιστούν τον πυρήνα των ευρωπαϊκών πρωτοβουλιών και ρυθμίσεων με στόχο τον εκσυγχρονισμό και την ανάπτυξη της ευρωπαϊκής αγοράς και την βελτίωση των οικονομικών συνθηκών.²¹⁵

Συνοψίζοντας, με μία σφαιρική προσέγγιση των παραπάνω συνθηκών, αντιλαμβάνεται κανείς ότι η ευρωπαϊκή αγορά είχε βρεθεί να διαθέτει ένα δυνητικά αποτελεσματικό μέσο εναλλακτικής χρηματοδότησης επιχειρήσεων, του οποίου όμως δεν είχε τη δυνατότητα να εξασφαλίσει την ομοιόμορφη παροχή και αξιοποίηση στο πλαίσιο της εσωτερικής αγοράς. Και αυτό λόγω του κατακερματισμού του κανονιστικού πλαισίου στις επιμέρους εθνικές νομοθεσίες, της ατελούς προστασίας των επενδυτών και της έλλειψης εμπιστοσύνης αυτών να εισφέρουν κεφάλαια σε εκτός συνόρων ηλεκτρονικές πλατφόρμες, δεδομένου και του κινδύνου ρυθμιστικού αρμπιτράζ.

Η πρωτοβουλία για την θέσπιση ενιαίου ενωσιακού ρυθμιστικού πλαισίου για την συμμετοχική χρηματοδότηση είναι αποτέλεσμα μίας μακράς προσπάθειας της Ευρωπαϊκής Ένωσης και μίας διαρκούς διαδικασίας παρακολούθησης και σκιαγράφησης των σύγχρονων

²¹² Fleischer V., Regulatory Arbitrage, Research Paper, 2010. Cicchiello A. (2019), ό.π., σ.17

²¹³ Σκέψη 9 του Προοιμίου του Κανονισμού

²¹⁴ Πρόταση Κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τους Ευρωπαίους παρόχους υπηρεσιών πληθοχρηματοδότησης για επιχειρήσεις, COM(2018) 113 final, 08.03.2018, Αιτιολογική Έκθεση, σ.1-2. Για λόγους απλούστευσης θα αποκαλείται «Πρόταση Κανονισμού» εφεξής.

²¹⁵ Stoica E., Ilescu E. (2022), ό.π.. Impact Assessment (2018), ό.π.

εξελίξεων τόσο της αγοράς της συμμετοχικής χρηματοδότησης per se, όσο και των οικονομικών συνθηκών ευρύτερα. Αναλυτικότερα, αποτελεί τμήμα της δράσης για την εγκαθίδρυση της Ένωσης Κεφαλαιαγορών (“Capital Market Union”, CMU) (Commission Work Programme 2018). Ένας από τους βασικούς στόχους, εκτός από την οικονομική μεγέθυνση και την δημιουργία νέων θέσεων εργασίας, είναι η εισαγωγή εναλλακτικών μέσων χρηματοδότησης και η διεύρυνση της πρόσβασης όλων, και ιδίως καινοτόμων, νεοφυών και μικρών μη εισηγμένων εταιριών στην αγορά κεφαλαίου.²¹⁶²¹⁷ Στο πλαίσιο αυτό, τόσο η ανάπτυξη και παγίωση της συμμετοχικής επένδυσης όσο και η επέκταση της συμμετοχικής δανειοδότησης μεταξύ ομοτίμων βρίσκονται στην καρδιά των στοχεύσεων του ευρωπαϊού νομοθέτη, όπως προκύπτει και από το εν λόγω κείμενο.²¹⁸ Η εισαγωγή κανονιστικού πλαισίου για την συμμετοχική χρηματοδότηση ερεϊδεται, επιπλέον, στο σχέδιο δράσης της Επιτροπής για την χρηματοοικονομική τεχνολογία (“Fintech Action Plan”). Με βάση το σχέδιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, επιδιώκεται η καλύτερη αξιοποίηση της τεχνολογίας προς όφελος των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και η οικοδόμηση ανταγωνιστικής και καινοτόμου χρηματοοικονομικής ευρωπαϊκής αγοράς. Αυτό θα επιτευχθεί με την διάδοση πρωτότυπων εναλλακτικών χρηματοδοτικών τεχνικών, οι οποίες χάρη στις νέες και πρωτοποριακές τεχνολογικές μεθόδους θα μπορούν να εφαρμοστούν, να γίνουν ανταγωνιστικές και αποτελεσματικές σε ένα ταχέως εξελισσόμενο, πλην ασφαλές και ελεγχόμενο ευρωπαϊκό περιβάλλον.²¹⁹ Μία σημαντική εξ αυτών είναι η συμμετοχική χρηματοδότηση.

5.1.2 Νομική βάση και μοντέλο εναρμόνισης

Νομικό έρεισμα για την αρμοδιότητα της Ευρωπαϊκής Ένωσης να εκδώσει τον εν λόγω Κανονισμό είναι το άρθρο 114 της Συνθήκης για τη Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΣΛΕΕ).²²⁰ Το άρθρο αυτό δίνει το δικαίωμα θέσπισης μέτρων με στόχο την εγκαθίδρυση και ενίσχυση της λειτουργίας εσωτερικής αγοράς.²²¹²²²

Σχετικά με την ευρωπαϊκή ρυθμιστική προσέγγιση της συμμετοχικής χρηματοδότησης προτάθηκαν τέσσερα (4) μοντέλα ρύθμισης. Το πρώτο υπαγόρευε την μη ρύθμιση, την μη υιοθέτηση, με άλλα λόγια, ενωσιακού πλαισίου και την διατήρηση των επιμέρους εθνικών

²¹⁶ Σχέδιο Δράσης για την Οικοδόμηση Ένωσης Κεφαλαιαγορών (Capital Markets Union Action Plan), COM(2015) 468 final, 30.09.2015. Σκέψη 3 του Προοιμίου του Κανονισμού 2020/1503/EE

²¹⁷ Ανακοίνωση της Επιτροπής προς το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, το Συμβούλιο, την Ευρωπαϊκή Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή και την Επιτροπή των Περιφερειών, Ένωση Κεφαλαιαγορών για τα άτομα και τις επιχειρήσεις - νέο σχέδιο δράσης, 2020, 590 τελικό, 24.09.2020

²¹⁸ Σχέδιο Δράσης για την Οικοδόμηση Ένωσης Κεφαλαιαγορών (Capital Markets Union Action Plan), COM(2015) 468 final, 30.09.2015. Σκέψη 3 του Προοιμίου του Κανονισμού 2020/1503/EE, βλ. ιδίως σ. 9-10

²¹⁹ Ανακοίνωση της Επιτροπής προς το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, το Συμβούλιο, την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, την Ευρωπαϊκή Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή και την Επιτροπή των Περιφερειών, Σχέδιο Δράσης για τη χρηματοοικονομική τεχνολογία: Για ένα πιο ανταγωνιστικό και καινοτόμο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό τομέα (Fintech Action Plan), COM(2018) 109 final, 08.03.2018

²²⁰ Ενοποιημένη απόδοση της Συνθήκης για την Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης, Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, C 83/47

²²¹ Πρόταση Κανονισμού, 2018, ό.π., σ. 4

²²² Αρ. 26 της Συνθήκης για τη Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης

νομοθεσιών ως έχουν. Η πρώτη αυτή προσέγγιση, δυνάμει και της ανωτέρω ανάλυσης, απορρίφθηκε αμέσως από την Επιτροπή καθώς θεωρήθηκε -ορθώς, κατά τη γνώμη μας- ότι δεν θα μπορούσε να έχει θετικό αποτέλεσμα **(επιλογή α)**.²²³ Δεύτερη εναλλακτική ήταν η υιοθέτηση ελάχιστων κοινών προτύπων για ορισμένες διαδικασίες και για συγκεκριμένες απαιτήσεις πληροφόρησης από κοινού με βέλτιστες πρακτικές σε άλλους τομείς.²²⁴ Ούτε αυτό το σενάριο θα επέτρεπε την άρση του βασικού προβλήματος, ήτοι την εναρμόνιση των πολύπλοκων εθνικών ρυθμίσεων **(επιλογή β)**. Το τρίτο μοντέλο, πρότεινε την αποσπασματική ρύθμιση της συμμετοχικής χρηματοδότησης με την θέσπιση και ενσωμάτωση νέων διατάξεων σε ήδη υπάρχοντα ευρωπαϊκά νομοθετήματα. Το μοντέλο αυτό, αν και καταρχήν θα προσέφερε εναρμόνιση, δεν ανταποκρίνεται ιδανικά στην περίπλοκη και ιδιαίτερη φύση της συμμετοχικής χρηματοδότησης με αποτέλεσμα να υπήρχε ο κίνδυνος να παραμείνουν αρρυθμιστές ορισμένες εκφάνσεις της **(επιλογή γ)**. Το τελευταίο προταθέν και τελικώς υιοθετηθέν μοντέλο ρύθμισης είναι αυτό της υιοθέτησης ενός ξεχωριστού Κανονισμού που θα ρυθμίζει αποκλειστικά και μόνο ζητήματα που άπτονται της συμμετοχικής χρηματοδότησης. Με αυτόν τον τρόπο, η ρύθμιση είναι ενιαία, διευκολύνει την αδειοδότηση των πλατφορμών και την προσαρμογή στα διάφορα μοντέλα crowdfunding. Παράλληλα, προς όφελος των επενδυτών, μία συνολική πανευρωπαϊκή αντίληψη της συμμετοχικής χρηματοδότησης ενισχύει την διαφάνεια των διενεργούμενων διασυνοριακών -πλέον- συναλλαγών, αδρανοποιεί τυχόν γεωγραφικούς περιορισμούς και μειώνει τα σχετικά κόστη **(επιλογή δ)**.²²⁵²²⁶

Έτσι, λοιπόν, ο ευρωπαίος νομοθέτης κατέληξε, αφού κραζόμενος τις ανάγκες και τα δεδομένα της αγοράς, ακολουθώντας την πορεία των εξελίξεων και εξετάζοντας το σύνολο των διαθέσιμων ρυθμιστικών εναλλακτικών, στην υιοθέτηση του Κανονισμού²²⁷ 2020/1503/ΕΕ, τον Οκτώβριο του 2020. Μάλιστα, ο Κανονισμός, καταλαμβάνει υποχρεωτικά κάθε ευρωπαίο πάροχο υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης και σύμφωνα με το προοίμιο του δεν επιτρέπει την επιβολή πρόσθετων απαιτήσεων ή υποχρεώσεων στους αδειοδοτηθέντες υπό το καθεστώς του παρόχους.²²⁸ Πρόκειται, δηλαδή, για περίπτωση πλήρους, άλλως μέγιστου επίπεδου εναρμόνισης.

5.2 Κύριοι στόχοι του Κανονισμού

Ο Κανονισμός 2020/1503 θεσπίζεται, όπως, άλλωστε, και η πλειοψηφία των ευρωπαϊκών νομοθετικών πράξεων, με σκοπό την εναρμόνιση του νομικού πλαισίου για την παροχή

²²³ Κουλορίδας (2019), ό.π., σ. 307. Μούζουλας (2019), ό.π., σ.218 επ.

²²⁴ Impact Assessment (2018), ό.π., σ. 37-40

²²⁵ Μούζουλας (2019), ό.π., σ.218 επ.. Κουλορίδας (2019), ό.π., σ.308 επ.. Impact Assessment (2018), ό.π., σ. 41-50

²²⁶ Για περισσότερες πληροφορίες και επεξηγήσεις βλ. αναλυτικότερα Impact Assessment, 2018, ό.π., σ. 35 - 53

²²⁷ Χριστιανός Β., Εισαγωγή στο δίκαιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, Εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, 2011, σ. 37, 44-58: Ο Κανονισμός συνιστά μία κατ' εξοχήν νομοθετική πράξη. Έχει γενική ισχύ, εφαρμόζεται στο σύνολό του και έχει άμεση ισχύ σε όλα τα Κράτη – Μέλη. Κανονισμούς εκδίδουν το Συμβούλιο αυτοτελώς ή από κοινού με το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο (συνήθης νομοθετική διαδικασία) και η Επιτροπή είτε για θέματα που εμπίπτουν των αρμοδιοτήτων της είτε κατ' εξουσιοδότηση του Συμβουλίου

²²⁸ Σκέψη 33 του Προοιμίου του Κανονισμού

υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Η βασικότερη πρόκληση, την οποία κλήθηκε να αντιμετωπίσει ο ενωσιακός νομοθέτης ήταν η θέσπιση ενός αποτελεσματικού ρυθμιστικού πλαισίου που θα περιόριζε τους εγγενείς κινδύνους της συμμετοχικής χρηματοδότησης με τέτοιο τρόπο ώστε οι νομοθετικές επιταγές να μην λειτουργήσουν αποτρεπτικά για τα εμπλεκόμενα μέρη (χρηματοδότες, χρηματοδοτούμενοι και πάροχοι). Να μην καθίστανται, δηλαδή, αποθαρρυντικές για την χρησιμοποίηση του εν λόγω χρηματοδοτικού εργαλείου και την ενεργό συμμετοχή στην εσωτερική αγορά συμμετοχικής χρηματοδότησης.

Υπό το φως των συνθηκών και των αναγκών που επικρατούν στους κόλπους της αγοράς συμμετοχικής χρηματοδότησης, όπως επισημάνθηκαν ανωτέρω, ο Κανονισμός υιοθετείται με διπλό στόχο. Αφενός, την αντιμετώπιση της πολυσχιδίας των νομοθεσιών προκειμένου να διασφαλιστεί η διασυννοριακή παροχή υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης και, αφετέρου, την ενίσχυση της προστασίας των επενδυτών.²²⁹

Εστιάζοντας στον πρώτο εκ των δύο στόχων, σημειώνουμε ότι αυτός εντάσσεται σε ένα ευρύτερο πλαίσιο συντονισμένης προσπάθειας για την Ολοκλήρωση της Ένωσης Κεφαλαιαγορών με τη ρύθμιση και ενίσχυση εναλλακτικών μέσων χρηματοδότησης για επιχειρήσεις.²³⁰ Η διαμόρφωση μίας διασυννοριακής εσωτερικής αγοράς συμμετοχικής χρηματοδότησης και η δυνατότητα των παρόχων να δραστηριοποιούνται σε ευρωπαϊκή κλίμακα υπό ενιαίο ρυθμιστικό και αδειοδοτικό καθεστώς, μέσω της άρση όλων των τυχόν νομικών, λειτουργικών, οικονομικών κ.α. εμποδίων είναι βασικό ζητούμενο.²³¹ Με αυτόν τον τρόπο, σκοπείται, κατά βάση, η κάλυψη των αυξημένων χρηματοδοτικών αναγκών των μικρομεσαίων και νεοφυών, ιδίως, επιχειρήσεων, οι οποίες αντιμετωπίζουν αυξημένες δυσκολίες στην εύρεση χρηματοδότησης (χρηματοδοτικό κενό), όπως περιγράφεται παραπάνω. Με την υιοθέτηση του Κανονισμού καθίσταται δυνατή η ευρεία διασυννοριακή κυκλοφορία εταιρικών κεφαλαίων, τόσο προς όφελος των χρηματοδοτούμενων για τους οποίους διασφαλίζεται η πρόσβαση σε μία ευρεία δεξαμενή κεφαλαίων που προέρχονται από ακαθόριστο αριθμό ατόμων, όσο και για τους επενδυτές, οι οποίοι έχουν απεριόριστες δυνατότητες τοποθέτησης των χρημάτων τους.²³²

Ταυτόχρονα, παράλληλος και αλληλένδετος με τον παραπάνω, στόχος του νέου Κανονισμού 2020/1503/ΕΕ είναι η εξασφάλιση σαφούς και ουσιαστικής προστασίας των επενδυτών.²³³ Η συγκεκριμένη ρύθμιση, με άλλα λόγια, δίνει προβάδισμα στην ενίσχυση της εμπιστοσύνης των υποψήφιων επενδυτών και στη θωράκιση των συμφερόντων τους. Βασικός άξονας των συγκεκριμένων διατάξεων είναι η παροχή πληροφόρησης και η εκτεταμένη προσπάθεια να ελαττωθεί η πληροφοριακή ασυμμετρία. Βέβαια, γίνεται αντιληπτό ότι και το σύνολο των ρυθμίσεων για τους όρους λειτουργίας των ηλεκτρονικών πλατφορμών, των απαιτήσεων αδειοδότησής τους, το πλαίσιο των επιτρεπόμενων δραστηριοτήτων υιοθετούνται

²²⁹ Σκέψη 7 του Προοιμίου του Κανονισμού. Cicchiello A. (2019), ό.π., σ. 4-6

²³⁰ Σκέψη 3 του Προοιμίου του Κανονισμού

²³¹ Μούζουλας (2019), ό.π., σ. 203-204

²³² Cicchiello A. (2019), ό.π., σ. 5-6. Impact Assessment (2018), ό.π., σ.31. Μούζουλας (2019), ό.π., σ. 204

²³³ Σκέψη 7 του Προοιμίου του Κανονισμού

με γνώμονα την προστασία των επενδυτών και την ενίσχυση της εμπιστοσύνης τους στην ευρωπαϊκή αγορά συμμετοχικής χρηματοδότησης. Με την ενίσχυση της διαφάνειας, του υγιούς ανταγωνισμού, την πρόβλεψη υψηλότερων επιπέδων εγγυήσεων για τους επενδυτές,²³⁴ καθώς και την υιοθέτηση επιμέρους ρυθμίσεων που αφορούν αποκλειστικά την εδραίωση καθεστώτος αυξημένης προστασίας των επενδυτών,²³⁵ επιδιώκεται η κάλυψη του ελλείματος εμπιστοσύνης των επενδυτών (“bridging the trust gap”).²³⁶ Είναι, άλλωστε γενικότερη η αντίληψη ότι η εμπιστοσύνη του κοινού στην αξιοπιστία, σταθερότητα και ακεραιότητα των αγορών είναι θεμελιώδης για την ορθή και αποτελεσματική λειτουργία τους.²³⁷ Η αντίληψη, αυτή αποτελεί, μάλιστα, βασικό στόχο και θεμελιώδη αρχή πλήθους ρυθμιστικών πρωτοβουλιών σχετικά με τις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Συμπληρωματικά, οι ρυθμίσεις και οι απαιτήσεις του Κανονισμού 2020/1503/ΕΕ για τους παρόχους, την αδειοδότηση τους, τους ελέγχους που διενεργούνται και την πληροφόρηση που παρέχεται, στοχεύουν στην καταπολέμηση της νομιμοποίησης εσόδων από παράνομες δραστηριότητες (ξέπλυμα μαύρου χρήματος) και της χρηματοδότησης της τρομοκρατίας.²³⁸ Η σημαντικότητα της συγκεκριμένης στόχευσης σε διασυνοριακού χαρακτήρα χρηματοπιστωτικές συναλλαγές αναδεικνύεται και στην σχετική πρόσφατη Έκθεση της Επιτροπής.²³⁹

Συνολικά, ζητούμενο είναι η εξισορρόπηση και σύμπλευση των δύο στόχων, της διασυνοριακής παροχής υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης και της ενίσχυσης του χρηματοδοτικού εργαλείου προς όφελος των χρηματοδοτούμενων, των χρηματοδοτών αλλά και της οικονομίας γενικότερα, αφενός, και η εξασφάλιση επαρκούς προστασίας για τους επενδυτές, αφετέρου.

5.3 Αντικείμενο, πεδίο εφαρμογής και ισχύς του Κανονισμού 2020/1503/ΕΕ

Αντικείμενο του Κανονισμού όπως αυτό περιγράφεται στο άρθρο 1 παρ. 1 είναι η πρόβλεψη ενιαίων απαιτήσεων «για την παροχή υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης, τη λειτουργία, την οργάνωση, την αδειοδότηση και την εποπτεία των παρόχων τέτοιων υπηρεσιών, για την λειτουργία της αντίστοιχης πλατφόρμας, καθώς και για τη διαφάνεια και τις διαφημιστικές ανακοινώσεις σε σχέση με την παροχή των υπηρεσιών αυτών στην Ένωση».²⁴⁰ Με την ολιστική αυτή προσέγγιση του ενωσιακού νομοθέτη δεν αφήνονται περιθώρια ρυθμιστικού αρμπιτράζ

²³⁴ Cicchiello A. (2019), ό.π., σ. 5-6

²³⁵ Βλ. αναλυτικότερα το σχετικό κεφάλαιο της παρούσας για την Προστασία των επενδυτών (υπό τον Κανονισμό 2020/1503/ΕΕ και τις κατευθύνσεις της ESMA)

²³⁶ Lee J. (2021), ό.π.

²³⁷ Τουντόπουλος (2021), ό.π., σ. 4-13

²³⁸ Μούζουλας (2019), ό.π., σ. 201- 203. Σκέψη 32 του Προοιμίου του Κανονισμού

²³⁹ Έκθεση της Επιτροπής, COM(2022) 554 final, 27.10.2022 σχετικά με την εκτίμηση των κινδύνων που συνεπάγονται για την εσωτερική αγορά η νομιμοποίηση εσόδων από παράνομες δραστηριότητες και η χρηματοδότηση της τρομοκρατίας και οι οποίοι συνδέονται με διασυνοριακές δραστηριότητες

²⁴⁰ Αρ. 1 παρ. 1 του Κανονισμού

και δεν προβλέπεται η δυνατότητα παράλληλης ισχύος εθνικών και ενωσιακών νομοθεσιών, καθιστώντας δυνατή, με αυτόν τον τρόπο, την πλήρη εναρμόνιση και την ασφάλεια δικαίου.

Όσον αφορά το πεδίο εφαρμογής του, ο Κανονισμός εφαρμόζεται μόνο στη συμμετοχική χρηματοδότηση μέσω δανείων και στην συμμετοχική επένδυση (απόκτηση κινητών αξιών ή άλλων εισηγμένων μέσων). Με άλλα λόγια, η ευρωπαϊκή ρύθμιση καταλαμβάνει αποκλειστικά τη συμμετοχική χρηματοδότηση με οικονομικό αντάλλαγμα²⁴¹²⁴² Με ελάχιστες διαφοροποιήσεις, επιλέχθηκε η από κοινού ρύθμιση των δύο αυτών μοντέλων συμμετοχικής χρηματοδότησης επί τη βάση των κοινών χαρακτηριστικών τους, των αναφερόμενων κινδύνων και των πανομοιότυπων λειτουργιών της πλατφόρμας. Σε κάθε περίπτωση, η εν λόγω επιλογή εγείρει αντιρρήσεις.²⁴³ Ενδεικτικές ενστάσεις είναι για παράδειγμα το γεγονός ότι τα δύο αυτά είδη συμμετοχικής χρηματοδότησης απευθύνονται σε διαφορετικές αγορές και κοινό καθώς και ότι ο κίνδυνος στη συμμετοχική επένδυση -λόγω της φύσης της- είναι αισθητά μεγαλύτερος από αυτόν στη συμμετοχική δανειοδότηση κ.α.²⁴⁴

Συγκεκριμένα με βάση το αντικείμενο του Κανονισμού, δίνεται και ο ορισμός της υπηρεσίας συμμετοχικής χρηματοδότησης, όπου διευκρινίζεται και η υπαγωγή στο πεδίο εφαρμογής του μόνο των μοντέλων συμμετοχικής χρηματοδότησης με οικονομική ανταμοιβή, όπως αναπτύχθηκε αμέσως παραπάνω. Συνεπώς, ως υπηρεσία συμμετοχικής χρηματοδότησης στο πλαίσιο του Κανονισμού 2020/1503/ΕΕ νοείται η *«σύζευξη των ενδιαφερόντων επενδυτών και κυρίων του έργου για τη χρηματοδότηση επιχείρησης μέσω της χρήσης πλατφόρμας συμμετοχικής χρηματοδότησης και η οποία περιλαμβάνει μία από τις εξής δραστηριότητες: i) τη διευκόλυνση της χορήγησης δανείων· ii) την τοποθέτηση χωρίς δέσμευση ανάληψης, κινητών αξιών και εισηγμένων μέσων για σκοπούς συμμετοχικής χρηματοδότησης που εκδίδει ο κύριος του έργου ή εταιρεία ειδικού σκοπού και τη λήψη και διαβίβαση εντολών πελατών»*²⁴⁵.

Τα προϊόντα που υπάγονται στον Κανονισμό 2020/1503/ΕΕ ορίζονται θετικά και αρνητικά, με την έννοια ότι τίθενται εξαιρέσεις. Στην περίπτωση των συμμετοχικών δανείων, ως δάνειο για τους σκοπούς του Κανονισμού ορίζεται κάθε *«συμφωνία βάσει της οποίας ένας επενδυτής διαθέτει σε κύριο του έργου ένα συμφωνημένο χρηματικό ποσό για συμφωνημένο χρονικό διάστημα και ο κύριος του έργου αναλαμβάνει άνευ όρων υποχρέωση να επιστρέψει το ποσό στον επενδυτή, μαζί με τους δεδουλευμένους τόκους, σύμφωνα με το χρονοδιάγραμμα πληρωμών των δόσεων»*.²⁴⁶ Ωστόσο, περιλαμβάνονται μόνο δάνεια προς επιχειρήσεις, ενώ εξαιρούνται ρητά τα καταναλωτικά δάνεια.²⁴⁷ Η δικαιολογητική βάση έγκειται, αφενός, στον

²⁴¹ Σκέψη 1 του Προοιμίου του Κανονισμού: *«Η χρηματοδότηση θα μπορεί να λάβει τη μορφή δανείων ή απόκτησης κινητών αξιών ή άλλων εισηγμένων μέσων για σκοπούς συμμετοχικής χρηματοδότησης. Είναι επομένως σκόπιμο να υπαχθεί στον παρόντα κανονισμό η συμμετοχική χρηματοδότηση τόσο βάσει δανεισμού όσο και βάσει επένδυσης, καθώς τα δυο είδη μπορούν να διαρθρωθούν ως συγκρίσιμες εναλλακτικές επιλογές χρηματοδότησης»*

²⁴² Macchiavello E., Valenti Ch. (2022), ό.π.: Υπάρχει έντονη συζήτηση σχετικά με την ανάγκη ρύθμισης και των μορφών συμμετοχικής χορηγίας και δη της συμμετοχικής χρηματοδότησης μέσω ανταμοιβών

²⁴³ Macchiavello E. (2020), ό.π., σ.8-9

²⁴⁴ Βλ. και στην ενότητα της παρούσας εργασίας για την συμμετοχική επένδυση (“crowd-investing”, “equity crowdfunding”, “investment-based crowdfunding”), υπό 2.4

²⁴⁵ Αρ.2 παρ 1 (α) του Κανονισμού. Σκέψη 11 του Προοιμίου του Κανονισμού

²⁴⁶ Αρ. 2 παρ. 1 (δ) του Κανονισμού

²⁴⁷ Αρ. 1 παρ. 2 (α) του Κανονισμού

επιμέρους στόχο του Κανονισμού που, όπως αναλύθηκε ανωτέρω, είναι η προώθηση της διασυνοριακής παροχής υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης με τρόπο ώστε να επιτυγχάνεται διασυνοριακή χρηματοδότηση των επιχειρήσεων στο πλαίσιο υλοποίησης της Ένωσης Κεφαλαιαγορών,²⁴⁸ και αφετέρου, στα ειδικά χαρακτηριστικά και τις ρυθμιστικές ιδιαιτερότητες της χορήγησης δανείων σε καταναλωτές.²⁴⁹ Παρ' όλα αυτά, το ζήτημα δεν είναι τόσο απλό και έχει ασκηθεί έντονη κριτική δεδομένης της μη επίτευξης ολιστικής εναρμόνισης, του έντονα διασυνοριακού χαρακτήρα των υπηρεσιών συμμετοχικής δανειοδότησης καταναλωτών και της αμφισβήτησης της δυνατότητας άνευ ετέρου εφαρμογής του ευρωπαϊκού δικαίου του καταναλωτή στην περίπτωση του λεγόμενου "peer-to-peer" δανεισμού.²⁵⁰ Ζήτημα τίθεται σχετικά με το κατά πόσο το πλήθος που χρηματοδοτεί ή η πλατφόρμα που διαμεσολαβεί μπορεί να θεωρηθεί ότι φέρει τα χαρακτηριστικά του «επαγγελματία πιστωτή», επισύροντας με αυτόν τον τρόπο την εφαρμογή της βασικής Οδηγίας 2008/48.²⁵¹²⁵²

Η δεύτερη δραστηριότητα συμμετοχικής χρηματοδότησης που καταλαμβάνεται από τον Κανονισμό, η συμμετοχική επένδυση, μπορεί να λάβει πρώτον τη μορφή της τοποθέτησης χωρίς δέσμευση ανάληψης.²⁵³ Πρόκειται για επενδυτική υπηρεσία, η οποία καλείται και απλή αναδοχή και στην οποία ο τοποθετών, εν προκειμένω η πλατφόρμα, δεν αναλαμβάνει καμία δέσμευση για την ανάληψη των χρηματοπιστωτικών μέσων. Δηλαδή, η πλατφόρμα δεν αναλαμβάνει τον κίνδυνο της τυχόν αποτυχίας ανάληψης.²⁵⁴ Από την άλλη, η συμμετοχική επένδυση μπορεί να διενεργείται με τη μορφή της λήψης και διαβίβασης εντολών των πελατών.²⁵⁵ Στην επενδυτική υπηρεσία αυτή, ο παρέχων λαμβάνει και διαβιβάζει την εντολή του επενδυτή σχετικά με την κατάρτιση συναλλαγών επί χρηματοπιστωτικών μέσων. Η υπηρεσία αυτή δεν έχει αυτοτέλεια, καθώς για να ολοκληρωθεί – εκτελεστεί η εντολή απαιτείται η εμπλοκή ενός δεύτερου προσώπου που θα την εκτελέσει. Στο πλαίσιο της συμμετοχικής χρηματοδότησης, η υπηρεσία παρέχεται μεν σε δύο διακριτά στάδια, τα οποία όμως λόγω των τεχνολογικών δομών συντελούνται ταυτόχρονα σε μηδενικό σχεδόν χρόνο.²⁵⁶ Οι παραπάνω δύο δραστηριότητες αυτές αφορούν μόνο κινητές αξίες, όπως αυτές ορίζονται

²⁴⁸ Σκέψη 8 του Προοιμίου του Κανονισμού: «Οι υπηρεσίες συμμετοχικής χρηματοδότησης που σχετίζονται με τη χορήγηση δανείων σε καταναλωτές, κατά την έννοια του άρθρου 3 στοιχείο α) της οδηγίας 2008/48/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου (3), θα πρέπει ως εκ τούτου να εξαιρεθούν του παρόντος κανονισμού» Εξαιρούνται γενικότερα οι υπηρεσίες συμμετοχικής χρηματοδότησης που απευθύνονται σε καταναλωτές με στόχο την κάλυψη ιδιωτικών αναγκών

²⁴⁹ Macchiavello E. (2020), ό.π., σ. 10

²⁵⁰ Ebers M., Quarch B., EU Consumer Law and the boundaries of the Crowdfunding Regulation, , in Pietro Ortolani/Marije Louise (eds.), Crowdfunding and the Law, pending for publication, Oxford University Press, Oxford 2022, σ. 1-8

²⁵¹ Οδηγία 2008/48/EK, Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, L 133 της 22.5.2008 για τις συμβάσεις καταναλωτικής πίστης και την κατάργηση της οδηγίας 87/102/EOK του Συμβουλίου (Consumer Credit Directive (CDC))

²⁵² Ebers M., Quarch B. (2022), ό.π., σ. 8-14. Macchiavello E. (2020), ό.π., σ.10

²⁵³ Αρ. 2 παρ. 1 (α)(ii) του Κανονισμού

²⁵⁴ Τουντόπουλος Β., Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, Εκδ. Σάκκουλα, Β' Έκδοση, 2021, σ.488 -490

²⁵⁵ Αρ. 2 παρ. 1 (α)(ii) του Κανονισμού

²⁵⁶ Τουντόπουλος (2021), ό.π., σ. 468-469

στο άρθρο 4 παράγραφος MIFID II και εισηγμένα μέσα για σκοπούς συμμετοχικής χρηματοδότησης.²⁵⁷²⁵⁸

Απαραίτητη κρίνεται εν προκειμένω, η καταγραφή των περιπτώσεων οι οποίες κατά ρητή διάταξη του Κανονισμού εξαιρούνται από το πεδίο εφαρμογής του. Ήδη παραπάνω αναλύθηκε η προβληματική της εξαίρεσης από το πεδίο εφαρμογής του Κανονισμού 2020/1503/ΕΕ της συμμετοχικής χρηματοδότησης μέσω δανείων σε καταναλωτές για κάλυψη ιδιωτικών αναγκών.²⁵⁹ Ακόμη, προβλέπεται ότι εξαιρούνται *υπηρεσίες crowdfunding* που παρέχονται από φυσικά ή νομικά πρόσωπο σύμφωνα με το εθνικό δίκαιο²⁶⁰ καθώς και «*οι προσφορές συμμετοχικής χρηματοδότησης με ανταλλακτική αξία που υπερβαίνει τα 5 000 000 EUR, όριο το οποίο υπολογίζεται σε περίοδο 12 μηνών ως άθροισμα: i) της συνολικής ανταλλακτικής αξίας των προσφορών κινητών αξιών και εισηγμένων μέσων για σκοπούς συμμετοχικής χρηματοδότησης και των ποσών που συγκεντρώνονται από δάνεια μέσω πλατφόρμας συμμετοχικής χρηματοδότησης από συγκεκριμένο κύριο του έργου· και ii) της συνολικής ανταλλακτικής αξίας των προσφορών κινητών αξιών προς το κοινό από τον κύριο του έργου*».²⁶¹ Αναφορικά με το ανώτατο όριο του ύψους των προσφορών που υπάγονται στον Κανονισμό για τη συμμετοχική χρηματοδότηση (πέντε εκατομμύρια ευρώ) σημειώνεται ότι η Πρόταση του Κανονισμού περιόριζε πολύ περισσότερο το ύψος των προσφορών. Συγκεκριμένα, προβλεπόταν ότι ο Κανονισμός δεν θα εφαρμόζεται «*για προσφορές πληθοχρηματοδότησης που η συνολική ανταλλακτική τους αξία υπερβαίνει το ένα εκατομμύριο (1.000.000)*» ανά έργο σε ετήσια βάση.²⁶² Το όριο αυτό, ορθώς κατά τη γνώμη μας, δεν υιοθετήθηκε καθώς θεωρήθηκε πολύ μικρό, με αποτέλεσμα να μην μπορεί να εξυπηρετήσει τις πραγματικές ανάγκες χρηματοδότησης των επιχειρήσεων.²⁶³ Στην αντίθετη κατεύθυνση, η υιοθέτηση του ορίου των οκτώ εκατομμυρίων (8.000.000), σε σύμπνοια με τον Κανονισμό 2017/1129 για την υποχρέωση σύνταξης ενημερωτικού δελτίου, επίσης απορρίφθηκε, κρίνοντας το ως άνω όριο ως υπερβολικά υψηλό.²⁶⁴

Στο υποκειμενικό πεδίο εφαρμογής του Κανονισμού υπάγονται όλα τα νομικά πρόσωπα με πραγματική και σταθερή εγκατάσταση στην Ευρωπαϊκή Ένωση,²⁶⁵ που λειτουργούν (κατόπιν χορήγησης της απαιτούμενης άδειας) ως πάροχοι υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης και παρέχουν τις υπηρεσίες τους εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης.²⁶⁶ Συγκεκριμένα:

²⁵⁷ Για την τελευταία περίπτωση ορίζεται στο άρ.2 παρ.1 (ιδ) ότι εισηγμένα μέσα για σκοπούς χρηματοδότησης συνιστούν «*οι μετοχές ιδιωτικής εταιρείας περιορισμένης ευθύνης που δεν υπόκεινται σε περιορισμούς οι οποίοι ουσιαστικά θα απέτρεπαν τη μεταβίβασή τους, συμπεριλαμβανομένων περιορισμών στον τρόπο με τον οποίον οι μετοχές προσφέρονται ή διαφημίζονται στο κοινό*»

²⁵⁸ Αρ. 2 παρ. 1 (γ) και (ιδ) του Κανονισμού

²⁵⁹ Αρ. 1 παρ. 2 (α) του Κανονισμού

²⁶⁰ Αρ. 1 παρ. 2 (β) του Κανονισμού

²⁶¹ Αρ. 1 παρ.2 (γ) του Κανονισμού

²⁶² Αρ. 2 παρ. 2 (δ) της Πρότασης του Κανονισμού. Σκέψη 12 του Προοιμίου της Πρότασης του Κανονισμού

²⁶³ Macchiavello (2020), ό.π., σ. 11

²⁶⁴ Macchiavello (2020), ό.π., σ. 12. Σκέψη 16 του Προοιμίου του Κανονισμού

²⁶⁵ Σκέψη 31 του Προοιμίου του Κανονισμού

²⁶⁶ Catea R., EU Crowdfunding Regulation, Challenges of the Knowledge Society (CKS), Private Law 2022, σ. 104-108

«Υπηρεσίες συμμετοχικής χρηματοδότησης παρέχονται μόνο από νομικά πρόσωπα τα οποία είναι εγκατεστημένα στην Ένωση και έχουν λάβει άδεια λειτουργίας παρόχου τέτοιων υπηρεσιών κατά το άρθρο 12». Όπως διευκρινίστηκε και ανωτέρω ο Κανονισμός 2020/1503/ΕΕ, σε αντίθεση με την Πρόταση του Κανονισμού,^{267,268} η οποία απέκλινε σημαντικά από την παραπάνω διάταξη²⁶⁹ και εν τέλει απορρίφθηκε, δηλώνει ουσιαστικά ότι δεν υφίσταται επιλογή, αλλά υποχρέωση αδειοδότησης και υπαγωγής στο ευρωπαϊκό κανονιστικό πλαίσιο για όσους παρόχους δραστηριοποιούνται στην Ένωση.

Επιπλέον, οι πάροχοι εξαιρούνται από το πεδίο εφαρμογής της MIFID II. Εφαρμογή έχει μόνο ο Κανονισμός ως ειδικότερη ρύθμιση (*lex specialis*), εκτός αν η εξεταζόμενη περίπτωση εμπίπτει σε κάποια από τις εξαιρέσεις που προαναφέρθηκαν. Διευκρινίζεται εμφατικά ότι οι αδειοδοτημένοι υπό τον Κανονισμό 2020/1503/ΕΕ πάροχοι υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης δεν υπάγονται στους κανόνες της MIFID II, για την επίτευξη ασφάλειας δικαίου και την αποφυγή ρυθμιστικών επικαλύψεων.²⁷⁰

Για παρόχους τρίτων χωρών αυτοί εξ αντιδιαστολής, χωρίς να γίνεται ιδιαίτερη μνεία, αποκλείονται. Όσον αφορά το Ηνωμένο Βασίλειο στην ισχύουσα νομοθεσία συμμετοχικής χρηματοδότησης του οποίου έγινε νύξη ανωτέρω, διαπιστώνεται ότι υπήρξε μία μακρά περίοδος διαβουλεύσεων και ανταλλαγής απόψεων σχετικά τόσο με το περιεχόμενο και τις επιμέρους ρυθμίσεις του ίδιου του Κανονισμού, όσο και για την δυνατότητα εφαρμογής του Κανονισμού στους βρετανούς παρόχους υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης μετά την αποχώρηση του Ηνωμένου Βασιλείου από την Ευρωπαϊκή Ένωση. Το τελευταίο, θα μπορούσε να εξασφαλιστεί με την πρόβλεψη καθεστώτος ισοδυναμίας²⁷¹ που θα επέτρεπε στο Ηνωμένο Βασίλειο να αποτελεί τμήμα του καθεστώτος που θεσπίζει ο Κανονισμός 2020/1503/ΕΕ και χωρίς να είναι μέρος της εσωτερικής αγοράς. Ωστόσο, κάτι τέτοιο δεν υιοθετήθηκε στο τελικό κείμενο του Κανονισμού, με αποτέλεσμα, συνεπεία του Brexit, το

²⁶⁷ Πρόταση του Κανονισμού (2018), ό.π., σ.6-7 (αρχή της αναλογικότητας και αρχή της επικουρικότητας)

²⁶⁸ Macchiavello E. (2020), ό.π., σ. 6 επ., 21: Παρατηρούνται σημαντικές διαφοροποιήσεις μεταξύ του κειμένου της Πρότασης του Κανονισμού και αυτού του ισχύοντος Κανονισμού. Υπήρξαν έντονες διαπραγματεύσεις και ανταλλαγή απόψεων στους κόλπους της Ευρωπαϊκής Ένωσης για την διαμόρφωση του τελικού κειμένου, και ιδίως του καθεστώτος υπαγωγής των παρόχων υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης στις ρυθμίσεις του Κανονισμού.

²⁶⁹ Αρ. 2 παρ. 1 της Πρότασης του Κανονισμού: «Ο παρών εφαρμόζεται στα νομικά πρόσωπα που επιλέγουν να ζητήσουν τη χορήγηση άδειας σύμφωνα με το άρθρο 10 και στους παρόχους υπηρεσιών πληθοχρηματοδότησης που έχουν αδειοδοτηθεί σύμφωνα με το εν λόγω άρθρο, σε σχέση με την παροχή υπηρεσιών πληθοχρηματοδότησης».

²⁷⁰ Οδηγία 2020/1504/ΕΕ, Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης της 07.10.2020 για την τροποποίηση της οδηγίας 2014/65/ΕΕ για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, Σκέψη 3 του προοίμιου της οδηγίας. Αρ. 1 της Οδηγίας 2020/1504/ΕΕ (τροποποίηση του άρθρου 2 παρ. 1 της MIFID II (Οδηγία 2014/65/ΕΕ))

²⁷¹ Ανακοίνωση της Επιτροπής προς το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, το Συμβούλιο, την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, την Ευρωπαϊκή Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή και την Επιτροπή των Περιφερειών για την ισοδυναμία στον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, COM(2019) 349 final, 29.7.2019:

Περιλαμβάνεται η θετική αξιολόγηση του πλαισίου της τρίτης χώρας, που δίνει τη δυνατότητα στην ΕΕ να βασίζεται στους κανόνες της τρίτης χώρας και στο έργο της εποπτικής αρχής της τρίτης χώρας. Πρακτικά, η ΕΕ δύναται να κρίνει ότι το ρυθμιστικό ή εποπτικό καθεστώς μιας τρίτης χώρας είναι ισοδύναμο με το αντίστοιχο καθεστώς της ΕΕ και αυτό επιτρέπει στις αρχές εντός της ΕΕ να βασίζονται στη συμμόρφωση των εποπτευόμενων οντοτήτων με ισοδύναμους κανόνες στην εν λόγω τρίτη χώρα. Κατόπιν αξιολόγησης, διαλόγου και λήψη απόφασης από την Επιτροπή παρέχονται ευκαιρίες διασυννοριακής δραστηριότητας σε χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες και αγορές. Οι αποφάσεις ισοδυναμίας μπορούν πράγματι να συμβάλουν στην προώθηση της διασυννοριακής επιχειρηματικής δραστηριότητας (“equivalence”)

Ηνωμένο Βασίλειο να θεωρείται πλέον τρίτη χώρα, τα ευρωπαϊκά νομοθετικά κείμενα να μην εφαρμόζονται στο Ηνωμένο Βασίλειο και η αγορά συμμετοχικής χρηματοδότησής του να τίθεται εκτός του ευρωπαϊκού πλαισίου και να αποκλείεται από τη διασυνοριακή παροχή υπηρεσιών crowdfunding.²⁷² Το γεγονός αυτό συνιστά μεγάλο πλήγμα, αν κανείς αναλογιστεί το μέγεθος της βρετανικής αγοράς συμμετοχικής χρηματοδότησης και την δυναμική εξέλιξή της. Η λύση ενδεχομένως μπορεί να δοθεί με την ύπαρξη εγκατάστασης του παρόχου υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης σε Κράτος – Μέλος π.χ. με ίδρυση θυγατρικής εταιρείας (βλ. το παράδειγμα της βρετανικής πλατφόρμας Crowdcube)²⁷³, ενώ μέχρι τον Νοέμβριο του 2023 αναμένεται έκθεση²⁷⁴ στην οποία θα αναλύεται, μεταξύ άλλων, η σκοπιμότητα επέκτασης της παροχής άδειας παρόχου υπηρεσιών crowdfunding σε οντότητες εγκατεστημένες σε τρίτες χώρες, ήτοι και στο Ηνωμένο Βασίλειο.²⁷⁵

Συνοπτικά, το ευρωπαϊκό καθεστώς παροχής υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης ρυθμίστηκε και δομήθηκε ως εξαίρεση της Οδηγίας MIFID II, η οποία θεωρήθηκε αναποτελεσματική και δυσανάλογη για την περίπτωση της συμμετοχικής χρηματοδότησης. Παρ' όλα αυτά, γίνονται αρκετές παραπομπές για ορισμούς σε αυτή, ενώ καλείται σε εφαρμογή σε περιπτώσεις που εκφεύγουν του πεδίου εφαρμογής του Κανονισμού, καθώς και όταν έχουμε παροχή επενδυτικών υπηρεσιών που υπερβαίνουν τη λήψη και διαβίβαση εντολών ή την τοποθέτηση χωρίς δέσμευση ανάληψης.

Κλείνοντας, ο Κανονισμός ισχύει από τις 9 Νοεμβρίου 2020 (είκοσι ημέρες μετά την δημοσίευσή του στην Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης). Επιπλέον, αναφέρεται ότι η ημερομηνία έναρξης εφαρμογής του Κανονισμού 2020/1503/ΕΕ είναι η 10^η Νοεμβρίου 2021.²⁷⁶ Ωστόσο, ο Κανονισμός, με γνώμονα την εξασφάλιση της συνέχισης παροχής υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης, την ασφάλεια δικαίου και την αναγνώριση της ανάγκης τροποποίησης πολλών εθνικών ρυθμίσεων των Κρατών – Μελών παρέχει μία περαιτέρω μεταβατική περίοδο δώδεκα (12) μηνών. Δηλαδή, πάροχοι υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης υποκείμενοι στον Κανονισμό, οι οποίοι έχουν αδειοδοτηθεί και λειτουργούν σύμφωνα με την εθνική νομοθεσία κάθε κράτους, μπορούν να συνεχίσουν να παρέχουν τις υπηρεσίες τους -αρχικά- έως τις 10 Νοεμβρίου 2022, βάσει του εθνικού νομοθετικού πλαισίου.²⁷⁷

²⁷² LexisNexis, EU Regulation of crowdfunding—the ECSP Regulation and the MiFID II Crowdfunding Directive, <https://www.lexisnexis.co.uk/>, 2022. Macchiavello E. (2021), ό.π., σ. 20-22

²⁷³ Crowdfundinghub, ECSP Licensed Crowdfunding Platforms, <https://www.crowdfundinghub.eu/ecsp/>, Investment platforms, Μάιος 2022, <https://investmentplatforms.eu/crowdcube-first-platform-approved-under-ecspr/>: Η πλατφόρμα Crowdcube που καταρχήν δραστηριοποιείται στην αγορά του Ηνωμένου Βασιλείου, διαθέτει θυγατρική στην Ισπανία, η οποία έχει αδειοδοτηθεί (από την Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)) και θεωρείται πλέον πάροχος υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης δυνάμει του Κανονισμού 2020/1503/ΕΕ. Μάλιστα αποτέλεσε την πρώτη πλατφόρμα συμμετοχικής επένδυσης που αδειοδοτήθηκε υπό το νέο καθεστώς του Κανονισμού 2020/1503/ΕΕ.

²⁷⁴ Της Ευρωπαϊκής Επιτροπής σε συνεργασία με την ESMA

²⁷⁵ Αρ. 45 παρ.2 (ιζ) του Κανονισμού

²⁷⁶ Αρ. 51 του Κανονισμού

²⁷⁷ Σκέψεις 76, 77 του Προοιμίου του Κανονισμού

Παρ' όλα τα παραπάνω, κατά την περίοδο 2020-2022, παρατηρήθηκε ότι η προσαρμογή στο νέο ευρωπαϊκό καθεστώς καθυστερούσε σημαντικά. Οι μεγάλες οργανωτικές, διαδικαστικές και λειτουργικές προσαρμογές που θα πρέπει να γίνουν από τους παρόχους, η προσδοκώμενη αύξηση των λειτουργικών εξόδων και η έντονη οικονομική αβεβαιότητα κατά τη διάρκεια αλλά και την επαύριο της πανδημίας COVID-19 είναι μερικοί από τους λόγους που ταυτοποιούνται ως τα αίτια της καθυστέρησης.²⁷⁸ Μάλιστα, υπογραμμίζεται ότι μέχρι τον Οκτώβριο του 2022, μόνο έξι (6) πάροχοι υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης έχουν αδειοδοτηθεί υπό τον Κανονισμό 2020/1503/ΕΕ και έχουν συμπεριληφθεί στο τηρούμενο από την ESMA «Μητρώο Παρόχων Υπηρεσιών Συμμετοχικής Χρηματοδότησης» (“Register of Crowdfunding Services Providers”).²⁷⁹ Με αυτά τα δεδομένα και έχοντας υπόψιν τις οικονομικές συνέπειες στην αγορά της συμμετοχικής χρηματοδότησης στην περίπτωση που μεγάλος αριθμός παρόχων δεν κατάφερνε να συμμορφωθεί με τις απαιτήσεις του Κανονισμού και να αδειοδοτηθεί προσηκόντως, τις απόψεις των αρμόδιων εθνικών αρχών, την εξασφάλιση επαρκούς προστασίας των επενδυτών και την Τεχνική Πρόταση που εξέδωσε η ESMA στην οποία υποστηρίζει την παροχή επέκτασης στην αρχικώς προβλεφθείσα μεταβατική περίοδο,²⁸⁰ η Ευρωπαϊκή Επιτροπή με τον εκδοθέντα κατ' εξουσιοδότηση Κανονισμό παρατείνει την μεταβατική περίοδο έως τις 10 Νοεμβρίου του έτους 2023.²⁸¹

6 ΠΡΟΣΤΑΣΙΑ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΥΠΟ ΤΟΝ ΚΑΝΟΝΙΣΜΟ 2020/1503/ΕΕ ΚΑΙ ΤΙΣ ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΕΙΣ ΤΗΣ ESMA

Η προστασία των επενδυτών και η διαμόρφωση αποτελεσματικού πλέγματος ρυθμίσεων που συμβάλλουν σε αυτή καταλαμβάνουν κυρίαρχη θέση στο δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς. Ειδικά, ο υπό εξέταση Κανονισμός, στοχεύει, όπως αναλύθηκε εκτενώς ανωτέρω, ευθέως στην ενίσχυση της προστασίας των επενδυτών που επενδύουν σε έργα συμμετοχικής χρηματοδότησης.

6.1 Γενικότερο πλαίσιο προστασίας

Η διαμόρφωση ισχυρού πλαισίου προστασίας των επενδυτών αποτελεί βασική παράμετρο και του νέου Κανονισμού και προσεγγίζεται με ποικίλους τρόπους. Εκτός, δηλαδή από τις διατάξεις του Κανονισμού 2020/1503/ΕΕ (Κεφάλαιο IV), που ρυθμίζουν μέσα και μέτρα αποκλειστικά για την προστασία των επενδυτών και τον περιορισμό της πληροφοριακής

²⁷⁸ ESMA, Final Report, ESMA's Technical Advice to the Commission on the possibility to extend the transitional period pursuant to article 48(3) of Regulation (EU) 2020/1503, 19 Μαΐου 2022

²⁷⁹ ESMA, Crowdfunding, Register on Crowdfunding Service Providers <https://www.esma.europa.eu/sections/crowdfunding>

²⁸⁰ ESMA (2022), Final Report, ESMA's Technical Advice to the Commission on the possibility to extend the transitional period pursuant to article 48(3) of Regulation (EU) 2020/1503, σ. 13

²⁸¹ Κατ' εξουσιοδότηση Κανονισμός 2022/1988/ΕΕ της Επιτροπής, Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, L 273 της 21.10.2022, C/2022/4835, για την παράταση της μεταβατικής περιόδου για τη συνέχιση της παροχής υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης σύμφωνα με την εθνική νομοθεσία, όπως αναφέρεται στο άρθρο 48 παράγραφος 1 του κανονισμού (ΕΕ) 2020/1503 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου

ασυμμετρίας, και οι υπόλοιπες διατάξεις του Κανονισμού περιέχουν προβλέψεις που άμεσα ή έμμεσα υπηρετούν τον ανωτέρω σκοπό. Πρόκειται κυρίως για διατάξεις που αφορούν το καθεστώς αδειοδότησης και εποπτείας των παρόχων υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης.

6.1.1 Ρυθμίσεις για την αδειοδότηση, οργάνωση και εποπτεία των παρόχων υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης

Πριν την συνοπτική επισκόπηση των παραπάνω οργανωτικών και διαδικαστικών ρυθμίσεων και απαιτήσεων, υπενθυμίζεται ότι το μοντέλο που υιοθετεί ο Κανονισμός είναι η πλήρης εναρμόνιση. Δηλαδή, δεν επιτρέπεται η εισαγωγή πρόσθετων απαιτήσεων και προϋποθέσεων αδειοδότησης με εθνικές ρυθμίσεις ούτε και η τροποποίηση των ορίων που τίθενται.²⁸²

Στο κεφάλαιο για την «Παροχή υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης και οργανωτικές και λειτουργικές απαιτήσεις για τους παρόχους υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης»²⁸³ και σε αυτό για την «Αδειοδότηση και εποπτεία παρόχων υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης»²⁸⁴ προκύπτει καταρχάς η υποχρέωση των ηλεκτρονικών πλατφορμών να δρουν έντιμα, ειλικρινώς και με επαγγελματισμό απέναντι τόσο στο επενδυτικό κοινό όσο και στους φορείς των χρηματοδοτούμενων επιχειρήσεων.²⁸⁵ Ακόμη, στο άρθρο 4 του Κανονισμού 2020/1503/ΕΕ υιοθετείται ένα πλέγμα ρυθμίσεων για την διασφάλιση αποτελεσματικού και συνετού συστήματος διακυβέρνησης.²⁸⁶ Παραδείγματα αποτελεσματικής διοίκησης είναι, μεταξύ άλλων, ο διαχωρισμός των καθηκόντων, η ταυτοποίηση κινδύνων και ο έλεγχός τους, η διασφάλιση συνέχειας λειτουργίας και η αποφυγή καταστάσεων σύγκρουσης συμφερόντων.²⁸⁷ Ειδικά για την περίπτωση της σύγκρουσης συμφερόντων τίθενται προληπτικά περιορισμοί στο πρόσωπο των κυρίων των έργων καθώς και απαγόρευση στη συμμετοχή της ίδια της πλατφόρμες σε προσφορές που φιλοξενεί, ενώ προβλέπονται και μηχανισμοί αποτροπής και διαχείρισης τέτοιων συνθηκών.²⁸⁸²⁸⁹ Επιπλέον, προβλέπεται υποχρέωση των παρόχων υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης να επιδεικνύουν δέουσα επιμέλεια. Οι απαιτήσεις δέουσας επιμέλειας όπως περιγράφονται αφορούν την διενέργεια ελέγχου επί του προφίλ του κυρίου του έργου (ποινικό

²⁸² Σκέψη 33 του Προοιμίου του Κανονισμού

²⁸³ Αρ. 3-11, Κεφάλαιο II του Κανονισμού 2020/1503/ΕΕ

²⁸⁴ Αρ. 12-18, Κεφάλαιο III του Κανονισμού 2020/1503/ΕΕ

²⁸⁵ Macchiavello E. (2021), ό.π., σ. 22. Αρ. 3 παρ. 2 του Κανονισμού

²⁸⁶ Μούζουλας (2019), ό.π., σ. 241-243

²⁸⁷ Macchiavello E. (2021), ό.π., σ. 23. Αρ.4 του Κανονισμού

²⁸⁸ Αρ. 8 παρ. 1 και 2: «1. Οι πάροχοι υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης δεν έχουν καμία συμμετοχή στις προσφορές συμμετοχικής χρηματοδότησης που παρέχονται στις πλατφόρμες συμμετοχικής χρηματοδότησης τις οποίες διαχειρίζονται.» «2. Οι πάροχοι υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης δεν δέχονται ως κύριους του έργου σε σχέση με τις υπηρεσίες συμμετοχικής χρηματοδότησης που παρέχονται στις πλατφόρμες τις οποίες διαχειρίζονται τα ακόλουθα: α) τους μετόχους τους που κατέχουν το 20 % ή περισσότερο του μετοχικού κεφαλαίου ή των δικαιωμάτων ψήφου· β) τους διευθυντές ή υπαλλήλους τους· γ) κανένα φυσικό ή νομικό πρόσωπο που συνδέεται με τους εν λόγω μετόχους, διευθυντές ή υπαλλήλους με σχέση ελέγχου»

²⁸⁹ Macchiavello E. (2021), ό.π., σ. 23

μητρώο, εγκατάσταση σε χώρες υψηλού κινδύνου ή σε μη συνεργάσιμη δικαιοδοσία).²⁹⁰ Σημαντική είναι, επίσης, η ρύθμιση για την υιοθέτηση διαφανών και αποτελεσματικών διαδικασιών για την διευκόλυνση και διαχείριση των καταγγελιών πελατών.²⁹¹

Αναφορικά με την θέσπιση ομοιόμορφων ρυθμίσεων για τις απαιτήσεις αδειοδότησης και την εποπτεία των παρόχων υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης που λειτουργούν, εξίσου προστατευτικά για τους επενδυτές προβλέπεται ότι κάθε νομικό πρόσωπο που επιθυμεί να παράσχει υπηρεσίες συμμετοχικής χρηματοδότησης υποβάλλει αίτηση στην αρμόδια εθνική αρχή του τόπου εγκατάστασής του.²⁹² Η αίτηση θα πρέπει να περιλαμβάνει πολύ αναλυτικά στοιχεία ταυτότητας και πληθώρα διοικητικών, λειτουργικών, επιχειρηματικών και οικονομικών στοιχείων του υποψήφιου παρόχου.²⁹³ Κατόπιν λήψης θετικής απόφασης, ενημερώνεται η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών,²⁹⁴ η οποία τηρεί μητρώο όλων των ευρωπαϊών παρόχων. Πολύ σημαντικό είναι το γεγονός ότι μόλις ένας πάροχος υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης αδειοδοτηθεί από την αρμόδια αρχή με τις προϋποθέσεις του Κανονισμού 2020/1503/ΕΕ, τότε η άδεια που του χορηγείται λειτουργεί ως «ευρωπαϊκό διαβατήριο». Αναγνωρίζεται, δηλαδή, αμοιβαία σε όλα τα Κράτη – Μέλη επιτρέποντας την παροχή των εν λόγω υπηρεσιών διασυνοριακά.²⁹⁵²⁹⁶ Από την άλλη, η άδεια ανακαλείται υπό συγκεκριμένες περιστάσεις που περιγράφονται λεπτομερώς στον Κανονισμό με τρόπο ώστε να μην αφήνονται περιθώρια διατήρησης της σε περίπτωση μακρόχρονης αδράνειας, διαπίστωσης παραβάσεων ή μη πλήρωσης των αρχικών προϋποθέσεων χορήγησης.²⁹⁷

6.1.2 Επενδυτικό όριο

Αναφέρεται, επιπλέον, στην Σκέψη 16 του Προοιμίου του Κανονισμού ότι η προστασία των επενδυτών ενισχύεται και με τον ορισμό του ανώτατου ύψους της συνολικής ανταλλακτικής αξίας των προσφερόμενων κινητών αξιών ή του αιτούμενου δανείου από συγκεκριμένο κύριο έργου στα πέντε εκατομμύρια (5.000.000) ευρώ. Και αυτό γιατί, προσφορές που υπερβαίνουν το ανωτέρω ποσό χρήζουν αυστηρότερης, πιο λεπτομερούς και δοκιμασμένης στην πράξη ρύθμισης, δηλαδή επισύρουν εφαρμογή της Οδηγίας MIFID II και του Κανονισμού 2017/1129 για το ενημερωτικό δελτίο.

²⁹⁰ Αρ. 5 του Κανονισμού

²⁹¹ Αρ. 7 του Κανονισμού, Σκέψη 23, 26 του Προοιμίου του Κανονισμού

²⁹² Αρμόδιες για την αδειοδότηση είναι οι επιμέρους εθνικές αρχές των Κρατών – Μελών, και όχι η ESMA όπως προέβλεπε η Πρόταση του Κανονισμού (σκ. 25-26, αρ. 10 παρ. 1)

²⁹³ Βλ. αναλυτικά το αρ. 12 παρ. 1-3 του Κανονισμού. Σκέψη 34 του Προοιμίου του Κανονισμού

²⁹⁴ Εφεξής θα αναφέρεται ως «ΕΑΚΑΑ» ή εναλλακτικά ως “ESMA”

²⁹⁵ Αρ. 12 παρ. 12 του Κανονισμού. Σκέψη 33 του Προοιμίου του Κανονισμού

²⁹⁶ Για τη διασυνοριακή παροχή υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης βλ. αναλυτικότερα το αρ. 18 του Κανονισμού: Απαιτείται η υποβολή πληροφοριών στην αδειοδοτούσα εθνική αρχή σχετικά με τον χώρο, τρόπο και χρόνο και φύση δραστηριοτήτων που προτίθεται ο πάροχος να ενεργήσει σε διασυνοριακό επίπεδο. Η αρμόδια αρχή κοινοποιεί τις ληφθείσες πληροφορίες στην ESMA και αυτή εισάγει τα δεδομένα στο τηρούμενο μητρώο.

²⁹⁷ Σκέψη 37 του Προοιμίου του Κανονισμού. Αρ. 17 του Κανονισμού

6.1.3 Η βασική διάκριση των επενδυτών σε ειδικευμένους και μη ειδικευμένους

Στο σημείο αυτό, για μία ολοκληρωμένη εισαγωγική προσέγγιση στην ανάλυση των διατάξεων του Κανονισμού 2020/1503/ΕΕ για την προστασία των επενδυτών, κρίσιμη είναι η επισκόπηση της διάκρισης των επενδυτών που γίνεται στις επιμέρους ρυθμίσεις. Παρόλο που η Πρόταση του Κανονισμού δεν περιείχε καμία απολύτως αναφορά στη διαφοροποίηση των επενδυτών και των εφαρμοστέων κανόνων,²⁹⁸ ο ενωσιακός νομοθέτης εισήγαγε με τον Κανονισμό 2020/1503/ΕΕ την διάκριση των επενδυτών σε ειδικευμένους (*per se* ή μετά από αποδοχή σχετικού αιτήματος, “opt-up”) και μη ειδικευμένους (“sophisticated, non-sophisticated investors”).²⁹⁹ Η κατηγοριοποίηση αυτή γίνεται με στόχο να εξασφαλιστεί αποτελεσματικότερη και επαρκέστερη προστασία των διαφόρων «τάξεων» επενδυτών, διότι ανάλογα με το αν κάποιος επενδυτής ταυτοποιείται ως ειδικευμένος ή μη, θα υπαχθεί σε διαφορετικά επίπεδα προστασίας και εγγυήσεων κατάλληλα -κάθε φορά- για τις ιδιότητες του.³⁰⁰

Συγκεκριμένα, η αξιολόγηση γνώσεων του επενδυτή σε εισαγωγικό στάδιο, η προσομοίωση της ικανότητας να επωμιστούν απώλειες, τα επενδυτικά όρια, οι προειδοποιήσεις για τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο και η παροχή περιόδου περίσκεψης αποτελούν προστατευτικές διατάξεις, η εφαρμογή των οποίων επιφυλάσσεται υπέρ των μη ειδικευμένων μόνο επενδυτών.³⁰¹ Έτσι λοιπόν, “*per se*” ειδικευμένοι επενδυτές θεωρούνται τα νομικά πρόσωπα που πληρούν τουλάχιστον ένα από τα ακόλουθα: «(α) *ίδια κεφάλαια τουλάχιστον 100 000 ευρώ (β) καθαρός κύκλος εργασιών τουλάχιστον 2 000 000 ευρώ (γ) ισολογισμός τουλάχιστον 1 000 000 ευρώ*» και τα φυσικά πρόσωπα που πληρούν τουλάχιστον δύο από τα ακόλουθα κριτήρια: «(α) *ατομικό ακαθάριστο εισόδημα τουλάχιστον 60 000 ευρώ ανά οικονομικό έτος ή χαρτοφυλάκιο χρηματοπιστωτικών μέσων, οριζόμενο ως χαρτοφυλάκιο που περιλαμβάνει καταθέσεις σε μετρητά και χρηματοοικονομικά στοιχεία ενεργητικού, με αξία που υπερβαίνει τα 100 000 ευρώ (β) ο επενδυτής εργάζεται ή έχει εργαστεί στον χρηματοπιστωτικό τομέα για τουλάχιστον ένα έτος σε επαγγελματική θέση, η οποία απαιτεί γνώση των προβλεπόμενων συναλλαγών ή υπηρεσιών, ή ο επενδυτής έχει εργαστεί ως διευθυντικό στέλεχος επί τουλάχιστον 12 μήνες σε νομικό πρόσωπο με τα χαρακτηριστικά ειδικευμένου επενδυτή (γ) πραγματοποίηση κατά μέσο όρο 10 συναλλαγών σημαντικού όγκου ανά τρίμηνο στις κεφαλαιαγορές στη διάρκεια των τελευταίων τεσσάρων τριμήνων.*»³⁰² Από την άλλη, υπό αυστηρές προϋποθέσεις και κριτήρια, ένας επενδυτής μπορεί να αντιμετωπιστεί ως ειδικευμένος εφόσον το σχετικό του έτοιμα εγκριθεί (“opt-up”).

Έρεισμα της εν λόγω διάκρισης είναι η παρόμοια διάκριση που υιοθετείται στην Οδηγία 2014/65/ΕΕ (MIFID II),³⁰³ ανάμεσα σε επαγγελματίες πελάτες και ιδιώτες.³⁰⁴ Και στα δύο

²⁹⁸ Αρ. 15 παρ 1 της Πρότασης του Κανονισμού (ενδεικτικά). Εξάλλου από το σύνολο της Πρότασης του Κανονισμού αντιλαμβάνεται κανείς την ανυπαρξία οποιασδήποτε αξιολογικής διάκρισης μεταξύ των επενδυτών.

²⁹⁹ Σκέψη 42 του Κανονισμού. Αρ. 2 παρ 1 (ι) και (ια). LexisNexis (2022), ό.π., σ.26επ.

³⁰⁰ Lee J. (2021), ό.π., σ. 5

³⁰¹ Macchiavello (2020), ό.π., σ.31

³⁰² Παράρτημα II του Κανονισμού (Κριτήρια χαρακτηρισμού)

³⁰³ Σκέψη 42 του Κανονισμού

³⁰⁴ Τουντόπουλος (2021), ό.π, σ. 109

νομοθετικά κείμενα οι επενδυτές κατηγοριοποιούνται ως ειδικευμένοι και επαγγελματίες, αντίστοιχα, όσοι (φυσικά και νομικά πρόσωπα) διαθέτουν και αποδεικνύουν πείρα, γνώσεις και αντίληψη του αναλαμβανόμενου κινδύνου και πληρούν ορισμένα τυπικά κριτήρια (φύση δραστηριότητας και μέγεθος).³⁰⁵ Αντίστροφα, μη ειδικευμένοι επενδυτές είναι όσοι δεν θεωρούνται ειδικευμένοι ή όσοι δεν πληρούν τα κριτήρια για να κατηγοριοποιηθούν κατόπιν σχετικού αιτήματος ως ειδικευμένοι.³⁰⁶ Ωστόσο, είναι πολύ σημαντικό να διευκρινιστεί ότι στην περίπτωση του Κανονισμού 2020/1503/ΕΕ, η διάκριση θα πρέπει επίσης να λαμβάνει υπόψη τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της αγοράς συμμετοχικής χρηματοδότησης,³⁰⁷ δηλαδή να εξετάζεται η δυνητική εμπειρία των επενδυτών και οι γνώσεις τους σε θέματα που άπτονται των υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης, και όχι να θεωρούνται επαρκείς οι γενικότερες γνώσεις για τη λειτουργία των κεφαλαιαγορών και των χρηματοπιστωτικών μέσων.³⁰⁸

Παρόλο που η MIFID II συνιστά, πράγματι, την βάση για τον διαχωρισμό των επενδυτών σε ειδικευμένους και μη ειδικευμένους στον Κανονισμό 2020/1503/ΕΕ και εντοπίζονται σημαντικές ομοιότητες στον τρόπο αξιολόγησής τους, παρατηρούνται ορισμένες αξιοσημείωτες διαφορές στις επιμέρους ρυθμίσεις. Πρώτον, τα επιμέρους κριτήρια της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ δεν διακρίνουν ανάλογα με το αν αφορούν και εφαρμόζονται επί φυσικών ή νομικών προσώπων. Επιπλέον, η διάρκεια της χορηγηθείσας έγκρισης για επενδυτή που ζητά να αντιμετωπιστεί ως επαγγελματίας ή ειδικευμένος (“opt-up”) διαφέρει. Συγκεκριμένα, ο Κανονισμός προβλέπει διετή διάρκεια ισχύος της εν λόγω έγκρισης, με την πάροδο της οποίας απαιτείται νέο αίτημα στον πάροχο και εκ νέου διαδικασία έγκρισης, ενώ η MIFID II δεν θεσπίζει ανώτατη διάρκεια για την εγκριθείσα «αναβάθμιση» του επενδυτή σε επαγγελματία.³⁰⁹ Επίσης, υπό το καθεστώς της MIFID II, οι επαγγελματίες επενδυτές έχουν την δυνατότητα να ζητούν να αντιμετωπιστούν ως μη επαγγελματίες και να απολαύουν ένα υψηλότερο επίπεδο προστασίας (“opt-down”), ενώ αντίθετα ο Κανονισμός 2020/1503 δεν προβλέπει αντίστοιχο δικαίωμα των ειδικευμένων επενδυτών. Κατά συνέπεια, δεν αποκλείεται ένας επενδυτής να κατηγοριοποιείται ως ειδικευμένος επενδυτής υπό τον Κανονισμό για τη συμμετοχική χρηματοδότηση, ενώ ταυτόχρονα να θεωρείται ιδιώτης πελάτης στο πλαίσιο της MIFID II.³¹⁰ Και αυτό γιατί με βάση τα κριτήρια κατηγοριοποίησης των επενδυτών, διαπιστώνεται ότι αδικαιολόγητα, κατά τη γνώμη μας,³¹¹ ο Κανονισμός υιοθετεί επιεικέστερο καθεστώς, με συνέπεια μεγαλύτερος αριθμός επενδυτών να κατηγοριοποιούνται ως ειδικευμένοι, απολαμβάνοντας έτσι μικρότερη προστασία.

³⁰⁵ Τουντόπουλος (2021), ό.π. σ. 109-110

³⁰⁶ Παράρτημα II του Κανονισμού 2020/1305/ΕΕ

³⁰⁷ Lee J. (2021), ό.π., σ.5-8

³⁰⁸ Σκέψη 42 του Κανονισμού, βλ. επίσης και το αρ. 21 του Κανονισμού όπου η αξιολόγηση των γνώσεων και της πείρας ενός δυνητικού επενδυτή διενεργείται επί τη βάση των συγκεκριμένων ειδικών χαρακτηριστικών της επένδυσης που προσφέρεται από τον πάροχο υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης.

³⁰⁹ Παράρτημα II, παρ. II του Κανονισμού 2020/1503/ΕΕ προβλέπει διετή διάρκεια της εν λόγω έγκρισης.

³¹⁰ Lee J. (2021), ό.π., σ. 8: Τουντόπουλος (2021), ο.π., σ. 110-111. Παράρτημα II της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ. Παράρτημα II του Κανονισμού 2020/1503/ΕΕ

³¹¹ Η αγορά της συμμετοχικής χρηματοδότησης θεωρείται πως ενέχει αυξημένους κινδύνους σε σχέση με «παραδοσιακές» επενδυτικές δραστηριότητες – υπηρεσίες.

6.1.4 Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ΕΑΚΑΑ) και Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών (ΕΑΤ)

Μία τελευταία παράμετρος, που χρήζει ανάλυσης συνίσταται στην επεξήγηση του ρόλου και των αρμοδιοτήτων της ΕΑΚΑΑ (ESMA),³¹² η οποία εν προκειμένω δρα σε στενή συνεργασία με την Ευρωπαϊκή Εποπτική Αρχή (Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών).³¹³ Με βάση τις Σκέψεις του Προοιμίου του Κανονισμού 2020/1503/ΕΕ, τις επιμέρους διατάξεις του και τα άρθρα 10επ., η ESMA αναλαμβάνει την κατάρτιση ρυθμιστικών τεχνικών προτύπων, με στόχο την διασφάλιση της συνεπούς εφαρμογής του Κανονισμού για τη συμμετοχική χρηματοδότηση.³¹⁴ Ειδικότερα, τα ρυθμιστικά τεχνικά πρότυπα είναι τεχνικής φύσεως έγγραφα, με τα οποία διευκρινίζονται και εξειδικεύονται ζητήματα τεχνικού περιεχομένου και υποστηρίζονται οι ρυθμίσεις των νομοθετικών πράξεων επί των οποίων βασίζονται.³¹⁵ Η ESMA, από κοινού με την ΕΑΤ, καλείται να συντάξει και να υποβάλει στην Επιτροπή σχέδια ρυθμιστικών τεχνικών προτύπων, σε σχέση με συγκεκριμένες διατάξεις του Κανονισμού, για τις οποίες ρητά εντέλλεται να παρέχει κατευθύνσεις.³¹⁶ Αυτά, αφορούν, μεταξύ άλλων, την ενημέρωση των πελατών, τη δημοσιοποίηση των ποσοστών αθέτησης υποχρεώσεων, την αξιολόγηση των γνώσεων πριν από την πραγματοποίηση επένδυσης, την προσομοίωση της ικανότητας των επενδυτών να επωμιστούν ζημιές και το δελτίο βασικών πληροφοριών για τους επενδυτές.³¹⁷ Τα ρυθμιστικά αυτά πρότυπα, τα οποία σήμερα έχουν καταρτιστεί, θα συμπεριληφθούν στην ανάλυσή μας, προσδίδοντας μία πιο λειτουργική και σύγχρονη διάσταση στην προσέγγισή μας.

Από την άλλη, η ESMA είναι αρμόδια, όπως σημειώθηκε και ανωτέρω, για την κατάρτιση και τήρηση ενημερωμένου και δημοσίως διαθέσιμου μητρώου με όλους τους παρόχους υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης που δραστηριοποιούνται στην Ένωση υπό το νέο καθεστώς του Κανονισμού.³¹⁸

Συνοψίζοντας, με την ως άνω ανάλυση αναδείχθηκαν βασικές πτυχές των ρυθμίσεων του Κανονισμού για τους παρόχους υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης και τα όρια των προσφορών που σχετίζονται με την προστασία των δυνητικών επενδυτών στις πλατφόρμες συμμετοχικής χρηματοδότησης, προσεγγίστηκαν σημαντικές έννοιες, όπως αυτή των ειδικευμένων και μη ειδικευμένων επενδυτών και δόθηκαν πολύτιμες διευκρινίσεις σχετικά με το ρόλο και τη δραστηριότητα της ESMA και της ΕΑΤ. Παρά το συναγόμενο μεγάλο εύρος

³¹² Η ΕΑΚΑΑ θεσπίστηκε με τον Κανονισμό. 1095/2010/ΕΕ, Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, L 331 της 15.12.2010, σχετικά με τη σύσταση Ευρωπαϊκής Εποπτικής Αρχής (Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών), την τροποποίηση της απόφασης αριθ. 716/2009/ΕΚ και την κατάργηση της απόφασης 2009/77/ΕΚ.

³¹³ Η Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών (ΕΑΤ) θεσπίστηκε με τον Κανονισμό 1093/2010/ΕΕ, Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, L 331 της 15.12.2010 σχετικά με τη σύσταση Ευρωπαϊκής Εποπτικής Αρχής (Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών), την τροποποίηση της απόφασης αριθ. 716/2009/ΕΚ και την κατάργηση της απόφασης 2009/78/ΕΚ.

³¹⁴ Σκέψη 70 του Προοιμίου του Κανονισμού 2020/1503/ΕΕ

³¹⁵ Αρ.10 παρ. 1 του Κανονισμού 2010/1095/ΕΕ

³¹⁶ ΕΥ, Ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης για το Crowdfunding, Οκτώβριος 2021, https://www.ey.com/el_gr/tax/tax-alerts/greece-the-single-european-regulatory-framework-for-crowdfunding

³¹⁷ Σκέψη 71 του Προοιμίου του Κανονισμού

³¹⁸ Σκέψη 36 του Προοιμίου του Κανονισμού 2020/1503/ΕΕ. Αρ. 14 του Κανονισμού

των προστατευτικών ρυθμίσεων, η ανάλυση που ακολουθεί θα περιοριστεί σε διατάξεις του Κανονισμού που αφορούν αποκλειστικά την προστασία των επενδυτών.

6.2 Οι επιμέρους διατάξεις του Κανονισμού 2020/1503/ΕΕ (Κεφάλαιο IV)

Οι διατάξεις που αφορούν την προστασία των επενδυτών εντοπίζονται στο Κεφάλαιο IV του Κανονισμού 2020/1503/ΕΕ, με τίτλο «Προστασία των επενδυτών». Πρόκειται για τα άρθρα 19 επ. του Κανονισμού.

Προκαταβολικά σημειώνεται ότι οι ρυθμίσεις του Κανονισμού είναι αφεαυτές αρκετά λεπτομερείς και περιγράφουν αναλυτικά όλες τις διαδικασίες, μηχανισμούς και επιμέρους υποχρεώσεις των μερών. Ακόμη, επιλέγεται να μην ακολουθηθεί αυστηρά η σειρά των άρθρων, όπως κανείς τα διαβάσει στον Κανονισμό, αλλά να παρουσιαστούν οι επιμέρους διατάξεις με τρόπο που, κατά τη γνώμη μας, προσδίδει μεγαλύτερη συνοχή στην παρούσα ανάλυση.

6.2.1 Απαιτήσεις ακριβούς, μη παραπλανητικής πληροφόρησης

Καταρχήν, βασικός πυλώνας και σταθερή προσέγγιση του ενωσιακού νομοθέτη για την αντιμετώπιση εγγενών κινδύνων των συναλλαγών, γενικότερα, αλλά και, εν προκειμένω, για την υιοθέτηση επαρκούς και αποτελεσματικού πλέγματος ρυθμίσεων για την ενίσχυση της προστασίας των επενδυτών σε διαδικτυακές πλατφόρμες συμμετοχικής χρηματοδότησης είναι η ενίσχυση της διαφάνειας της αγοράς. Αυτό επιτυγχάνεται, ιδίως, με την επιβολή υποχρεώσεων γνωστοποίησης πληροφοριών.³¹⁹

Αν και η υποχρέωση πληροφόρησης αποτελεί -σχετικά- ήπια υποχρέωση, δημιουργεί έξοδα και κινδύνους³²⁰ για τους χρηματοδοτούμενους, ενώ δεν συνιστά πανάκεια για την επίτευξη της προστασίας των επενδυτών. Γι' αυτό άλλωστε η ροή των πληροφοριών δεν είναι αυτοσκοπός. Για να εξυπηρετηθεί ο σκοπός της προστασίας των επενδυτών αυτές θα πρέπει να φέρουν ορισμένα ποιοτικά χαρακτηριστικά.³²¹

Σύμφωνα, λοιπόν, με το άρθρο 19 του Κανονισμού 2020/1503/ΕΕ, το οποίο θέτει έναν γενικό κανόνα, οι πληροφορίες που παρέχονται από τους παρόχους υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης στους πελάτες τους, θα πρέπει να είναι ακριβείς, σαφείς και μη παραπλανητικές ("fair, clear and not misleading"). Δηλαδή, θα πρέπει να είναι τέτοιο το περιεχόμενο και η ποιότητά τους έτσι ώστε το κοινό να μπορεί να βασισθεί σε αυτές για να λάβει μια ορθολογική επενδυτική απόφαση.³²² Εξειδικεύοντας, η υποχρέωση αυτή καταλαμβάνει πληροφορίες για τους ίδιους τους παρόχους, τα έξοδα και τους οικονομικούς

³¹⁹ Τουντόπουλος (2021), ό.π., σ. 287-290

³²⁰ Βλ. αναλυτικότερα τη σχετική ενότητα της παρούσας εργασίας για τους χρηματοδοτούμενους και τα υποψήφια προς χρηματοδότηση εγχειρήματα, Κίνδυνοι και αποτρεπτικοί παράγοντες

³²¹ Τουντόπουλος (2021), ό.π., σ. 287-290

³²² Τουντόπουλος (2021), ό.π., σ. 293-294

κινδύνους που προκύπτουν από την δραστηριότητά της ηλεκτρονικής πλατφόρμας, τις αμοιβές και επιβαρύνσεις που σχετίζονται με τις υπηρεσίες που παρέχει ή τις επενδύσεις, για τα κριτήρια επιλογής έργων προς χρηματοδότηση, για τη φύση και τους κινδύνους των παρεχόμενων υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης.³²³ Επιπλέον, οι επενδυτές ενημερώνονται σχετικά με την μη λειτουργία συστήματος εγγυήσεως των διενεργούμενων καταθέσεων στις προσφερόμενες υπηρεσίες, σχετικά με την περίοδο επίσκεψης³²⁴ για τους μη ειδικευμένους επενδυτές, καθώς και αναφορικά με την τυχόν χρησιμοποίηση βαθμολογιών πιστοληπτικής ικανότητας ή κοστολόγησης των έργων και της σχετικής μεθόδου αξιολόγησης.³²⁵ Το σύνολο των παραπάνω ακριβών, σαφών και μη παραπλανητικών πληροφοριών θα πρέπει να είναι διαθέσιμο στην ηλεκτρονική πλατφόρμα για όλους τους πελάτες, χωρίς διακρίσεις σε σαφώς καθορισμένο και ευχερώς προσβάσιμο τμήμα της ιστοσελίδας της.³²⁶ Ο Κανονισμός διευκρινίζει ότι οι εν λόγω πληροφορίες έχουν προσυναλλακτικό χαρακτήρα, δηλαδή, θα πρέπει να κοινοποιούνται οποτεδήποτε, αλλά πάντως σε χρόνο που προηγείται της αποδοχής οποιασδήποτε προσφοράς συμμετοχικής χρηματοδότησης.³²⁷

Ιδιαίτερη αναφορά γίνεται στις διαφημιστικές ανακοινώσεις για τις υπηρεσίες των παρόχων. Ορίζεται ότι οι πληροφορίες που περιλαμβάνονται σε αυτές είναι, επίσης, ακριβείς, σαφείς και μη παραπλανητικές, καθώς και ευθυγραμμισμένες με τις πληροφορίες που αναφέρονται στο Δελτίο Βασικών Πληροφοριών.³²⁸³²⁹ Ειδικότερα, οι διαφημιστικές ανακοινώσεις πρέπει να παρουσιάζονται με τέτοιο τρόπο ώστε να είναι διακριτή η φύση τους ως τέτοιες,³³⁰ ενώ δεν επιτρέπεται να στοχεύουν μεροληπτικά σε προγραμματιζόμενα ή εκκρεμή έργα, πριν τη λήξη της περιόδου συγκέντρωσης χρηματοδότησης για άλλο έργο.³³¹ Για την διάδοση τους επιλέγεται μία ή περισσότερες επίσημες ή αποδεκτές γλώσσες του κάθε Κράτους – Μέλους. Οι αρμόδιες αρχές κάθε χώρας εποπτεύουν την τήρηση και την επιβολή των ισχυουσών νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων, που θεσπίζονται σχετικά με τις διαφημιστικές ανακοινώσεις. Οι διατάξεις αυτές οφείλουν να κοινοποιούνται από τις εθνικές αρχές στην ΕΑΚΑΑ και να δημοσιεύονται περιληπτικά από την τελευταία. Για λόγους διευκόλυνσης και τυποποίησης, η ΕΑΚΑΑ θα καταρτίσει πρότυπα για την διενέργεια των ανωτέρω κοινοποιήσεων και διαδικασιών.³³² Πάντως, οι ίδιες οι διαφημιστικές ανακοινώσεις δεν υπόκεινται σε διαδικασία κοινοποίησης και έγκρισης από τις αρχές πριν την διάδοσή τους

333

³²³ Αρ. 19 παρ. 1 του Κανονισμού

³²⁴ Βλ. αναλυτικά στην υπο-ενότητα της παρούσας εργασίας για την *περίοδο επίσκεψης*

³²⁵ Αρ. 19 παρ. 6 του Κανονισμού. Macchiavello (2020), ό.π., σ. 26-27

³²⁶ Αρ. 19 παρ. 5 του Κανονισμού. Lee J. (2021), ό.π., σ. 10

³²⁷ Αρ. 19 παρ. 4 του Κανονισμού

³²⁸ Βλ. αναλυτικά αμέσως παρακάτω

³²⁹ Αρ. 19 παρ. 1 και αρ. 27 παρ. β' εδ. β' του Κανονισμού

³³⁰ Αρ. 27 παρ. 1 του Κανονισμού

³³¹ Αρ. 27 παρ. β' εδ. α' του Κανονισμού

³³² Αρ. 28 του Κανονισμού

³³³ Αρ. 27 παρ. 5 του Κανονισμού

Στην ίδια γραμμή, δίνεται η δυνατότητα στους παρόχους υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης να τηρούν πίνακα ανακοινώσεων. Η λειτουργία του αφορά αποκλειστικά την δυνατότητα των πελατών να διαφημίζουν το ενδιαφέρον τους για συμμετοχή σε προσφερόμενες συναλλαγές δανειοδότησης ή επένδυσης και δεν εκτείνεται στην σύναψη των επιμέρους συμβάσεων.³³⁴ Δεν αποτελεί, δηλαδή, εσωτερικό σύστημα αντιστοίχισης που εκτελεί εντολές των πελατών.³³⁵ Εφόσον αντίστοιχος πίνακας διατηρείται από τους παρόχους, θα πρέπει να υπάρχει ενημέρωση των πελατών σχετικά με τη φύση του, τις πληροφορίες των διαφημιζόμενων έργων (δημοσιοποίηση του Δελτίου Βασικών Πληροφοριών³³⁶) και τήρηση των ειδικότερων διαδικασιών σε περίπτωση που ενδιαφερόμενοι είναι μη ειδικευμένοι επενδυτές.³³⁷

Διαφαίνεται, εν προκειμένω, ο ρόλος των παρόχων υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης στην όλη διαδικασία της πληροφόρησης και στην άρση των πληροφοριακών ασυμμετριών. Αντίστοιχα με τον ρόλο των διαμεσολαβητών στις «παραδοσιακές» χρηματοπιστωτικές συναλλαγές να διασφαλίζουν την ακρίβεια, την ποιότητα και την χωρίς διακρίσεις διάδοση των πληροφοριών, έτσι και οι πάροχοι υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης, έστω και διαδικτυακά, καλούνται να αναλάβουν παρεμφερή ρόλο. Χαρακτηρίζονται πληροφοριακοί θεματοφύλακες, ενισχύοντας με την λειτουργία και τις διαδικασίες που εφαρμόζουν την εμπιστοσύνη των επενδυτών, την αποτελεσματικότητα της αγοράς και την συνακόλουθη προστασία των πρώτων.³³⁸ Αυτό που έχει ενδιαφέρον να καταδειχθεί είναι η διττή λειτουργία της πλατφόρμας. Ακριβώς, όπως διαμεσολαβεί στις επιμέρους συναλλαγές για λογαριασμό και των δύο μερών, έτσι ελέγχει και την ποιότητα και εντιμότητα αμφοτέρων των συμμετεχόντων. Με την παροχή πληροφοριών, ελέγχει την ποιότητα των προσφερόμενων εγχειρημάτων και αντίστροφα, από τον έλεγχο που πραγματοποιεί στους δυνητικούς επενδυτές διασφαλίζει ότι αυτοί δεν προτίθενται να χρησιμοποιήσουν τις υπηρεσίες της πλατφόρμας για να νομιμοποιήσουν έσοδα από παράνομες δραστηριότητες ή με σκοπό τη χειραγώγηση της αγοράς.

Συνολικά, σημειώνεται ότι η γενική επιταγή για την παροχή ακριβούς, σαφούς και μη παραπλανητικής πληροφόρησης είναι κοινή για τα περισσότερα νομοθετήματα που αφορούν την λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών.³³⁹ Οι αυξημένες υποχρεώσεις πληροφόρησης κρίνονται πράγματι αποτελεσματικές και απαραίτητες, ωστόσο δεν θα πρέπει να παραβλέπονται συμπεριφορικές προκαταλήψεις, γνωστικές και βουλητικές αδυναμίες και ψυχολογικοί παράγοντες που επηρεάζουν την χρηματοδοτική απόφαση.³⁴⁰ Από την άλλη, η ποιοτική πληροφόρηση των επενδυτών θα πρέπει να εξισορροπείται με την ανάγκη των

³³⁴ Αρ. 25 παρ. 1 και 2 του Κανονισμού

³³⁵ Macchiavello (2020), ό.π., σ. 15. Σκέψη 55 του Προοιμίου του Κανονισμού

³³⁶ Βλ. αναλυτικά παρακάτω στη σχετική υπό-ενότητα της παρούσας εργασίας για το *Δελτίο Βασικών Πληροφοριών* (Key Investment Information Sheet)

³³⁷ Αρ. 25 παρ. 3 του Κανονισμού

³³⁸ Lee J. (2021), ό.π., σ. 10-11

³³⁹ Βλ. για παράδειγμα την Οδηγία 2014/65/ΕΕ, Τμήμα 2, αρ. 24 παρ. 3, τον Κανονισμό 2017/1129/ΕΕ, αρ. 7 παρ.2 και 11 παρ. 2

³⁴⁰ Macchiavello (2020), ό.π., σ.26

επιχειρήσεων για πρόσβαση στην αγορά συμμετοχικής χρηματοδότησης χωρίς υπέρμετρα κόστη.

6.2.2 Δημοσιοποίηση ποσοστού αθέτησης

Στο ευρύτερο πλαίσιο υποχρεώσεων πληροφόρησης εντάσσεται και η υποχρέωση των παρόχων υπηρεσιών συμμετοχικής δανειοδότησης να δημοσιοποιούν σε ετήσια βάση το ποσοστό αθέτησης των προσφερόμενων στην πλατφόρμα δανείων κατά την τελευταία τριετία.³⁴¹ Η συγκεκριμένη πληροφορία θα πρέπει να βρίσκεται σε εμφανές σημείο του ιστότοπου του παρόχου. Επιπλέον, μέσα σε περίοδο τεσσάρων μηνών από τη λήξη του έτους, δημοσιεύουν δήλωση αποτελεσμάτων που περιγράφει τα αναμενόμενα και πραγματικά ποσοστά αθέτησης του συνόλου των δανείων ανά κατηγορία κινδύνου, καθώς και τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν για τους σχετικούς υπολογισμούς.

Το ανωτέρω ποσοστό αθέτησης υπολογίζεται βάσει του κινδύνου να αθετηθούν οι υποχρεώσεις των χρηματοδοτούμενων συνολικά από όλα τα δάνεια που προσφέρονται από έναν πάροχο συμμετοχικής δανειοδότησης (“loan-based default”), χωρίς αναφορά στην ένταση της ζημιάς σε περίπτωση επέλευσης του κινδύνου αθέτησης (“loss given default”).³⁴²

Με βάση τα τεχνικά πρότυπα που κατήρτισε η ESMA και η EAT σχετικά με τη μεθοδολογία υπολογισμού του ποσοστού αθέτησης, ο πάροχος υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης θα θεωρεί ότι έχει επέλθει αθέτηση υποχρεώσεων από μία δανειακή σύμβαση όταν κρίνει ότι ο χρηματοδοτούμενος είναι πιθανό να μην καταβάλει ή με άλλο τρόπο εκπληρώσει πλήρως τις δανειακές του υποχρεώσεις, χωρίς να χρειαστεί να προβεί στην εκτέλεση κάποιας εμπράγματης ασφάλειας ή/και όταν έχει καταστεί υπερήμερος για διάστημα μεγαλύτερο των ενενήντα (90) ημερών αναφορικά με οποιαδήποτε σημαντική³⁴³ δανειακή του υποχρέωση. Επεξηγηματικά, αναφέρεται ότι ενδείξεις για την πιθανολόγηση περί μη καταβολής είναι η αναδιάρθρωση υφιστάμενου χρέους που ενδέχεται να οδηγήσει σε μειωμένη ικανοποίηση των δανειστών ή μη καταβολή τόκων, η υποβολή αίτησης πτώχευσης ή υπαγωγής σε παρόμοια διαδικασία.³⁴⁴ Σε περίπτωση που κριθεί ότι οι υποχρεώσεις που απορρέουν από ένα δάνειο έχουν αθετηθεί με βάση τις παραπάνω εκτιμήσεις, ο πάροχος θα πρέπει να ενημερώσει αμελλητί τους χρηματοδότες για την επέλευση του γεγονότος αθέτησης.

Το ετήσιο ποσοστό αθέτησης³⁴⁵ θα υπολογίζεται διαιρώντας τα δάνεια που σε διάστημα δώδεκα μηνών εμφάνισαν έστω ένα γεγονός αθέτησης με το σύνολο των δανείων, οι

³⁴¹ Άρ. 20 παρ. 1 (α) του Κανονισμού

³⁴² European Securities and Markets Authority (ESMA), Final Report, Draft technical standards under the European crowdfunding service providers for business Regulation, 10 Νοεμβρίου 2022 (Regulatory Technical Standards, RTS), (ESMA35-42-1183) σ. 21-22. Για λόγους απλούστευσης και μη σύγχυσης με άλλες εκθέσεις της ίδιας, θα αναφέρεται εφεξής ως «ESMA (2021), Final Report, RTS»

³⁴³ Το υιοθετούμενο «μέτρο σημαντικότητας» θα πρέπει να γνωστοποιείται

³⁴⁴ ESMA (2021), Final Report, RTS, σ. 115-117

³⁴⁵ Η περίοδος υπολογισμού του ποσοστού αθέτησης θα πρέπει να είναι δωδεκάμηνη (12), αλλά η ημερομηνία αναφοράς δεν χρειάζεται να συμπίπτει με την αρχή του έτους

υποχρεώσεις των οποίων δεν έχουν αθετηθεί στην αρχή της περιόδου αναφοράς.³⁴⁶ Το αποτέλεσμα που προκύπτει αποτυπώνει μια εκτίμηση του ποσοστού των επί του παρόντος μη αθετημένων δανείων που αναμένεται να αθετήσουν τις υποχρεώσεις τους στη διάρκεια ενός έτους.³⁴⁷

Η δημοσιοποίηση του ποσοστού αθέτησης και των άλλων σχετικών με την αθέτηση των υποχρεώσεων από τα δάνεια που φιλοξενεί κάθε πλατφόρμα, στοχεύει στην κατανόηση από τους επενδυτές – χρηματοδότες του κινδύνου απώλειας των χρημάτων στην περίπτωση της συμμετοχικής δανειοδότησης. Παρουσιάζεται, άλλως, με εύληπτο τρόπο η συχνότητα με την οποία μπορεί να επέλθει το δυσμενές γεγονός της αδυναμίας του δανειζόμενου να αποπληρώσει τμήμα ή όλο το δάνειο.³⁴⁸ Γι' αυτό άλλωστε, η ESMA απαντώντας σε σχετικό ερώτημα, διευκρίνισε ότι είναι δυνατή και ενδεχομένως θετική, η εφαρμογή και ο υπολογισμός πρόσθετων δεικτών επίδοσης. Ωστόσο, η σε εθελοντική βάση χρήση πρόσθετων δεικτών, δεν μπορεί να αντικαταστήσει την ενιαία υποχρέωση για δημοσιοποίηση του ποσοστού αθέτησης, όπως αυτή παρουσιάστηκε ανωτέρω.³⁴⁹

Πράγματι, διαπιστώνεται ότι η επιδιωκόμενη πανευρωπαϊκή ομοιομορφία και εναρμόνιση στον τρόπο υπολογισμού των αντίστοιχων ποσοστών θα διευκολύνει τη δυνατότητα σύγκρισης των πλατφορμών και των προσφερόμενων σε αυτές συμμετοχικών δανείων. Παρά την θετική διάσταση της συγκεκριμένης υποχρέωσης των παρόχων για την προστασία των επενδυτών και παρά το γεγονός ότι παρέχεται σημαντική πληροφόρηση, πρέπει να γίνει αντιληπτό ότι, καθώς η πλειοψηφία των υποψήφιων προς χρηματοδότηση - δανειζόμενων είναι μικρομεσαίες ή νεοφυείς επιχειρήσεις που δεν διαθέτουν σταθερές χρηματοροές, ο κίνδυνος αποτυχίας είναι εγγενής και εξ ορισμού αυξημένος. Προβληματίζει, συνεπώς, η πιθανή αποθάρρυνση των επενδυτών, ιδίως των μη ειδικευμένων, λόγω διαμόρφωσης ενός σχετικά υψηλού ποσοστού αθέτησης.

6.2.3 Δελτίο Βασικών Πληροφοριών (Key Investment Information Sheet)

Η πιο κρίσιμη, ίσως, ρύθμιση του Κανονισμού 2020/1503/ΕΕ που στοχεύει στην πληροφόρηση και προστασία των δυνητικών επενδυτών (ανεξαρτήτως προφίλ: ειδικευμένοι ή μη) είναι η παροχή Δελτίου Βασικών Πληροφοριών. Ο ενωσιακός νομοθέτης, με στόχο να διασφαλίσει ότι οι επενδυτικές αποφάσεις λαμβάνονται μετά λόγου γνώσεως, θεσπίζει υποχρέωση του κυρίου του εκάστοτε χρηματοδοτούμενου εγχειρήματος να καταρτίζει και υποχρέωση της πλατφόρμας να παρέχει Δελτίο Βασικών Πληροφοριών για κάθε προσφερόμενο έργο.³⁵⁰ Το περιεχόμενο, η δομή, η ποιότητα και ο τρόπος αξιολόγησης αυτού περιγράφονται αναλυτικά στο άρθρο 23 του Κανονισμού, καθώς και στα σχέδια ρυθμιστικών τεχνικών προτύπων που κατήρτισε σχετικά η ESMA.

³⁴⁶ ESMA (2021), Final Report, RTS, σ. 118, άρθρο 2

³⁴⁷ ESMA (2021), Final Report, RTS, σ. 23

³⁴⁸ ESMA (2021), Final Report, RTS, σ. 20-21

³⁴⁹ ESMA (2021), Final Report, RTS, σ. 23

³⁵⁰ Αρ.23 παρ. 1 του Κανονισμού. Σκέψη 50 του Προοιμίου του Κανονισμού. Lee J (2021), ό.π., σ.17

Το άρθρο 23 παρ. 2-5, ορίζει ότι το δελτίο συντάσσεται σε μία από τις επίσημες γλώσσες του Κράτους – Μέλους, οι αρχές του οποίου χορήγησαν την άδεια για την λειτουργία της πλατφόρμας ή σε γλώσσα αποδεκτή από τις εθνικές αδειοδοτικές αρχές. Σε περίπτωση διαφημιστικής προώθησης σε άλλες χώρες, το Δελτίο Βασικών Πληροφοριών, θα πρέπει να καθίσταται διαθέσιμο σε τουλάχιστον μία από τις, αντιστοίχως, επίσημες ή αποδεκτές γλώσσες.³⁵¹ Ο πάροχος υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης, αυτεπαγγέλτως³⁵² ή κατόπιν αιτήματος δυνητικού επενδυτή,³⁵³ μπορεί να μεταφράσει το παρεχόμενο Δελτίο Βασικών Πληροφοριών. Τονίζεται, βέβαια, ότι ο Κανονισμός δεν δημιουργεί υποχρέωση του παρόχου να καταρτίσει την μετάφραση.³⁵⁴ Γι' αυτό άλλωστε, προβλέπεται ότι στην περίπτωση που τελικά ο πάροχος υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης προχωρήσει με τη μετάφραση θα πρέπει αυτή να είναι πιστή και ακριβής, ενώ αν, από την άλλη, δεν ανταποκριθεί στο αίτημα του επενδυτή για μετάφραση, είναι υποχρεωμένος να προειδοποιήσει και να συμβουλευτεί με σαφήνεια τον δυνητικό επενδυτή να απέχει από την εν λόγω συναλλαγή.³⁵⁵

Το Δελτίο Βασικών Πληροφοριών ή υπό τον αγγλικό όρο “Key Investment Information Sheet” (KIIS) συνιστά μία προσπάθεια συστηματικής και τυποποιημένης υλοποίησης της υποχρέωσης πληροφόρησης που πρέπει να παρέχουν οι χρηματοδοτούμενες επιχειρήσεις στο χρηματοδοτικό πλήθος.³⁵⁶ Αναλυτικότερα, στο Δελτίο Βασικών Πληροφοριών περιέχονται ουσιώδεις πληροφορίες σχετικά με τον κύριο του έργου (επωνυμία, νομική μορφή, κύριες δραστηριότητες, χρηματοοικονομικά στοιχεία) και το προσφερόμενο έργο (περιγραφή και στόχος), τα κύρια χαρακτηριστικά της διαδικασίας συμμετοχικής χρηματοδότησης μέσω δανείου ή επένδυσης του συγκεκριμένου προσφερόμενου έργου και τους ισχύοντες όρους (χρηματοδοτικός στόχος, διάρκεια προσφοράς και καταληκτική ημερομηνία,³⁵⁷ ύψος ιδίων κεφαλαίων, μεταβολές που θα επέλθουν στη σύνθεση του κεφαλαίου του κυρίου του έργου ή στις δανειακές του υποχρεώσεις).³⁵⁸

³⁵¹ Αρ.23 παρ. 2 και 3 του Κανονισμού

³⁵² Αρ. 23 παρ. 4 του Κανονισμού

³⁵³ Αρ. 23 παρ. 13 εδ. α του Κανονισμού

³⁵⁴ European Securities and Markets Authority (ESMA), Questions and Answers on the European crowdfunding service providers for business Regulation, 20.05.2022 (ESMA35-42-1008), σ. 17, ερώτηση-απάντηση 5.4. Για λόγους απλούστευσης και μη σύγχυσης με άλλες εκθέσεις της ίδιας, θα αναφέρεται εφεξής ως «ESMA (20.05.2022), Questions and Answers»

³⁵⁵ Αρ. 23 παρ. 13 εδ. β του Κανονισμού

³⁵⁶ Macchiavello (2021), ό.π., σ. 27

³⁵⁷ ESMA (2021), Final Report, RTS, σ. 32: Η ESMA απαντώντας σε σχετικό ερώτημα, επεσήμανε την υποχρεωτικότητα συμπερίληψης στις πληροφορίες που παρέχονται με το Δελτίο Βασικών Πληροφοριών της καταληκτικής ημερομηνίας της προσφοράς. Διευκρινίζει, ότι η καταληκτική ημερομηνία δεν είναι παρά ένα απόλυτο χρονικό όριο, η αναφορά του οποίου απαιτείται για λόγους διαφάνειας και σαφήνειας. Οι δυνητικοί επενδυτές θα πρέπει να είναι σε θέση να γνωρίζουν εκ των προτέρων πότε ολοκληρώνεται η προσφορά και κατ' επέκταση εάν επιτεύχθηκε το χρηματοδοτικό έργο ή, στην αντίθετη περίπτωση της μη συγκέντρωσης των απαιτούμενων κεφαλαίων πότε θα τους επιστραφούν τα χρήματα που επένδυσαν.

³⁵⁸ Αρ.23 παρ. 6 (α) του Κανονισμού. Παράρτημα Ι του Κανονισμού, Μέρος Β. ESMA (2021), Final Report, RTS, σ. 136 -137

Εξαιρετικά σημαντική είναι η περιγραφή στο Δελτίο Βασικών Πληροφοριών των παραγόντων κινδύνου.³⁵⁹ Διευκρινίζεται -εμφατικά- ότι η συγκεκριμένη υποχρέωση, επιτάσσει, η περιγραφή των διαφορετικών τύπων κινδύνου (π.χ. εγγενείς με το έργο, τον κλάδο, τις κινητές αξίες κίνδυνος αδυναμίας αποπληρωμής, κατάρρευσης της πλατφόρμας, μη ρευστοποίησης της επένδυσης, ρυθμιστικοί – νομικοί κίνδυνοι, γεωγραφικοί κίνδυνοι) να απηχεί τους κινδύνους που συνδέονται με τη συγκεκριμένη προσφορά συμμετοχικής χρηματοδότησης και να συντάσσεται αποκλειστικά προς όφελος των υποψήφιων επενδυτών και με σκοπό την ακριβή ενημέρωσή τους. Αντίθετα, η συγκεκριμένη υποχρέωση δεν ικανοποιείται με την χρήση γενικών δηλώσεων περί κινδύνου.³⁶⁰

Περιέχονται, ακόμη, πληροφορίες για τις κινητές αξίες και τα εισηγμένα για σκοπούς χρηματοδότησης μέσα (συνολικό αριθμός και είδος, τιμή εγγραφής, δυνατότητα και όριο υπερκαλύψεων κ.α.),³⁶¹ για την τυχόν μεσολάβηση εταιρειών ειδικού σκοπού,³⁶² για τα δικαιώματα των επενδυτών (δικαιώματα επί των προσφερόμενων τίτλων, περιορισμοί στη μεταβίβαση των κινητών αξιών, δυνατότητα εξόδου), στοιχεία σχετικά με τα δάνεια (ημερομηνία λήξης, επιτόκιο, εξασφαλίσεις, πρόγραμμα αποπληρωμής και ποσά δόσεων)³⁶³ και τέλος σε σχέση με αμοιβές, χρεώσεις συναλλαγών και μέσα έννομης προστασίας.³⁶⁴ Σε περίπτωση που ο πάροχος υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης είναι αδειοδοτημένος να παρέχει την υπηρεσία διαχείρισης ατομικού χαρτοφυλακίου, αναγράφονται, επιπλέον των προειρημένων, πληροφορίες για τον πάροχο και την συγκεκριμένη υπηρεσία.³⁶⁵

Προβλέπεται συμπληρωματικά ότι στην πρώτη σελίδα του Δελτίου Βασικών Πληροφοριών περιέχεται δήλωση του κυρίου του έργου ότι η αξιοπιστία της προσφοράς δεν έχει επιβεβαιωθεί ή εγκριθεί από τις αρμόδιες εθνικές αρχές ή την ESMA (δήλωση αποποίησης ευθύνης)³⁶⁶ και προειδοποίηση που απευθύνεται προς τους δυνητικούς επενδυτές ότι το επενδυτικό περιβάλλον της συμμετοχικής χρηματοδότησης στο οποίο πρόκειται να εισέλθουν συνεπάγεται αυξημένους κινδύνους, οι οποίοι δεν αντισταθμίζονται από συστήματα εγγύησης καταθέσεων ή αποζημίωσης.³⁶⁷

Συνολικά, οι πληροφορίες που περιλαμβάνονται στο Δελτίο Βασικών Πληροφοριών πρέπει, κατ' αντιστοιχία με τον γενικό κανόνα που θέτει το άρθρο 19 παρ. 1 του Κανονισμού 2020/1503/ΕΕ να είναι ακριβείς, σαφείς και μη παραπλανητικές και να άπτονται των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών της συμμετοχικής χρηματοδότησης και του έργου που αφορούν. Ακόμη, το δελτίο θα πρέπει να παρουσιάζεται σε ξεχωριστό σταθερό μέσο, να μην καταλαμβάνει περισσότερες από έξι σελίδες Α4 (τυπωμένο) και υποσημειώσεις επιτρέπονται

³⁵⁹ Αρ.23 παρ. 6 (α) του Κανονισμού. Παράρτημα Ι του Κανονισμού, Μέρος Γ. Σκέψη 50-51 του Προοιμίου του Κανονισμού

³⁶⁰ ESMA (2021), Final Report, RTS, σ. 134, 138-139

³⁶¹ Παράρτημα Ι του Κανονισμού, Μέρος Δ

³⁶² Παράρτημα Ι του Κανονισμού, Μέρος Ε

³⁶³ ESMA (2021), Final Report, RTS, σ. 141-142. Παράρτημα Ι του Κανονισμού, Μέρος ΣΤ και Ζ

³⁶⁴ Παράρτημα Ι του Κανονισμού, Μέρος Η

³⁶⁵ Παράρτημα Ι του Κανονισμού, Μέρος Ι

³⁶⁶ Αρ. 23 παρ. 6 (β) του Κανονισμού

³⁶⁷ Σκέψη 50 του Προοιμίου του Κανονισμού. Αρ. 23 παρ. 6 (β) του Κανονισμού

μόνο για παραπομπή στους εφαρμοστέους κανόνες δικαίου.³⁶⁸ Ωστόσο, σύμφωνα με τα ρυθμιστικά τεχνικά πρότυπα της ESMA, επιτρέπεται η εισαγωγή υπερσυνδέσμων (“hyperlinks”), που παρέχουν ελεύθερη πρόσβαση σε περαιτέρω, συμπληρωματικές πληροφορίες. Πάντως, η δυνατότητα αυτή, δεν αντικαθιστά την υποχρέωση των χρηματοδοτούμενων να συμπεριλάβουν στο Δελτίο Βασικών Πληροφοριών το σύνολο των προβλεπόμενων πληροφοριών.³⁶⁹

Το Δελτίο Βασικών Πληροφοριών θα πρέπει να παρέχεται στους δυνητικούς επενδυτές αμέσως μόλις το έργο στο οποίο αφορά δημοσιεύεται στην ηλεκτρονική πλατφόρμα.³⁷⁰ Μάλιστα, το κάθε δελτίο με την ανάρτηση του θα αποκτά έναν μοναδικό αναγνωριστικό κωδικό που διευκολύνει την ταυτοποίηση του και, ο οποίος, διατηρείται σε περίπτωση μετάφρασης, επικαιροποίησης ή επουσιωδών αλλαγών.³⁷¹ Ειδικά προβλέπεται ότι οι εθνικές αρμόδιες αρχές μπορούν να απαιτήσουν την προγενέστερη κοινοποίηση σε αυτές του δελτίου.³⁷²

Ο ρόλος του παρόχου υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης στην όλη διαδικασία που περιστρέφεται γύρω από το Δελτίο Βασικών Πληροφοριών περιορίζεται στα εξής τρία σημεία. Καταρχάς, όπως αναφέρθηκε και εισαγωγικά, ο πάροχος είναι υπεύθυνος για την δημοσίευση και διάθεση του δελτίου στους δυνητικούς επενδυτές. Επίσης, έχει την δυνατότητα, αν κάτι τέτοιο ζητηθεί, να συνδράμει τον κύριο του έργου στη σύνταξή του.³⁷³ Τελευταία και πιο σημαντική λειτουργία του παρόχου, είναι η επαλήθευση της ορθότητας, της πληρότητας και της σαφήνειας των περιεχόμενων στο δελτίο πληροφοριών.³⁷⁴ Συγκεκριμένα, αυτό που απαιτεί ο Κανονισμός 2020/1503/ΕΕ από τους παρόχους είναι να διαθέτουν και να εφαρμόζουν διαδικασίες και συστήματα, με τα οποία θα ελέγχουν τον ορθό, πλήρη και σαφή χαρακτήρα των πληροφοριών του Δελτίου Βασικών Πληροφοριών τόσο πριν την δημοσίευσή του στην πλατφόρμα, όσο και καθ’ όλη τη διάρκεια ισχύος της προσφοράς συμμετοχικής χρηματοδότησης.³⁷⁵ Στην δεύτερη περίπτωση, ο έλεγχος θα πρέπει να πραγματοποιείται σε διαρκή βάση. Αυτό σημαίνει ότι εάν αφενός προκύψουν νέες πληροφορίες, ο πάροχος θα πρέπει να μεριμνά για την επικαιροποίηση του δελτίου από τον χρηματοδοτούμενο.³⁷⁶ Αφετέρου, στην περίπτωση που δημιουργηθούν αμφιβολίες για την αξιοπιστία των πληροφοριών ή διαπιστωθούν σφάλματα, ελλείψεις ή ανακρίβειες, ο πάροχος επισημαίνει αμέσως το εν λόγω απόπημα και ο κύριος του έργου υποχρεούται να προβεί στις απαιτούμενες ενέργειες χωρίς καθυστέρηση. Στο ενδεχόμενο που η εν λόγω συμπλήρωση ή διόρθωση δεν πραγματοποιηθούν ταχέως, ο παροχος αναστέλλει την προσφορά και, εάν η

³⁶⁸ Αρ. 23 παρ. 7 του Κανονισμού

³⁶⁹ ESMA (2021), Final Report, RTS, σ. 133

³⁷⁰ ESMA (2021), Final Report, RTS, σ. 132

³⁷¹ ESMA (2021), Final Report, RTS, σ. 132 -133

³⁷² Αρ. 23 παρ. 14 του Κανονισμού

³⁷³ ESMA (20.05.2022), Questions and Answers, ερώτηση-απάντηση 5.9, σ. 19

³⁷⁴ Αρ. 11 του Κανονισμού. Lee J. (2021), ό.π., σ.18

³⁷⁵ Macchiavello (2021), ό.π., σ. 28

³⁷⁶ Αρ 23 παρ. 8 του Κανονισμού

καθυστέρηση υπερβεί τις τριάντα ημερολογιακές ημέρες την ακυρώνει οριστικά.³⁷⁷ Εννοείται πώς για όλα αυτά τα γεγονότα (επικαιροποιημένο δελτίο με ουσιαστικές αλλαγές, αναστολή ή ακύρωση) ο πάροχος υποχρεούται να ενημερώσει τους επενδυτές που είτε έχουν κάνει προσφορά για το συγκεκριμένο έργο ή έχουν δηλώσει ενδιαφέρον.³⁷⁸

Από την άλλη, ο κύριος του έργου είναι υπεύθυνος για την κατάρτιση του Δελτίου Βασικών Πληροφοριών και φέρει την ευθύνη για την ποιότητα (παραπλανητικές ή ανακριβείς πληροφορίες) και το εύρος (παραλείπονται βασικά³⁷⁹ υποχρεωτικά στοιχεία) των παρεχόμενων πληροφοριών.³⁸⁰ Το ζήτημα της ευθύνης είναι κρίσιμο και απασχόλησε και την ESMA, η οποία απαντώντας σε ερώτημα που της τέθηκε διευκρίνισε ορισμένα σημεία. Για την ορθή αντίληψη του καθεστώτος ευθύνης, η συνδυαστική ανάγνωση των παραγράφων 9 και 11 του άρθρου 23 είναι απαραίτητη. Η μεν πρώτη προβλέπει την ευθύνη, τουλάχιστον, του χρηματοδοτούμενου για τις παρεχόμενες πληροφορίες, ενώ η δεύτερη ορίζει, όπως αναλύθηκε ανωτέρω, ότι ο πάροχος υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης ευθύνεται μόνο για την ύπαρξη «επαρκών διαδικασιών για την επαλήθευση της πληρότητας, της ορθότητας και της σαφήνειας των πληροφοριών που περιέχονται στο δελτίο»³⁸¹. Με άλλα λόγια, ο κύριος του έργου παραμένει μόνος υπεύθυνος για τυχόν παραπλανητικές ή ανακριβείς πληροφορίες, καθώς και για παραλείψεις, εκτός εάν οι εν λόγω παραλείψεις ή ανακριβείες οφείλονται ευθέως στην εφαρμογή ανεπαρκών διαδικασιών επαλήθευσης του παρόχου υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης. Σε αυτή την περίπτωση, γεννάται και ευθύνη του παρόχου.³⁸²

Από την ανωτέρω ανάλυση σχετικά με τη μορφή και τους λεπτομερείς κανόνες για την κατάρτιση του Δελτίου Βασικών Πληροφοριών προκύπτει ότι βασικός στόχος υιοθέτησης του συγκεκριμένου μέσου πληροφόρησης είναι η επίτευξη της δυνατότητας σύγκρισης των διαφορετικών δελτίων. Αυτό επιτυγχάνεται με την υιοθέτηση τυπικών προτύπων και τον καθορισμό του περιεχομένου και του τρόπου παρουσίασης των επιμέρους πληροφοριών. Αντιστοίχως, οι αναλυτικοί τεχνικοί κανόνες και πρότυπα διευκολύνουν τους χρηματοδοτούμενους στην διαδικασία κατάρτισής του.³⁸³ Σε μία περαιτέρω προσπάθεια εξισορρόπησης των συμφερόντων των μερών, η υιοθέτηση του Δελτίου Βασικών Πληροφοριών, στοχεύει παράλληλα, στην παροχή απρόσκοπτης και ταχείας πρόσβασης των επιχειρήσεων στις αγορές, στην μείωση του κόστους χρηματοδότησης και στην αποφυγή καθυστερήσεων και πρόσθετων εξόδων. Γι' αυτό το λόγο, το Δελτίο Βασικών Πληροφοριών δεν ελέγχεται ούτε εγκρίνεται από τις αρμόδιες αρχές.³⁸⁴ Το Δελτίο Βασικών Πληροφοριών ως έγγραφο πληροφόρησης αντικαθιστά, στην πραγματικότητα το ενημερωτικό δελτίο. Με ρητή διάταξη του Κανονισμού που τροποποιεί τον Κανονισμό 2017/1129/ΕΕ, εισάγεται

³⁷⁷ Αρ 23 παρ. 12 εδ 1-2, 4 του Κανονισμού

³⁷⁸ Αρ.23 παρ. 8 και 12 εδ. γ του Κανονισμού

³⁷⁹ Βασικές θεωρούνται οι πληροφορίες που είναι απαραίτητες για την αξιολόγηση μίας προσφοράς συμμετοχικής χρηματοδότησης και την ενημερωμένη λήψη απόφασης για επένδυση

³⁸⁰ Αρ. 23 παρ. 9-10

³⁸¹ Αρ.23 παρ. 11 του Κανονισμού

³⁸² ESMA (20.05.2022), Questions and Answers, σ.16, ερώτηση-απάντηση 5.2

³⁸³ ESMA (2021), Final Report, RTS, σ. 131

³⁸⁴ Αρ. 23 παρ. 14 εδ. β

εξαίρεση από την υποχρέωση κατάρτισης ενημερωτικού δελτίου για τις προσφορές συμμετοχικής χρηματοδότησης.³⁸⁵ Η εξαίρεση αυτή κρίνεται θετικά καθώς η προσπάθεια, ο χρόνος και, κυρίως, το κόστος που απαιτείται για την κατάρτιση ενός πλήρους και ολοκληρωμένου ενημερωτικού δελτίου είναι δυσανάλογα μεγάλο σε σχέση με το ύψος των πόρων που επιδιώκεται να συγκεντρωθούν στην περίπτωση της συμμετοχικής χρηματοδότησης,³⁸⁶ ενώ ταυτόχρονα το Δελτίο Βασικών Πληροφοριών είναι σχεδιασμένο με τέτοιο τρόπο ώστε να προσαρμόζεται καλύτερα στο ιδιαίτερο περιβάλλον της συμμετοχικής χρηματοδότησης και να εξυπηρετεί τις ανάγκες των μερών για προστασία και πληροφόρηση, αφενός, για ταχύτητα, ευκολία και μειωμένο κόστος, αφετέρου.³⁸⁷

Κλείνοντας, μπορεί να ειπωθεί, ότι παρά τα πλεονεκτήματα που προσφέρει η πρόβλεψη για το Δελτίο Βασικών Πληροφοριών και την σχετική απλούστευση και τυποποίηση της διαδικασίας πληροφόρησης των δυνητικών επενδυτών, η ρύθμιση παραμένει δυσανάλογη για μικρά έργα. Η έκταση της παρεχόμενης πληροφόρησης και το υιοθετούμενο καθεστώς ευθύνης, ενδέχεται να αποθαρρύνει δυνητικούς χρηματοδοτούμενους, οι οποίοι επιδιώκουν την άντληση μικρών κεφαλαίων.³⁸⁸ Επιπλέον, η τυποποίηση και η παροχή αυστηρά προκαθορισμένων πληροφοριών πολύ συχνά δεν καλύπτει τους επενδυτές, οι οποίοι ενδέχεται να αποζητούν περαιτέρω ουσιαστικότερη ενημέρωση.³⁸⁹ Η πρόκληση, λοιπόν, που γεννάται είναι με την αξιοποίηση των τεχνολογικών συστημάτων, να διευκολυνθεί η εξαγωγή των απαιτούμενων πληροφοριών και δεδομένων και να βελτιωθεί ο τρόπος με τον οποίο οι δυνητικοί επενδυτές επεξεργάζονται και αξιολογούν τις διαθέσιμες πληροφορίες.

6.2.4 Αξιολόγηση των γνώσεων των επενδυτών, προσομοίωση της ικανότητάς τους να επωμιστούν ζημίες και επενδυτικά όρια

Το άρθρο 21 του Κανονισμού 2020/1503/ΕΕ στο πλαίσιο, πάντα, της προστασίας των επενδυτών, προβλέπει υποχρέωση για διενέργεια ελέγχων και αξιολογήσεων στον δυνητικό πελάτη.³⁹⁰ Η ρύθμιση περιλαμβάνει ένα σύνολο τριών μηχανισμών – διαδικασιών: (α) αξιολόγηση των γνώσεων των επενδυτών (“entry knowledge test”),³⁹¹ (β) προσομοίωση της ικανότητας τους να επωμιστούν ζημίες (“simulation of ability to bear loss”)³⁹² και (γ) θέσπιση επενδυτικών ορίων (“threshold against overexposure”).³⁹³ Οι έλεγχοι αυτοί θα πρέπει να πραγματοποιούνται πριν από την παροχή οποιασδήποτε υπηρεσίας στους πελάτες, προτού καταρτιστεί οποιαδήποτε συναλλαγή. Σημαντικό είναι να υπογραμμιστεί, ότι το πεδίο

³⁸⁵ Αρ. 46 του Κανονισμού, Αρ. 1 παρ. 3 και 4 (κ) του Κανονισμού 2017/1129/ΕΕ. Ebers M., Quarch B. (2022), ό.π., σ. 17-18

³⁸⁶ Σκέψη 12 του προοιμίου του Κανονισμού 2017/1129/ΕΕ

³⁸⁷ Σκέψη 67 του Προοιμίου του Κανονισμού

³⁸⁸ ESMA (2021), Final Report, RTS, σ. 32

³⁸⁹ Lee J. (2021), ό.π., σ. 19-20

³⁹⁰ Αρ. 21 παρ. 1 του Κανονισμού

³⁹¹ Αρ. 21 παρ. 1-4 του Κανονισμού

³⁹² Αρ. 21 παρ. 5-6 του Κανονισμού

³⁹³ Αρ. 21 παρ. 7 του Κανονισμού

εφαρμογής των παραπάνω ελέγχων περιορίζεται αποκλειστικά στους δυνητικούς μη ειδικευμένους επενδυτές. Δικαιολογητική βάση της επιλογής αυτής είναι ότι οι ειδικευμένοι επενδυτές εξ' ορισμού διαθέτουν την απαιτούμενη γνώση, εμπειρία και οικονομική δυνατότητα και, συνεπώς, δεν κρίνεται σκόπιμη ούτε η αξιολόγηση των γνώσεων τους, ούτε η εκτίμηση της δυνατότητας τους να επωμιστούν ζημιές αλλά ούτε και η πρόβλεψη ανώτατου ποσού επένδυσης.³⁹⁴³⁹⁵ Μάλιστα, οι λεπτομέρειες εφαρμογής της εν λόγω διάταξης του Κανονισμού (διενέργεια αξιολόγησης, πραγματοποίηση προσομοίωσης) εξειδικεύονται δυνάμει των ρυθμιστικών τεχνικών προτύπων που έχει εκδώσει η ESMA³⁹⁶

6.2.4.1 Αξιολόγηση των γνώσεων πριν την πραγματοποίηση της επένδυσης

Οι πάροχοι υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης καλούνται, προτού δώσουν πρόσβαση στους δυνητικούς πελάτες για να επενδύσουν στα προσφερόμενα έργα, να αξιολογήσουν εάν και ποιες υπηρεσίες συμμετοχικής χρηματοδότησης ενδείκνυνται για κάθε έναν δυνητικό μη ειδικευμένο επενδυτή.³⁹⁷ Πρόκειται για έναν αρκετά αφηρημένο έλεγχο,³⁹⁸ ο οποίος δεν προσανατολίζεται στα χαρακτηριστικά μίας συγκεκριμένης προσφοράς συμμετοχικής χρηματοδότησης αλλά παραμένει αρκετά γενικός.³⁹⁹

Για την διενέργεια αυτής της αξιολόγησης, ο πάροχος υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης υποχρεούται να ζητήσει πληροφορίες σχετικά με την εμπειρία, τους επενδυτικούς στόχους, την οικονομική κατάσταση, την βασική κατανόηση των κινδύνων της επένδυσης, γενικότερα, και των επενδύσεων που προσφέρονται σε μία πλατφόρμα συμμετοχικής χρηματοδότησης, ειδικότερα.⁴⁰⁰ Ιδίως για τις πληροφορίες που αφορούν την εμπειρία και τις γνώσεις του δυνητικού μη ειδικευμένου διευκρινίζεται περαιτέρω, τόσο στον ίδιο τον Κανονισμό, όσο και στα τεχνικά πρότυπα που καταρτίζει η ESMA ότι ζητούνται συγκεκριμένες πληροφορίες που αφορούν τα είδη και τη συχνότητα των επενδύσεων σε χρηματοπιστωτικά μέσα ή έργα συμμετοχικής χρηματοδότησης που έχει πραγματοποιήσει στο παρελθόν, ιδίως σε νεοσύστατες ή μικρές εταιρείες,⁴⁰¹ τα επενδυτικά μέσα και τις επενδυτικές υπηρεσίες με τις οποίες είναι εξοικειωμένος,⁴⁰² την κατανόηση εκ μέρους του επενδυτή των κινδύνων που συνδέονται με τη συμμετοχική επένδυση και τη συμμετοχική δανειοδότηση,⁴⁰³ το επίπεδο γνώσεων και το επαγγελματικό προφίλ του επενδυτή και ιδίως

³⁹⁴ Σκέψη 44, 46 του Προοιμίου του Κανονισμού

³⁹⁵ Weis L., Private equity opportunities for retail investors in the European Union, 2022

³⁹⁶ Αρ. 21 παρ. 8 του Κανονισμού. ESMA (2021), Final Report, RTS.

³⁹⁷ Αρ. 21 παρ. 1 του Κανονισμού. Macchiavello (2020), ό.π., σ.30 επ.

³⁹⁸ De Smet J., Colaert V., Between Investor Protection and Access to Crowdfunding: The Entry Knowledge Test and the Simulation of the Ability to Bear Loss. Commentary on Article 21 Crowdfunding Regulation, Eugenia Macchiavello (ed.), European Crowdfunding Service Providers for Business Regulation – A Commentary (Elgar), 2022

³⁹⁹ ESMA (2021), Final Report, RTS, αρ. 1, σ. 123. Macchiavello (2020), ό.π., σ.30

⁴⁰⁰ Αρ. 21 παρ. 2 του Κανονισμού

⁴⁰¹ Αρ. 21 παρ. 2 (α) του Κανονισμού

⁴⁰² ESMA (2021), Final Report, RTS, αρ. 3, σ. 124

⁴⁰³ Αρ. 21 παρ. 2 (β) του Κανονισμού

τυχόν επαγγελματική εμπειρία σε επενδύσεις συμμετοχικής χρηματοδότησης.⁴⁰⁴ Αν και το “entry knowledge test”, είναι κάτι πολύ παραπάνω από στεγνή αξιολόγηση αποκλειστικά των γνώσεων του δυνητικού μη ειδικευμένου επενδυτή, ο Κανονισμός 2020/1503/ΕΕ δεν παρέχει κατεύθυνση για τις πληροφορίες που αφορούν τους επενδυτικούς στόχους, την οικονομική κατάσταση και την αντίληψη των κινδύνων. Τα ρυθμιστικά τεχνικά πρότυπα της ESMA, προσδιορίζουν ότι αναφορικά με τους επενδυτικούς στόχους θα πρέπει να ζητούνται στοιχεία για το επενδυτικό του προφίλ, τον επιθυμητό χρονικό ορίζοντα των επενδύσεων του κ.α..⁴⁰⁵ Επιπλέον, αναφέρεται ότι για την εκτίμηση της οικονομικής κατάστασης του μη ειδικευμένου επενδυτή θα αξιοποιείται το αποτέλεσμα που θα προκύπτει από το υπολογιστικό εργαλείο προσομοίωσης της ικανότητας ανάληψης ζημιών,⁴⁰⁶ όπως θα αναλυθεί αμέσως παρακάτω (υπό 6.2.4.2).

Εάν αναλογιστεί κανείς τον όγκο των ανωτέρω πληροφοριών, θα αντιληφθεί ότι δικαιολογημένα υπήρξε αντίδραση σχετικά με το πλήθος των πληροφοριών που θα πρέπει να ζητά ο πάροχος υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης από τους δυνητικούς μη ειδικευμένους επενδυτές, ειδικά όταν πρόκειται για μικρές επενδύσεις.⁴⁰⁷ Η ESMA, αντιλαμβανόμενη το ζήτημα αυτό, προέβλεψε την εφαρμογή ενός κριτηρίου αναλογικότητας. Ορίζει, δηλαδή, ότι οι ζητούμενες πληροφορίες σε σχέση με το ευρύτερο γνωστικό, οικονομικό, επενδυτικό προφίλ του επενδυτή, θα ζητώνται από τον πάροχο στο βαθμό που κρίνεται απαραίτητο από τη φύση, το μέγεθος και την συνθετότητα μίας υπηρεσίας ή συγκεκριμένης προσφοράς συμμετοχικής χρηματοδότησης.⁴⁰⁸ Εκ πρώτης όψεως, η πρόβλεψη αυτή προσδίδει κάποια ελαστικότητα στην σχετική υποχρέωση των παρόχων, ωστόσο ενισχύει την νομική αβεβαιότητα και τον κίνδυνο να μην ζητηθούν πληροφορίες που ενδεχομένως θα απαιτούνταν, ενώ αυξάνει και το κόστος προσαρμογής του τεστ αξιολόγησης σε κάθε μία περίπτωση ξεχωριστά. Στην πράξη αυτό που, μάλλον, φαίνεται ότι θα επικρατήσει είναι η δημιουργία ενός τυποποιημένου ερωτηματολογίου με συγκεκριμένες ερωτήσεις και πεδία, με στόχο την απλοποίηση της διαδικασίας χωρίς κατ’ αποτέλεσμα να λαμβάνονται υπόψη ζητήματα αναλογικότητας.⁴⁰⁹

Βέβαια, από την άλλη πλευρά, εκτός από την ποσότητα των πληροφοριών, σημασία έχει η ποιότητά τους. Το κατά πόσο δηλαδή είναι αξιόπιστες και αντικατοπτρίζουν την πραγματική κατάσταση του δυνητικού επενδυτή. Εναπόκειται στους παρόχους υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης να λαμβάνουν εύλογα μέτρα για να διασφαλίζουν ότι οι πληροφορίες που τους παρέχονται, έπειτα από σχετικό τους αίτημα, φέρουν τα προειρημένα χαρακτηριστικά.⁴¹⁰ Η απάντηση στο ερώτημα πώς κάτι τέτοιο θα επιτευχθεί δεν είναι απλή. Η χρήση κατάλληλων εργαλείων προσαρμοσμένων στον σκοπό άντλησης πληροφοριών από μη ειδικευμένους επενδυτές, ο σχεδιασμός απλών και συγκεκριμένων ερωτήσεων που θα είναι εύληπτες σε μη

⁴⁰⁴ ESMA (2021), Final Report, RTS, αρ. 3, σ. 124. Αρ. 21 παρ. 2 (β) του Κανονισμού

⁴⁰⁵ ESMA (2021), Final Report, RTS, αρ. 3, σ. 124

⁴⁰⁶ ESMA (2021), Final Report, RTS, αρ. 3, σ. 124

⁴⁰⁷ ESMA (2021), Final Report, RTS, σ. 28

⁴⁰⁸ ESMA (2021), Final Report, RTS, αρ. 3 παρ. 1, σ. 124

⁴⁰⁹ De Smet J., Colaert V. (2022), ό.π., σ. 10

⁴¹⁰ ESMA (2021), Final Report, RTS, σ. 121

ειδικευμένους πελάτες καθώς και η επισήμανση της σημαντικότητας της διενεργούμενης αξιολόγησης είναι μερικά από τα προτεινόμενα, στην θεωρία, μέσα για την άντληση, κατά το δυνατόν, ακριβών και σαφών πληροφοριών.⁴¹¹

Επιπλέον, προβλέπεται ότι η πραγματοποιηθείσα αξιολόγηση για τον κάθε μη ειδικευμένο επενδυτή θα πρέπει επανεξετάζεται από τους παρόχους κάθε δύο (2) χρόνια.⁴¹² Η συγκεκριμένη ρύθμιση είναι λακωνική και δεν περιγράφει ούτε τον τρόπο, αλλά ούτε και την έκταση της επιβαλλόμενης διετούς επανεξέτασης. Εν τη απουσία κατευθύνσεων της ESMA, δεδομένου ότι η εν λόγω διάταξη δεν βρισκόταν σε αυτές για τις οποίες εντελλόταν να καταρτίσει τεχνικές διευκρινίσεις, θεωρούμε ότι θα πρόκειται για μία εκ νέου συλλογή δεδομένων και αξιολόγηση αυτών, αφού στόχος είναι ακριβώς η επικαιροποίηση της αξιολόγησης και ο εντοπισμός τυχόν αλλαγών, ο οποίος δεν θα μπορεί να υλοποιηθεί παρά με νέες πληροφορίες.⁴¹³ Ένας περαιτέρω προβληματισμός προκύπτει από το γεγονός ότι, ενώ η αρχική αξιολόγηση σκοπεί, όπως ρητά περιγράφεται στον Κανονισμό, στην εκτίμηση εάν και ποιες υπηρεσίες είναι κατάλληλες βάσει ορισμένων χαρακτηριστικών⁴¹⁴ του δυνητικού μη ειδικευμένου επενδυτή πριν την παροχή πρόσβασης σε υπηρεσίες συμμετοχικής χρηματοδότησης,⁴¹⁵ η μελλοντική επαναξιολόγηση και, τυχόν, διαφοροποίηση του αποτελέσματος της εκτίμησης των επικαιροποιημένων στοιχείων δεν θα μπορούσε να έχει αντίστοιχη στόχευση. Δεδομένου, ότι δύο έτη μετά ο μη ειδικευμένος επενδυτής θα δραστηριοποιείται στην αγορά της συμμετοχικής χρηματοδότησης, η απλή εξαγωγή μιας προειδοποιητικής σήμανσης δεν φαίνεται επαρκής λόγος για την ανά δύο έτη επανάληψη της διαδικασίας αξιολόγησης. Ο αντίλογος, βέβαια, είναι ότι όπως θα καταδειχθεί και κατωτέρω το αποτέλεσμα της αξιολόγησης αρχικής ή επαναληπτικής παραμένει το ίδιο, μία απλή προειδοποίηση.

Σύμφωνα με την παράγραφο 4 του άρθρου 21 του Κανονισμού 2020/1503/ΕΕ, «σε περίπτωση που δυνητικός μη ειδικευμένος επενδυτής δεν παρέχει τις πληροφορίες που απαιτούνται, ή αν ο πάροχος υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης κρίνει, με βάση τις πληροφορίες που έλαβε δυνάμει της εν λόγω παραγράφου, ότι ο δυνητικός μη ειδικευμένος επενδυτής δεν διαθέτει επαρκείς γνώσεις, δεξιότητες ή εμπειρία», τότε το μόνο που μπορεί να κάνει είναι να ενημερώσει τον επενδυτή ότι με βάση το αποτέλεσμα της αξιολόγησης οι παρεχόμενες υπηρεσίες συμμετοχικής χρηματοδότησης δεν είναι ενδεδειγμένες για εκείνον. Η συγκεκριμένη προειδοποίηση θα πρέπει, επίσης, να κάνει ρητή μνεία στον κίνδυνο απώλειας του συνόλου των χρημάτων που πρόκειται να επενδυθούν και, στη συνέχεια, οι δυνητικοί επενδυτές θα αναγνωρίζουν ότι έλαβαν και κατανόησαν την παραπάνω προειδοποίηση.⁴¹⁶ Με απλά λόγια, αποτέλεσμα της ανωτέρω αναλυθείσας αξιολόγησης είναι η εξαγωγή ενός αυτόματου, μη εξατομικευμένου προειδοποιητικού μηνύματος στην οθόνη

⁴¹¹ De Smet J., Colaert V. (2022), ό.π., σ.11. Lee J. (2021), ό.π., σ.13

⁴¹² Αρ. 21 παρ. 3 του Κανονισμού

⁴¹³ De Smet J., Colaert V. (2022), ό.π., σ. 11

⁴¹⁴ Πείρα, επενδυτικοί στόχοι, οικονομική κατάσταση, βασική κατανόηση για κινδύνους που σχετίζονται με τις επενδύσεις και, ιδίως με τα είδη των προσφορών της συμμετοχικής χρηματοδότησης

⁴¹⁵ Αρ. 21 παρ. 1 και 2 του Κανονισμού

⁴¹⁶ Αρ. 21 παρ. 4 του Κανονισμού

του επενδυτή.⁴¹⁷ Μάλιστα, αυτή η προειδοποίηση θα πρέπει να εμφανίζεται σε ευδιάκριτο σημείο της οθόνης, να είναι ευανάγνωστη και ευχερώς κατανοητή και να μην εξαφανίζεται παρά μόνο εάν την λάβει και κατανοήσει ο επενδυτής.⁴¹⁸ Εννοείται με το πάτημα ενός κουμπιού. Παράλληλα, η ESMA, επισημαίνει την ανάγκη μία τέτοια προειδοποίηση εκτός από τον ενιαίο για όλες τις πλατφόρμες τρόπο εμφάνισής της, να έχει, επιπλέον, ομοιόμορφο και τυποποιημένο περιεχόμενο για λόγους πλήρους εναρμόνισης.⁴¹⁹ Δίνεται έμφαση, τέλος, στο γεγονός ότι παρά την τυχόν προειδοποίηση από τον πάροχο, η επενδυτική απόφαση εξακολουθεί να εναπόκειται αποκλειστικά στη βούληση του δυνητικού επενδυτή, και η σχετική προειδοποίηση, εφόσον γίνει αποδεκτή, δεν τον εμποδίζει να προβεί στις επενδύσεις που επιθυμεί.⁴²⁰

Ευχερώς διαπιστώνει κανείς ότι το τεστ αξιολόγησης των γνώσεων, προσομοιάζει στους ελέγχους συμβατότητας και καταλληλότητας, αντίστοιχα, που πραγματοποιούνται δυνάμει της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών.⁴²¹ Πράγματι, οι ρυθμίσεις αυτές αποτέλεσαν πρότυπο για την θέσπιση του συγκεκριμένου ελέγχου στο πλαίσιο της συμμετοχικής χρηματοδότησης.⁴²² Σχετικά μπορούν να ειπωθούν τα εξής. Η ρύθμιση του Κανονισμού 2020/1503/ΕΕ βρίσκεται κάπου ενδιάμεσα στα δύο μοντέλα ελέγχου που επιβάλλει η MIFID II. Δηλαδή, οι πληροφορίες που ζητούνται από τον πάροχο υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης προσεγγίζουν, λόγω εύρους και λεπτομέρειας, αυτές που απαιτούνται για τον έλεγχο καταλληλότητας.⁴²³ Ωστόσο, το αποτέλεσμα ενός αρνητικού τεστ αξιολόγησης, η απλή προειδοποίηση, είναι πιο κοντά σε αυτό που συμβαίνει στην περίπτωση «αρνητικού» ελέγχου συμβατότητας,⁴²⁴ και δεν έχει καμία σχέση με την επιβαλλόμενη αποχή από την συναλλαγή, όπως ισχύει για τον έλεγχο καταλληλότητας. Αντίθετα όμως με τα όσα προβλέπει η MIFID II για τους επιμέρους ελέγχους που διενεργούνται για το σύνολο (εισάγονται, βέβαια, ορισμένα τεκμήρια) των πελατών των ΕΠΕΥ, ο Κανονισμός 2020/1503/ΕΕ περιορίζει το υποκειμενικό εύρος εφαρμογής της εν λόγω υποχρέωσης αξιολόγησης μόνο στους μη ειδικευμένους επενδυτές. Γιατί, άραγε, εισάγεται ένας τέτοιος περιορισμός ενώ οι προσφερόμενες υπηρεσίες συμμετοχικής χρηματοδότησης θεωρείται ότι ενέχουν υψηλότερους επενδυτικούς κινδύνους και αβεβαιότητα, ενώ και οι ίδιοι οι πάροχοι δεν είναι σε θέση να παρέχουν συμβουλές κα κατευθύνσεις. Τέλος, αντίθετα με τον έλεγχο

⁴¹⁷ Macchiavello (2021), ό.π., σ. 30

⁴¹⁸ ESMA (2021), Final Report, RTS, αρ. 4, σ. 125

⁴¹⁹ ESMA (2021), Final Report, RTS, αρ. 4 παρ. 1-2, σ. 124, σ. 122

⁴²⁰ De Smet J., Colaert V. (2022), ό.π., σ. 12

⁴²¹ Αρ. 25 της Οδηγίας MIFID II (2014/65/ΕΕ). Τουντόπουλος (2021), ό.π., σ. 523-527

⁴²² ESMA (2021), Final Report, RTS, αρ. 3, σ. 28

⁴²³ Τουντόπουλος (2021), ό.π., σ. 523-526: Έλεγχος καταλληλότητας διενεργείται όταν οι παρεχόμενες επενδυτικές υπηρεσίες είναι η παροχή επενδυτικών συμβουλών ή η διαχείριση ατομικού χαρτοφυλακίου. Με αυτόν τον έλεγχο διασφαλίζεται ότι ο πελάτης εκτός από πείρα και γνώση είναι σε θέση, από οικονομική άποψη, να φέρει το βάρος των επενδυτικών κινδύνων που προκύπτουν από τους επενδυτικούς στόχους που θέτει. Σε περίπτωση που το αποτέλεσμα του ελέγχου είναι αρνητικό, η ΕΠΕΥ δεν προβαίνει στην παροχή των εν λόγω επενδυτικών υπηρεσιών, απέχει από τη συναλλαγή.

⁴²⁴ Τουντόπουλος (2021), ό.π., σ. 523-526: Έλεγχος συμβατότητας διενεργείται για τις λοιπές επενδυτικές υπηρεσίες. Ελέγχεται η γνώση και η εμπειρία του υποψήφιου πελάτη στον επενδυτικό τομέα της κατηγορίας του χρηματοπιστωτικού μέσου στην οποία αφορά η επενδυτική υπηρεσία. Σε περίπτωση που το αποτέλεσμα του ελέγχου είναι αρνητικό, η ΕΠΕΥ προειδοποιεί τον πελάτη, χωρίς να υποχρεούται να απέχει από τη συναλλαγή.

συμβατότητας και τον έλεγχο καταλληλότητας που δεν ανανεώνονται, η αξιολόγηση των γνώσεων του δυνητικού μη ειδικευμένου επενδυτή έχει ημερομηνία λήξης και επαναλαμβάνεται ανά διετία.⁴²⁵

Συνολικά, προσεγγίζοντας κριτικά την ως άνω ρύθμιση του Κανονισμού και βασιζόμενοι στα στοιχεία της ανάλυσης που προηγήθηκε, κρίνεται ότι το εύρος των ζητούμενων πληροφοριών και ο όγκος των δεδομένων που καλείται να επεξεργαστεί ο πάροχος υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης είναι πάρα πολύ μεγάλος και δυσανάλογος τόσο με το αποτέλεσμα του ελέγχου που δεν είναι παρά μία αυτόματη, γενική και μη προσωποποιημένη ειδοποίηση που δεν συνιστά εμπόδιο στις επενδύσεις του δυνητικού μη ειδικευμένου επενδυτή, όσο και με τον ρόλο της πλατφόρμας συμμετοχικής χρηματοδότησης, η οποία επιβαρύνεται σημαντικά με την διαδικασία αυτή.

6.2.4.2 Προσομοίωση της ικανότητας των δυνητικών μη ειδικευμένων επενδυτών να επωμιστούν ζημίες

Στο πλαίσιο της αξιολόγησης των γνώσεων των επενδυτών, ένα νέο εργαλείο το οποίο προστίθεται στο πλαίσιο των προστατευτικών για τους επενδυτές διαδικασιών και ρυθμίσεων είναι η προσομοίωση της ικανότητας των δυνητικών μη ειδικευμένων επενδυτών να επωμιστούν ζημίες, οι οποίες υπολογίζονται ως δέκα τοις εκατό (10%) της καθαρής τους περιουσίας.⁴²⁶ Σκοπός αυτού του εργαλείου, είναι να δώσει τη δυνατότητα στους επενδυτές να αξιολογήσουν το κατά πόσο μία επένδυση σε έργο συμμετοχικής χρηματοδότησης ανταποκρίνεται στις οικονομικές τους δυνατότητες.⁴²⁷

Πρόκειται για έναν σχετικά απλό υπολογισμό, ο οποίος είναι ανεξάρτητος από το είδος της επένδυσης, το επενδυτικό προφίλ του χρηματοδότη και τους επιμέρους κινδύνους. Συγκεκριμένα, η καθαρή περιουσία κάθε δυνητικού μη ειδικευμένου επενδυτή υπολογίζεται ως το αποτέλεσμα που προκύπτει από το άθροισμα του καθαρού ετήσιου εισοδήματος και των ευχερώς ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων μείον το σύνολο των ετήσιων οικονομικών υποχρεώσεων.⁴²⁸⁴²⁹ Ως ετήσια εισοδήματα λαμβάνονται υπόψη ο μισθός και όλες οι παρεπόμενες χρηματικές παροχές και επιδόματα, επιτόκια από επενδύσεις ή καταθέσεις, πληρωμές μερισμάτων ή εισοδήματα από ακίνητη περιουσία (π.χ. ενοικίαση). Για να προκύψουν τα καθαρά ετήσια εισοδήματα αφαιρούνται έξοδα, κοινωνικές εισφορές, τέλη και φόροι.⁴³⁰ Στην κατηγορία των περιουσιακών στοιχείων περιλαμβάνεται το σύνολο των άμεσα ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων (π.χ. μετρητά, εισηγμένες κινητές αξίες). Δεν περιλαμβάνονται πάγια περιουσιακά στοιχεία (π.χ. οικόπεδα).⁴³¹ Τέλος, οικονομικές

⁴²⁵ De Smet J., Colaert V. (2022), ό.π., σ. 12

⁴²⁶ Αρ.21 παρ. 5 εδ. α του Κανονισμού

⁴²⁷ ESMA (23.09.2022), Questions and Answers, ερώτηση-απάντηση 5.11, σ.23

⁴²⁸ Σχηματικά: **Καθαρή περιουσία = καθαρό ετήσιο εισόδημα + ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία - ετήσιες οικονομικές υποχρεώσεις**

⁴²⁹ Αρ.21 παρ. 5 α,β,γ του Κανονισμού

⁴³⁰ ESMA (2021), Final Report, RTS, αρ. 11, σ. 126

⁴³¹ ESMA (2021), Final Report, RTS, αρ. 10, σ. 127

υποχρεώσεις είναι όλες οι οικονομικές δεσμεύσεις που έχει αναλάβει ένας δυνητικός μη ειδικευμένος επενδυτής κατά την διάρκεια ενός έτους.⁴³² Μάλιστα, προβλέπεται ότι η συγκεκριμένη προσομοίωση, ο υπολογισμός που μόλις αναλύσαμε για την ακρίβεια, θα επαναλαμβάνεται κάθε χρόνο.⁴³³

Με την πραγματοποίηση του παραπάνω υπολογισμού, προκύπτει ένα αποτέλεσμα, ένας αριθμός που απεικονίζει το 10% της καθαρής περιουσίας του δυνητικού επενδυτή που χρησιμοποίησε το υπολογιστικό εργαλείο. Το αποτέλεσμα της προσομοίωσης κοινοποιείται στον δυνητικό επενδυτή, ο οποίος θα πρέπει να επιβεβαιώσει – αναγνωρίσει ότι παρέλαβε το αποτέλεσμα. Κατόπιν, είναι ελεύθερος να επενδύσει σε οποιοδήποτε έργο συμμετοχικής χρηματοδότησης επιθυμεί.⁴³⁴ Με άλλα λόγια, και σύμφωνα με σχετική απάντηση της ESMA, ο πάροχος υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης δεν επιτρέπεται να απαγορεύσει σε έναν επενδυτή να επενδύσει επί τη βάση του αποτελέσματος της προσομοίωσης. Επαναλαμβάνεται, ότι πρόκειται για μία αυτό-αξιολόγηση, την οποία ένας επενδυτής πραγματοποιεί προς το δικό του αποκλειστικά συμφέρον. Δεν μπορεί, λοιπόν, να αποτελέσει λόγο για την αποτροπή ενός επενδυτή από μία χρηματοδότηση, εφόσον αυτός έλαβε και βεβαίωσε την παραλαβή των σχετικών αποτελεσμάτων.⁴³⁵

Για να διασφαλιστεί ότι η προσομοίωση της ικανότητας ανάληψης ζημιών θα διενεργηθεί προσηκόντως και με γνώμονα την εναρμόνιση, ο κάθε πάροχος υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης υποχρεούται να παρέχει στους δυνητικούς μη ειδικευμένους επενδυτές ηλεκτρονικό υπολογιστικό εργαλείο.⁴³⁶ Ωστόσο, η χρήση του συγκεκριμένου εργαλείου δεν είναι υποχρεωτική, αλλά υπάρχει η δυνατότητα να προσφέρονται άλλες εναλλακτικές μέθοδοι υπολογισμού,⁴³⁷ χωρίς βέβαια να διευκρινίζεται ποιες θα μπορούσαν να είναι αυτές,⁴³⁸ το εργαλείο αυτό θα πρέπει να είναι εύκολο στη χρήση και να μην απαιτεί την εισαγωγή πρόσθετων, πέραν των προειρημένων, δεδομένων.⁴³⁹ Είναι πολύ σημαντικό να αναφέρουμε ότι κατόπιν παρατηρήσεων από τα ενδιαφερόμενα μέρη, η ESMA ρύθμισε ειδικά την τύχη των δεδομένων που εισάγονται στο υπολογιστικό εργαλείο που τηρεί ο πάροχος.⁴⁴⁰ Ειδικότερα, το ηλεκτρονικό υπολογιστικό εργαλείο θα σχεδιάζεται και θα λειτουργεί με τέτοιο τρόπο ώστε ο πάροχος υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης να μην έχει πρόσβαση στο αποτέλεσμα της προσομοίωσης και δυνατότητα καταγραφής των δεδομένων που έχουν εισαχθεί. Ακόμη, θα πρέπει να διασφαλίζεται ότι δεν μπορεί με οιοδήποτε τρόπο να παρέμβει ή να αλλοιώσει το αποτέλεσμα.⁴⁴¹ Αν ο δυνητικός επενδυτής, ωστόσο, δώσει την έγκριση θα πρέπει το αποτέλεσμα να μπορεί να κοινοποιείται και στον πάροχο.

⁴³² ESMA (2021), Final Report, RTS, αρ. 11, σ. 127-128

⁴³³ Αρ. 6 εδ. α του Κανονισμού

⁴³⁴ Αρ. 21 παρ. 6 εδ β του Κανονισμού

⁴³⁵ ESMA (23.09.2022), Questions and Answers, ερώτηση-απάντηση 5.10, σ. 22

⁴³⁶ ESMA (2021), Final Report, RTS, αρ. 6 παρ. 1, σ. 125. Lee J. (2021), ό.π. σ.13. De Smet J., Colaert V. (2022), ό.π., σ. 15-16

⁴³⁷ ESMA (2021), Final Report, RTS, αρ. 7, σ. 126

⁴³⁸ De Smet J., Colaert V. (2022), ό.π., σ. 15

⁴³⁹ ESMA (2021), Final Report, RTS, αρ. 6 παρ. 3, σ. 125

⁴⁴⁰ ESMA (2021), Final Report, RTS, σ. 28

⁴⁴¹ ESMA (2021), Final Report, RTS, αρ. 6 παρ. 4, σ. 126

Εκτιμάται ότι το συγκεκριμένο εργαλείο δεν παρουσιάζει κάποια ιδιαίτερη αξία ενώ δεν γεννώνται και ιδιαίτερες υποχρεώσεις για την πλατφόρμα, η οποία θα πρέπει απλώς να προσφέρει το κατάλληλο υπολογιστικό εργαλείο. Από την άλλη, προκύπτει ότι δεν πραγματοποιείται κανένας έλεγχος στα δεδομένα, ενώ το όριο που τίθεται (10% της καθαρής περιουσίας) είναι αυθαίρετο και δεν λαμβάνει υπόψη του τις ιδιαίτερες συνθήκες κάθε επενδυτή και, ιδίως εισοδηματικά κριτήρια. Συνοπτικά, η προσομοίωση συνιστά, τελικά, έναν υπολογισμό ενός αριθμητικού μεγέθους, χωρίς άλλες ρυθμιστικές προεκτάσεις, και καταλήγει σε μία απλή συμβουλή προς τον δυνητικό μη ειδικευμένο επενδυτή να μην επενδύσει ποσό που υπερβαίνει το αποτέλεσμα της προσομοίωσης.⁴⁴²

6.2.4.3 Ανώτατα όρια επένδυσης

Ο Κανονισμός 2020/1503/ΕΕ, με την παράγραφο 7 του άρθρου 21 επιδιώκει να θωρακίσει τον μη ειδικευμένο επενδυτή ή δυνητικό μη ειδικευμένο επενδυτή από την υπερβολική έκθεση σε έργα συμμετοχικής χρηματοδότησης, καθώς ο κίνδυνος απώλειας μεγάλων χρηματικών ποσών είναι αυξημένος.⁴⁴³

Με αυτό το σκεπτικό, ορίζεται ότι εάν κάποιος επενδυτής σχεδιάζει να επενδύσει ποσό που υπερβαίνει τα χίλια (1.000) ευρώ ή το πέντε τοις εκατό (5%) της καθαρής του περιουσίας⁴⁴⁴ (όποιο είναι μεγαλύτερο), ο πάροχος υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης υποχρεούται να προβεί σε ορισμένες ενέργειες και να λάβει κάποιες διασφαλίσεις, προτού ο δυνητικός επενδυτής αποδεχθεί την συγκεκριμένη προσφορά συμμετοχικής χρηματοδότησης. Συγκεκριμένα, θα πρέπει ο πάροχος να κοινοποιήσει στον επενδυτή προειδοποίηση σχετικά με τους κινδύνους που αναλαμβάνει από το υπερβολικό άνοιγμα. Ο επενδυτής, με τη σειρά του, παρέχει ρητή συγκατάθεση και αποδεικνύει ότι αντιλαμβάνεται τόσο την σκοπούμενη επένδυση, όσο και τους κινδύνους που αυτή ενσωματώνει.⁴⁴⁵ Η απόδειξη για την κατανόηση της επένδυσης και των κινδύνων (στοιχείο (γ) της παραγράφου 7 του άρθρου 21) μπορεί να γίνει με την χρησιμοποίηση των αποτελεσμάτων από το τεστ αξιολόγησης των γνώσεων του επενδυτή, όπως αναλύθηκε υπό 6.2.4.1.⁴⁴⁶ Ωστόσο, η ESMA δίνοντας σχετικές κατευθύνσεις, διευκρίνισε ότι η εν λόγω απόδειξη μπορεί να πραγματοποιείται και με κάθε άλλο πρόσφορο μέσο.⁴⁴⁷ Ο πάροχος, δηλαδή, μπορεί να χρησιμοποιεί οποιοδήποτε άλλο μέσο κρίνει κατάλληλο, εφόσον με το μέσο αυτό μπορεί εύλογα να διαπιστώσει αν ο επενδυτής κατανοεί την επένδυση και τους κινδύνους της. Τέλος, διασαφηνίζεται ότι, η ανωτέρω διαδικασία ως αφορώσα μία ειδικότερη περίπτωση δεν μπορεί να παρακαμφθεί. Άλλως, το εδάφιο β' της

⁴⁴² De Smet J., Colaert V. (2022), ό.π., σ. 18

⁴⁴³ Σκέψη 46 του Προοιμίου του Κανονισμού

⁴⁴⁴ Ο τρόπος υπολογισμού της καθαρής περιουσίας, αν και δεν διευκρινίζεται ρητώς, συνάγεται ότι είναι κοινός με την μέθοδο υπολογισμού που υιοθετεί η ESMA στα ρυθμιστικά τεχνικά πρότυπα για την προσομοίωση της ικανότητας ανάληψης ζημιών, όπως παρουσιάστηκε ακριβώς παραπάνω.

⁴⁴⁵ Αρ. 21 παρ. 7 (α), (β), (γ)

⁴⁴⁶ Αρ. 21 παρ. 7 εδ. β

⁴⁴⁷ European Securities and Markets Authority (ESMA), Questions and Answers on the European crowdfunding service providers for business Regulation, 23.09.2022 (ESMA35-42-1088), ερώτηση-απάντηση 5.13, σ.23. Για λόγους απλούστευσης, θα αναφέρεται εφεξής ως «ESMA (23.09.2022), Questions and Answers»

παραγράφου 6 (ελευθερία επένδυσης με την επιβεβαίωση παραλαβής των αποτελεσμάτων του ελέγχου) δεν εφαρμόζεται στην περίπτωση επένδυσης ποσού πάνω από το μεγαλύτερο των 1.000 ευρώ ή του 5% της καθαρής περιουσίας σε ένα μεμονωμένο έργο.⁴⁴⁸

Αποτέλεσμα της διαδικασίας είναι η αποστολή μίας γενικής προειδοποίησης, η οποία δεν έχει καμία επίπτωση στην τελική επενδυτική απόφαση του δυνητικού χρηματοδότη, ούτε μπορεί να τον εμποδίσει στην αποδοχή της προσφοράς⁴⁴⁹ γεγονός που προβληματίζει και σε αυτήν την περίπτωση. Πρόκειται ουσιαστικά για έναν μηχανισμό που απλώς υπολογίζει ένα «χαλαρό» όριο επένδυσης ανά προσφορά συμμετοχικής χρηματοδότησης με βάση συγκεκριμένους αριθμητικούς δείκτες.⁴⁵⁰ Ακόμη, κριτική μπορεί να ασκηθεί στο γεγονός ότι το όριο είναι κοινό για όλους τους μη ειδικευμένους επενδυτές, με αποτέλεσμα η μέθοδος αυτή να μην λαμβάνει υπόψιν τις ιδιαίτερες συνθήκες κάθε επενδυτή και, ιδίως όσον αφορά δυνητικούς μη ειδικευμένους επενδυτές με χαμηλά εισοδήματα. Για παράδειγμα στην περίπτωση που η καθαρή περιουσία ενός επενδυτή ανέρχεται στις τρεις χιλιάδες (3.000) ευρώ, εκείνος θα μπορεί να επενδύσει ως και τα χίλια (1.000) από αυτά, χωρίς καν να λάβει σχετική προειδοποίηση κινδύνου.⁴⁵¹

6.2.5 Περίοδος περίσκεψης

Σε αντίθεση με την παντελή απουσία αντίστοιχης ρύθμισης στο κείμενο της Πρότασης του Κανονισμού, ο ισχύων Κανονισμός 2020/1503/ΕΕ προβλέπει την παροχή περιόδου περίσκεψης μόνο στους μη ειδικευμένους επενδυτές πριν την οριστική σύναψη της σκοπούμενης σύμβασης (“pre-contractual reflection period”). Πιο συγκεκριμένα, κατά τη διάρκεια της περιόδου περίσκεψης, ο δυνητικός μη ειδικευμένος επενδυτής μπορεί οποτεδήποτε (εντός της προβλεπόμενης περιόδου περίσκεψης), ανατιολόγητα και χωρίς κυρώσεις να ανακαλέσει την προσφορά του για επένδυση ή την εκδήλωση ενδιαφέροντος. Η περίοδος αυτή διαρκεί τέσσερις (4) ημερολογιακές ημέρες και εκκινεί την στιγμή που πραγματοποιείται η προσφορά ή η εκδήλωση ενδιαφέροντος από τον επενδυτή.⁴⁵²

Οι πάροχοι υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης είναι υποχρεωμένοι να ενημερώσουν με ακρίβεια, σαφήνεια και μη παραπλανητικό τρόπο τους δυνητικούς μη ειδικευμένους επενδυτές τόσο για την ύπαρξη περιόδου περίσκεψης όσο και για τους όρους με τους οποίους πραγματοποιείται η ανάκληση της προσφοράς ή της δήλωσης ενδιαφέροντος.⁴⁵³ Μάλιστα, οι εν λόγω πληροφορίες θα πρέπει να παρέχονται στο Δελτίο Βασικών Πληροφοριών κάθε προσφοράς. Η παραπάνω ενημέρωση θα πρέπει να παρέχεται σε δύο χρονικά σημεία. Πρώτον, προτού εκδηλωθεί το ενδιαφέρον ή πραγματοποιηθεί η προσφορά, ο δυνητικός μη ειδικευμένος επενδυτής πρέπει να ενημερώνεται για την πρόβλεψη περιόδου περίσκεψης για

⁴⁴⁸ ESMA (23.09.2022), Questions and Answers, ερώτηση-απάντηση 5.1, σ. 18-19 και ερώτηση-απάντηση 5.12, σ. 23

⁴⁴⁹ Lee J. (2021), ο.π., σ.14

⁴⁵⁰ De Smet J., Colaert V. (2022), ό.π., σ.20. Σκέψη 46 του Προοιμίου του Κανονισμού

⁴⁵¹ De Smet J., Colaert V. (2022), ό.π., σ.20

⁴⁵² Αρ. 22 παρ. 2 του Κανονισμού. Macchiavello (2020), ό.π., σ.31επ..

⁴⁵³ Lee J. (2021), ό.π., σ. 15-16

τη συγκεκριμένη προσφορά για επένδυση ή εκδήλωση ενδιαφέροντος, τη διάρκεια αυτής καθώς και για τους όρους ανάκλησης. Δεύτερον, αμέσως μετά την πραγματοποίηση της προσφοράς για επένδυση ή της εκδήλωσης ενδιαφέροντος, ο πάροχος γνωστοποιεί την έναρξη της περιόδου περίσκεψης.⁴⁵⁴ Ειδικά στην περίπτωση παροχής υπηρεσιών διαχείρισης ατομικού χαρτοφυλακίου δανείων, τυχόν ανάκληση θα αφορά μόνο την αρχική εντολή του επενδυτή προς τον πάροχο υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης και, όχι, τις μετέπειτα τοποθετήσεις που ο τελευταίος έχει πραγματοποιήσει.⁴⁵⁵

Η πρόβλεψη του μηχανισμού αυτού προς ενίσχυση της προστασίας των επενδυτών και δη των μη ειδικευμένων βασίζεται στην αντίληψη ότι θα ήταν άδικο ένας επενδυτής να δεσμευτεί συμβατικά με το απλό πάτημα ενός κουμπιού, με την απλή αποδοχή μιας προσφοράς.⁴⁵⁶ Στόχος είναι, να διασφαλιστεί ότι θα έχει τη δυνατότητα να επανεκτιμήσει την επενδυτική του απόφαση που μπορεί να είναι βεβαιωμένη ή αποτέλεσμα εσφαλμένης πληροφόρησης ή και απλό λάθος.⁴⁵⁷ Επιβεβαιωτικά προς τα παραπάνω, διευκρινίζεται ότι δεν απαιτείται πρόβλεψη για περίοδο περίσκεψης στην περίπτωση που ο υποψήφιος μη ειδικευμένος επενδυτής έχει τη δυνατότητα να εκφράσει ενδιαφέρον για κάποια προσφορά, χωρίς να δεσμεύεται συμβατικά, εκτός εάν ο χρόνος που μεσολαβεί από την παραλαβή της προσφοράς επένδυσης ή της έκφρασης ενδιαφέροντος μέχρι την ορισθείσα ημερομηνία λήξης της προσφοράς ή η ημερομηνία επίτευξης του στόχου της χρηματοδότησης είναι πολύ περιορισμένος.⁴⁵⁸ Δικαιολογητική βάση της προαναφερθείσας εξαίρεσης είναι ο σκοπός της ρύθμισης ότι, δηλαδή, εφόσον η πραγματοποίηση προσφοράς ή έκφρασης ενδιαφέροντος δεν δημιουργούν δεσμεύσεις και υπάρχει χρόνος επαναξιολόγησης της απόφασης, τότε επιτυγχάνεται επαρκής προστασία του δυνητικού μη ειδικευμένου επενδυτή.

Παρά την ιδιαίτερη αξία της παροχής χρόνου περίσκεψης στον δυνητικό μη ειδικευμένο επενδυτή με στόχο αυτός να λάβει μία συνειδητή και ενημερωμένη χρηματοδοτική απόφαση, διαφαίνονται σημαντικές επιπτώσεις στο κόστος άντλησης των κεφαλαίων.⁴⁵⁹ Ειδικότερα, παρατηρείται ότι η συμβατική δέσμευση και η επενδυτική θέση του κάθε χρηματοδότη επηρεάζει τους κυρίους των έργων, τους ίδιους τους παρόχους αλλά και, ευρύτερα, το σύνολο των δυνητικών επενδυτών. Κατ' αποτέλεσμα, εκτός από την αβεβαιότητα σχετικά με το ύψος των αντληθέντων κεφαλαίων, δημιουργείται διάχυτη αρνητική εντύπωση για το συγκεκριμένο εγχείρημα, ωθώντας πολλούς δυνητικούς επενδυτές να απέχουν από την επένδυση, βασιζόμενοι ουσιαστικά στην αξιολόγηση και συμπεριφορά του επενδυτή που για τους δικούς του λόγους αποφάσισε να ανακαλέσει την προσφορά ή το ενδιαφέρον του ("free-riding").⁴⁶⁰ Λύση, ενδέχεται, να έδινε η μη δημοσίευση της προσφοράς για επένδυση ή της εκδήλωσης ενδιαφέροντος πριν την άπρακτη πάροδο της περιόδου περίσκεψης.

⁴⁵⁴ Αρ. 22 παρ 6 του Κανονισμού

⁴⁵⁵ Αρ. 22 παρ. 7 του Κανονισμού

⁴⁵⁶ Σκέψη 47 του Προοιμίου του Κανονισμού

⁴⁵⁷ Lee J. (2021), ό.π., σ. 16

⁴⁵⁸ Σκέψη 47 του Προοιμίου του Κανονισμού

⁴⁵⁹ Σκέψη 47 του Προοιμίου του Κανονισμού

⁴⁶⁰ Lee J. (2021), ό.π., σ. 16-17

7 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Κλείνοντας την ανάλυσή μας σχετικά με τη συμμετοχική χρηματοδότηση και τον Κανονισμό 2020/1503/ΕΕ σχετικά με τους Ευρωπαίους παρόχους υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης για επιχειρήσεις, θα αποπειραθούμε να καταγράψουμε ορισμένα συμπεράσματα που προκύπτουν και μερικές σκέψεις που μας δημιουργούνται από την ως άνω μελέτη.

Αρχικά, και όπως ήδη αναδείχθηκε, η συμμετοχική χρηματοδότηση, ακόμα και μετά τις σύγχρονες ευρωπαϊκές εξελίξεις, εξακολουθεί να μην διαθέτει ενιαίο, κοινώς αποδεκτό ορισμό, γεγονός που παρά την σχετική αβεβαιότητα που, ενδεχομένως, γεννά, αναδεικνύει κάτι πολύ βασικό και κρίσιμο. Επιρρώνει τη δυναμικότητα, τον σύνθετο και πολυσχιδή χαρακτήρα της και τις προβλέψεις για πολλαπλασιασμό των μεγεθών της αγοράς συμμετοχικής χρηματοδότησης στο άμεσο μέλλον και επέκταση αυτής σε νέα, συνθετότερα μέσα, συνθήκες που θα καθιστούσαν έναν ορισμό περιοριστικό, παρωχημένο και μη επαρκή.

Σημειώνεται ότι η αξία και τα πλεονεκτήματα της συμμετοχικής χρηματοδότησης, ως εναλλακτικό μέσο χρηματοδότησης και όχι μόνο, όπως παρουσιάστηκαν, έγιναν γρήγορα αντιληπτά από τα όργανα της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Με διάχυτη την αντίληψη της αναγκαιότητας θέσπισης ενός αποτελεσματικού νομοθετικού πλαισίου για την ενιαία κανονιστική προσέγγιση της συμμετοχικής χρηματοδότησης, υιοθετήθηκε τελικώς ο Κανονισμός 2020/1503/ΕΕ, ο οποίος αποτέλεσε αντικείμενο κύριου ενδιαφέροντος στην παρούσα μελέτη. Με τον Κανονισμό, προσεγγίστηκαν και, μένει να δούμε αν στην πράξη επιτεύχθηκαν, δύο βασικοί στόχοι. Πρώτον, η προώθηση και ενίσχυση της συμμετοχικής χρηματοδότησης προς όφελος των χρηματοδοτούμενων με την άρση των εθνικών ρυθμιστικών, κανονιστικών και εποπτικών νομοθεσιών που αποτελούσαν ανάχωμα στη διασυνοριακή παροχή υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης. Δεύτερον, η καθιέρωση διαδικασιών που θα ενισχύσουν την προστασία των επενδυτών και, συνακόλουθα, την εμπιστοσύνη τους στον θεσμό της συμμετοχικής χρηματοδότησης. Πάντως, η υιοθέτηση ειδικού καθεστώτος για την ρύθμιση της συμμετοχικής επένδυσης και της συμμετοχικής δανειοδότησης, κρίνεται ως ορθή και επιβεβλημένη.

Όσον αφορά τους χρηματοδοτούμενους, τους κυρίους των έργων, δηλαδή, που αναζητούν χρηματοδότηση μέσω των πλατφορμών συμμετοχικής χρηματοδότησης μπορεί να ειπωθεί ότι αυτοί πράγματι αποκτούν πρόσβαση σε μία διασυνοριακή αγορά συμμετοχικής χρηματοδότησης. Η αγορά ωστόσο αυτή περιορίζεται δυνάμει του Κανονισμού σε συγκεκριμένα μόνο -απλά- μέσα (κινητές αξίες, εισηγμένα μέσα για σκοπούς συμμετοχικής χρηματοδότησης και χορήγηση δανείων), πράγμα που την καθιστά, σε ένα βαθμό, αναποτελεσματική, μη επιτυγχάνοντας τον στόχο της καθολικής εναρμόνισης. Ωστόσο, θεωρούμε ότι η διστακτική, θα μπορούσε να πει κανείς, προσέγγιση του ενωσιακού νομοθέτη δεν είναι παράλογη και εν μέρει δικαιολογείται από την ιδιαίτερα αυξημένου ρίσκου φύση της συμμετοχικής χρηματοδότησης που απευθύνεται σε μία τεράστια δεξαμενή μορφωμένων, έμπειρων, καιροσκόπων ή και αφελών επενδυτών. Με την εφαρμογή του Κανονισμού στην πράξη και την συλλογή πραγματικών δεδομένων στα έτη που θα ακολουθήσουν, θα μπορέσει να γίνει αντιληπτή η αναγκαιότητα ή, αντίθετα, η εσφαλμένη υιοθέτηση του εν λόγω περιορισμού.

Στον αντίποδα, η προστασία των επενδυτών, όπως διαρθρώνεται στα άρθρα 19-28 του Κανονισμού, η οποία μας απασχόλησε εκτενώς, αν και, εκ πρώτης όψεως, ακροβατεί μεταξύ της Οδηγίας 2014/65 για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων (MIFID II) και των ρυθμίσεων σχετικά με το ενημερωτικό δελτίο (Κανονισμός 2017/1129/ΕΕ), καταλήγει σε ένα ειδικό και προσαρμοσμένο στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της συμμετοχικής χρηματοδότησης πλέγμα προστατευτικών για τους επενδυτές διατάξεων. Συγκεκριμένα, βασίζεται σε τρεις άξονες: την γνωστοποίηση πλήθους πληροφοριών, κλασικό εργαλείο στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, την διενέργεια ελέγχων και αξιολογήσεων σχετικά με το αν οι επενδύσεις συμμετοχικής χρηματοδότησης είναι ενδεδειγμένες για κάποιον επενδυτή και μέχρι ποιο ύψος και την παροχή περιόδου επίσκεψης, άλλως οιονεί αναιτιώδους δικαιώματος υπαναχώρησης, η άσκηση του οποίου δεν επισύρει οικονομικές ή άλλου τύπου επιπτώσεις για τον επενδυτή.

Από την διεξοδική περιδιάβαση στις ρυθμίσεις του Κανονισμού και τα ρυθμιστικά τεχνικά πρότυπα της ΕΑΚΑΑ, κάτι το οποίο δεν έχει επιχειρηθεί στο παρελθόν στην ελληνική βιβλιογραφία, διαπιστώνουμε ότι η προστασία των επενδυτών μοιάζει ελαττωμένη σε σχέση με το προστατευτικό καθεστώς της MIFID II, το οποίο αποτέλεσε έμπνευση για τον παρόντα Κανονισμό. Το γεγονός αυτό προβληματίζει, ιδίως, αν αναλογιστεί κανείς ότι στους κόλπους της συμμετοχικής χρηματοδότησης δραστηριοποιούνται και μη ειδικευμένοι επενδυτές, αναλαμβάνοντας εξαιρετικά αυξημένους κινδύνους. Από την μία η θεσπιζόμενη υποχρέωση πληροφόρησης, ναι μεν είναι, κατά γενική ομολογία, αποτελεσματική ωστόσο δεν είναι πανάκεια για την προστασία των επενδυτών. Από την άλλη, το αποτέλεσμα των ελέγχων και αξιολογήσεων είναι, σε όλες τις περιπτώσεις, μία γενική, ομοιόμορφη, μη εξατομικευμένη προειδοποίηση του επενδυτή σχετικά με τους κινδύνους της επένδυσης. Υπό καμία συνθήκη, ο πάροχος υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης δεν μπορεί να απαγορεύσει την επένδυση.

Μία σημαντική παράμετρος που αναδεικνύεται στην περίπτωση της συμμετοχικής χρηματοδότησης και βασική πρόκληση που γεννάται, είναι η εύρεση του κατάλληλου τρόπου αξιοποίησης και εφαρμογής της τεχνολογίας και των καινοτόμων ψηφιακών συστημάτων, τα οποία αποτελούν εγγενή στοιχεία της συμμετοχικής χρηματοδότησης, στην συμμόρφωση και ουσιαστική ικανοποίηση των απαιτήσεων για την προστασία των επενδυτών. Η τεχνολογία μπορεί να συνδράμει καταλυτικά, ιδίως, στην επεξεργασία του τεράστιου όγκου πληροφοριών που διακινούνται, προσφέροντας μέσα και εργαλεία με τα οποία η αποσαφήνιση, κατανόηση, επεξεργασία και αξιολόγηση των πληροφοριών θα διευκολύνεται προς όφελος των επενδυτών και δη των μη ειδικευμένων, επιτρέποντας τη λήψη ενημερωμένων επενδυτικών αποφάσεων.

Από τη μεριά των παρόχων, τα πράγματα μοιάζουν πιο θολά. Η αβεβαιότητα για το νέο καθεστώς και, ιδίως οι ανάγκες υλοποίησης σημαντικών διοικητικών και λειτουργικών αλλαγών προς συμμόρφωση σε ένα πολύ πιο σύνθετο ρυθμιστικό πλαίσιο σε συνδυασμό με τον χρόνο και το κόστος που επισύρουν οι παραπάνω αλλαγές, φαίνεται ότι προκαλούν διστακτικότητα στους παρόχους υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης να υπαχθούν στο καθεστώς του νέου Κανονισμού. Αυτή τη θέση, άλλωστε, ενισχύει τόσο η παράταση στην αρχικώς ορισθείσα μεταβατική περίοδο για τους παρόχους που προσφέρουν υπηρεσίες συμμετοχικής χρηματοδότησης δυνάμει εθνικών νομοθεσιών, ήτοι μέχρι την 10η Νοεμβρίου 2023, όσο και από τα στοιχεία της ΕΑΚΑΑ, ότι έως σήμερα έχουν αδειοδοτηθεί και εγγραφεί στο τηρούμενο μητρώο μόλις 6 πάροχοι. Ακόμη, ο Κανονισμός εναποθέτει σημαντικές

αρμοδιότητες και ευθύνες στους παρόχους, μεταβάλλοντας τη θέση τους σε κάτι παραπάνω από απλούς διαμεσολαβητές, π.χ. με τη διενέργεια πληθώρας αξιολογήσεων, προσομοιώσεων στους δυνητικούς μη ειδικευμένους επενδυτές, διαδικασίες που απαιτούν τη συλλογή και επεξεργασία ενός δυσχερώς διαχειρίσιμου όγκου πληροφοριών.

Η τελική μας παρατήρηση αφορά στην περίπτωση της ελληνικής πραγματικότητας. Κρίνουμε ότι ο νέος Κανονισμός ενδέχεται να δώσει ώθηση στην αξιοποίηση της συμμετοχικής χρηματοδότησης από πληθώρα καινοτόμων νεοφυών και νέων μικρών επιχειρήσεων που κάνουν τα πρώτα τους βήματα στην Ελλάδα, μετά τη χρηματοπιστωτική και δημοσιονομική κρίση. Σε αυτό το πλαίσιο και για την προσαρμογή, μεταξύ άλλων, της ελληνικής νομοθεσίας στον Κανονισμό 2020/1503/ΕΕ και την επικαιροποίηση των ρυθμίσεων για τη συμμετοχική χρηματοδότηση, εκδόθηκε, πριν μερικούς μήνες, ο νόμος 4920/2022.⁴⁶¹ Με τον νέο νόμο, ρυθμίζονται, κυρίως, ζητήματα κυρώσεων, όπως απαιτεί ο Κανονισμός, και ορίζεται ως αρμόδια εθνική αρχή η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ενώ σε περίπτωση που πάροχοι είναι πιστωτικά ιδρύματα, αρμόδια για την αδειοδότηση τους είναι η Τράπεζα της Ελλάδος. Οι αρμοδιότητες και τα καθήκοντά τους εξειδικεύονται περαιτέρω προς συμμόρφωση με το ενωσιακό νομοθέτημα.

Συνολικά, σημειώνεται ότι η πορεία των πραγμάτων, οι οικονομικές εξελίξεις και τα δεδομένα της αγοράς, θα είναι τελικά αυτά που θα καταδείξουν την πραγματική χρησιμότητα και αποτελεσματικότητα του νέου πλαισίου ρύθμισης της συμμετοχικής χρηματοδότησης. Ως τότε, ευελπιστούμε η παρούσα μελέτη να προσφέρει γόνιμο έδαφος για την περαιτέρω θεωρητική ενασχόληση και ανάδειξη των ζητημάτων που ανακύπτουν.

⁴⁶¹ Νόμος υπ' αριθμ. 4920/2022, Ενσωμάτωση (...) ε) της Οδηγίας (ΕΕ) 2020/1504 για την τροποποίηση της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και την προσαρμογή στον Κανονισμό (ΕΕ) 2020/1503 σχετικά με τους Ευρωπαϊούς παρόχους υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης για επιχειρήσεις, ΦΕΚ Α 74/15.4.2022

ΠΙΝΑΚΑΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

Ελληνόγλωσση Βιβλιογραφία & Αρθρογραφία

Αλεξάκης Π., Καλφάογλου Φ., Το κανονιστικό πλαίσιο λειτουργίας των τραπεζών, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, 2019

Αυγητίδης Δ., Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, 2019

Κουλορίδας Αθ., Εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης μέσω διαδικτύου. Η Συμμετοχική Χρηματοδότηση, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, 2019

Μακρίδης Σ., Παπαγεωργίου Β., Το θεσμικό πλαίσιο της συμμετοχικής χρηματοδότησης (crowdfunding) στην Ελλάδα και ο ρόλος της στο πλαίσιο της Κοινωνίας των Πολιτών και τους ΟΤΑ, Δημόσια Διακυβέρνηση, 2019

Μούζουλας Σ., Η συμμετοχική χρηματοδότηση, εκδ. Π. Ν. Σάκκουλας, 2019

Μούζουλας Σ., Κριτική αξιολόγηση της ρύθμισης της συμμετοχικής επένδυσης (crowd-investing) από τον ν. 4416/2016, ΔΕΕ 4/2017, σ. 475-483

Ρόκας Ν., Βιομηχανική ιδιοκτησία & Αθέμιτος ανταγωνισμός, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, 2022

Ρόκας Ν., Γκόρτσος Χ., Μικρουλέα Α., Λιβαδά Χ., Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου, 3η Αναθεωρημένη έκδοση, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, 2016

Σπηλιόπουλος Οδ., Βασικά στοιχεία εμπορικού δικαίου, εκδ. Σάκκουλα, 2021

Τζίβα Ε., Εφαρμογές της ψηφιακής τεχνολογίας στις τραπεζικές συναλλαγές, ΔΕΕ, 3/2021

Τουντόπουλος Β. Δ., Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, 2^η Έκδοση, εκδ. Σάκκουλα, 2021

Χριστιανός Β., Εισαγωγή στο δίκαιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, 2011

Ξενόγλωσση Βιβλιογραφία & Αρθρογραφία

Agrawal et al., The geography of crowdfunding, University of Toronto, 2011, διαθέσιμο σε: <https://ssrn.com/abstract=1692661>

Agrawal A., Catalini C., Goldfarb A., Some simple economics of crowdfunding, National Bureau of Economic Research (NBER) Working paper series, 2013, διαθέσιμο σε: <https://ssrn.com/abstract=2281044>

Akerlof, G. A., The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism.

The Quarterly Journal of Economics. Vol.84, No.3, 1970

Belleflame P., Lambert Th., Schwienbacher A., Crowdfunding: Tapping the right crowd, Journal of Business Venturing, Vol.29, No.5, 2013, διαθέσιμο σε: <https://ssrn.com/abstract=1578175>

Boh W. F., Lin Y., Who are the Crowdfunders? Understanding Archetypes of Crowdfunders (August 10, 2022). Information Matters, Vol. 1, No. 10, 2021, διαθέσιμο σε: <https://ssrn.com/abstract=4187121>

Bradford S., Crowdfunding and the federal securities law, Columbia Business Law Review, 2012, διαθέσιμο σε: <https://digitalcommons.unl.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1118&context=lawfacpub>

Bretschneider, U.; Knaub, K. & Wieck, E.: Motivations for Crowdfunding: What Drives the Crowd to Invest in Start-ups?. In: European Conference on Information Systems (ECIS), 2014, διαθέσιμο σε: http://pubs.wi-kassel.de/wp-content/uploads/2015/04/JML_5321.pdf

Burtch G., Ghose A., Wattal S., An empirical examination of antecedents and consequences of contribution patterns in crowd-funded markets, Information Systems Research Vol.24, No.3, 2013, διαθέσιμο σε: <https://www.jstor.org/stable/42004279>

Catea R., EU Crowdfunding Regulation, Challenges of the Knowledge Society (CKS), Private Law 2022, σ. 104-108

Chandler M., Wial H., Bridging the capital access gap: An overview of the small business finance industry, Initiative for a Competitive Inner City (ICIC), 2022, διαθέσιμο σε: <https://ssrn.com/abstract=4193195>

Cicchello A., Harmonizing the crowdfunding regulation in Europe: need, challenges, risks, Journal of Small Business & Entrepreneurship, 2019, διαθέσιμο σε: <https://doi.org/10.1080/08276331.2019.1603945>

Cicchello A., Leone D., Encouraging investment in SMEs through equity-based crowdfunding, Int. J. Globalization and Small Business, Vol.11, Iss. 3, 2020, διαθέσιμο σε: <https://doi.org/10.1504/IJGSB.2020.109553>

Cumming D., Leboeuf G., Schwienbacher, A., Crowdfunding models: Keep-it-all vs. All-or-nothing, Forthcoming, Financial Management, 2019, διαθέσιμο σε: <https://ssrn.com/abstract=2447567> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2447567>

De Smet J., Colaert V., Between Investor Protection and Access to Crowdfunding: The Entry Knowledge Test and the Simulation of the Ability to Bear Loss. Commentary on Article 21 Crowdfunding Regulation, Eugenia Macchiavello (ed.), European Crowdfunding Service Providers for Business Regulation - A Commentary (Elgar), 2022, διαθέσιμο σε: <https://ssrn.com/abstract=4077837>

Dorff M., The siren call of equity crowdfunding, 2013, διαθέσιμο σε: <https://ssrn.com/abstract=2325634>

Ebers M., Quarch B., EU Consumer Law and the boundaries of the Crowdfunding Regulation, in Pietro Ortolani/Marije Louisse (eds.), Crowdfunding and the Law, pending for publication, Oxford University Press, Oxford 2022., διαθέσιμο σε: <https://ssrn.com/abstract=3822692>

Financial Conduct Authority (FCA), A review of the regulatory regime for crowdfunding and the promotion of non-readily realisable securities by other media, 2015, διαθέσιμο σε: <https://www.fca.org.uk/publication/thematic-reviews/crowdfunding-review.pdf>

Fleischer V., Regulatory Arbitrage, Research Paper, 2010, διαθέσιμο σε: <https://ssrn.com/abstract=1567212>

Frydrych et al., Exploring entrepreneurial legitimacy in reward-based crowdfunding, Venture Capital, Vol.16, No.3, 2014, διαθέσιμο σε: <https://doi.org/10.1080/13691066.2014.916512>

John J, John K., Han B., Entrepreneurial crowdfunding backer motivations: a latent Dirichlet allocation approach, European Journal of Innovation Management, τ.25 αρ.6, 2022, διαθέσιμο σε: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/EJIM-05-2021-0248/full/html>

Kaufman D. et al., Democratizing Entrepreneurship: An Overview of the Past, Present, and Future of Crowdfunding, Bloomberg BNA Securities Regulation & Law Report, Vol.45, No.5, 2013, διαθέσιμο σε: <https://ssrn.com/abstract=2211698>

Kuppuswamy V., Bayus B., Crowdfunding Creative Ideas: The dynamics of projects backers in Kickstarter, 2015, διαθέσιμο σε: <https://ssrn.com/abstract=2234765>

Lee J., Investor Protection on Crowdfunding Platforms: The EU Crowdfunding Regulation, OUP, 2021, διαθέσιμο σε: <https://ssrn.com/abstract=3968572>

Lin Y., Boh W. F. Goh K. H., How different are crowdfunders? Examining archetypes of crowdfunders and their choice of projects, 2014, διαθέσιμο σε: <https://doi.org/10.1002/asi.24332>

Macchiavello, E., The European Crowdfunding Service Providers Regulation and the Future of Marketplace Lending and Investing in Europe: the 'Crowdfunding Nature' Dilemma., 2020 διαθέσιμο σε: <https://ssrn.com/abstract=3668590>

Macchiavello E., Valenti Ch., Beyond the ECSPR and financial-return: The regulation of donation and reward-based crowdfunding in the EU, Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: a Commentary, Financial Law Series, 2022, διαθέσιμο σε: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4169286

Mollick E., The dynamics of crowdfunding: An exploratory study, Journal of Business Venturing, Vol. 29, Iss. 1, 2013, διαθέσιμο σε: <https://ssrn.com/abstract=2088298>

Mollick E., Kuppuswamy V., After the campaign: Outcomes of Crowdfunding, Draft, UNC Kenan-Flagler Research Paper No. 2376997, 2014, διαθέσιμο σε: <https://ssrn.com/abstract=2376997>

Mollick E., Robb A., Democratizing innovation and capital access: the role of crowdfunding, California Management Review, Vol.58, No.2, 2016, διαθέσιμο σε: <https://doi.org/10.1525/cmr.2016.58.2.72>

National Park Service, Pulitzer in-depth, 2015, <https://www.nps.gov/stli/learn/historyculture/pulitzer-in-depth.htm>

Rouzé V, Crowdsourcing and Crowdfunding: The Origins of a New System? in Cultural Crowdfunding: Platform Capitalism, Labour and Globalization, University of Westminster Press, 2019, διαθέσιμο σε: <https://www.jstor.org/stable/j.ctv11cvx9d.4>

Serdaris K., The Regulation of Crowdinvesting under the Greek Securities Laws, 2016, διαθέσιμο σε: <https://ssrn.com/abstract=2913443>

Schwiebacher A., Larralde B., Crowdfunding of small entrepreneurial ventures, Handbook of Entrepreneurial Finance, 2010, διαθέσιμο σε: <https://ssrn.com/abstract=1699183>

Stoica Em., Iliescu E., Crowdfunding – A viable alternative to finance small and medium enterprises, Challenges of the Knowledge Society (CKS), 2022, διαθέσιμο σε: <https://www.proquest.com/openview/0687838e14c5bba1de58946a22b41557/1?pq-origsite=gscholar&cbl=2036059>

Surowiecki J., The wisdom of crowds, Anchor Books, 2005

Weis L., Private equity opportunities for retail investors in the European Union, 2022, διαθέσιμο σε: <https://ssrn.com/abstract=4164022>

Xiao S., Ho Y., Che H., Building the Momentum: Information Disclosure and Herding in Online Crowdfunding. Production and Operations Management, Vol. 30 No.9, διαθέσιμο σε: <https://ssrn.com/abstract=3428806>

Νομοθετικά Κείμενα & Συστάσεις Αρμόδιων Εποπτικών Αρχών και Φορέων

Ανακοίνωση της Επιτροπής προς το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, το Συμβούλιο, την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, την Ευρωπαϊκή Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή και την Επιτροπή των Περιφερειών για την ισοδυναμία στον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, COM(2019) 349 τελικό, 29.7.2019

Ανακοίνωση της Επιτροπής προς το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, το Συμβούλιο, την Ευρωπαϊκή

Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή και την Επιτροπή των Περιφερειών, Σχέδιο Δράσης για την Οικοδόμηση Ένωσης Κεφαλαιαγορών, COM(2015) 468 τελικό, 30.09.2015

Ανακοίνωση της Επιτροπής προς το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, το Συμβούλιο, την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, την Ευρωπαϊκή Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή και την Επιτροπή των Περιφερειών, Σχέδιο δράσης για τη χρηματοοικονομική τεχνολογία: Για έναν πιο ανταγωνιστικό και καινοτόμο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό τομέα (FinTech), COM(2018) 109 τελικό, 08.03.2018

Ανακοίνωση της Επιτροπής προς το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, το Συμβούλιο, την Ευρωπαϊκή Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή και την Επιτροπή των Περιφερειών, Ένωση Κεφαλαιαγορών για τα άτομα και τις επιχειρήσεις - νέο σχέδιο δράσης, 2020, 590 τελικό, 24.09.2020

Έκθεση της Επιτροπής σχετικά με την εκτίμηση των κινδύνων που συνεπάγονται για την εσωτερική αγορά η νομιμοποίηση εσόδων από παράνομες δραστηριότητες και η χρηματοδότηση της τρομοκρατίας και οι οποίοι συνδέονται με διασυνοριακές δραστηριότητες, COM(2022) 554 τελικό, 27.10.2022

Ενοποιημένη απόδοση της Συνθήκης για την Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης, Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, C 83/47

Κανονισμός 2020/1503/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 7ης Οκτωβρίου 2020 σχετικά με τους Ευρωπαίους παρόχους υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης για επιχειρήσεις και την τροποποίηση του κανονισμού (ΕΕ) 2017/1129 και της οδηγίας (ΕΕ) 2019/1937, Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, L 347 της 20.10.2020 (European Crowdfunding Service Providers Regulation, ECSPR)

Κανονισμός 2017/1129/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 14ης Ιουνίου 2017 σχετικά με το ενημερωτικό δελτίο που πρέπει να δημοσιεύεται κατά τη δημόσια προσφορά κινητών αξιών ή κατά την εισαγωγή κινητών αξιών προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά και την κατάργηση της οδηγίας 2003/71/ΕΚ, Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, L 168 της 30.6.2017

Κανονισμό 1093/2010/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 24ης Νοεμβρίου 2010 σχετικά με τη σύσταση Ευρωπαϊκής Εποπτικής Αρχής (Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών), την τροποποίηση της απόφασης αριθ. 716/2009/ΕΚ και την κατάργηση της απόφασης 2009/78/ΕΚ., Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, L 331 της 15.12.2010

Κανονισμό. 1095/2010/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 24ης Νοεμβρίου 2010 σχετικά με τη σύσταση Ευρωπαϊκής Εποπτικής Αρχής (Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών), την τροποποίηση της απόφασης αριθ. 716/2009/ΕΚ και την κατάργηση της απόφασης 2009/77/ΕΚ, Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, L 331 της 15.12.2010

Κατ' εξουσιοδότηση Κανονισμός 2022/1988/ΕΕ της Επιτροπής για την παράταση της μεταβατικής περιόδου για τη συνέχιση της παροχής υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης σύμφωνα με την εθνική νομοθεσία, όπως αναφέρεται στο άρθρο 48 παράγραφος 1 του κανονισμού (ΕΕ) 2020/1503 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, L 273 της 21.10.2022, C/2022/4835

Νόμος υπ' αριθμ. 3401/2005, Ενημερωτικό δελτίο δημόσιας προσφοράς κινητών αξιών και εισαγωγής τους για διαπραγμάτευση, ΦΕΚ Α 257/17.10.2005

Νόμος υπ' αριθμ. 3606/2007, Αγορές Χρηματοπιστωτικών μέσων και άλλες διατάξεις, ΦΕΚ Α 195/17.8.2007

Νόμος υπ' αριθμ. 4416/2016, Τροποποίηση του ν. 4099/2012 (ενσωμάτωση στην εθνική νομοθεσία της Οδηγίας 2014/91/ΕΕ/ L 257) και άλλες διατάξεις, ΦΕΚ Α' 160/06.09.2016

Νόμος υπ' αριθμ. 4514/2018, Αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και άλλες διατάξεις, ΦΕΚ Α' 14/30.01.2018

Νόμος υπ' αριθμ. 4706/2020 Εταιρική διακυβέρνηση ανωνύμων εταιρειών, σύγχρονη αγορά κεφαλαίου, ενσωμάτωση στην ελληνική νομοθεσία της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/828 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, μέτρα προς εφαρμογή του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/1131 και άλλες διατάξεις, ΦΕΚ Α' 136/17.07.2020

Νόμος υπ' αριθμ. 4920/2022, Ενσωμάτωση [...] ε) της Οδηγίας (ΕΕ) 2020/1504 για την τροποποίηση της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και την προσαρμογή στον Κανονισμό (ΕΕ) 2020/1503 σχετικά με τους Ευρωπαίους παρόχους υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης για επιχειρήσεις, ΦΕΚ Α 74/15.4.2022

Οδηγία 2014/65/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 15ης Μαΐου 2014 για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και την τροποποίηση της οδηγίας 2002/92/ΕΚ και της οδηγίας 2011/61/ΕΕ (MIFID II), Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης L 173 της 12.6.2014

Οδηγία 2020/1504/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 7ης Οκτωβρίου 2020, για την τροποποίηση της οδηγίας 2014/65/ΕΕ για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων

Οδηγία 2008/48/ΕΚ, του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 23ης Απριλίου 2008 για τις συμβάσεις καταναλωτικής πίστης και την κατάργηση της οδηγίας 87/102/ΕΟΚ του Συμβουλίου, Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, L 133 της 22.5.2008 (Consumer Credit Directive (CDC))

Πρόταση Κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τους Ευρωπαίους παρόχους υπηρεσιών πληθοχρηματοδότησης για επιχειρήσεις, COM(2018) 113

τελικό, 08.03.2018

Commission Staff Working Document. Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business and Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending the Directive 2014/65/EU on markets in financial instruments, SWD(2018) 56 τελικό, 08.03.2018, διαθέσιμο σε: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52018SC0056>

European Securities and Markets Authority (ESMA), Final Report, Draft technical standards under the European crowdfunding service providers for business Regulation, 10.11.2022 (Regulatory Technical Standards, RTS), (ESMA35-42-1183), διαθέσιμο σε: <https://www.esma.europa.eu/sections/crowdfunding>

European Securities and Markets Authority (ESMA), Final Report, ESMA's Technical Advice to the Commission on the possibility to extend the transitional period pursuant to Article 48(3) of Regulation (EU) 2020/1503, 19.05.2022 (ESMA35-42-1445), διαθέσιμο σε: <https://www.esma.europa.eu/document/technical-advice-possibility-extend-transitional-period-under-crowdfunding-regulation>

European Securities and Markets Authority (ESMA), Opinion on Investment-based crowdfunding, 18.12.2014 (ESMA/2014/1378), διαθέσιμο σε: <https://www.esma.europa.eu/document/opinion-investment-based-crowdfunding>

European Securities and Markets Authority (ESMA), Questions and Answers on the European crowdfunding service providers for business Regulation, 20.05.2022 (ESMA35-42-1008), διαθέσιμο σε: <https://www.esma.europa.eu/sections/crowdfunding>

European Securities and Markets Authority (ESMA), Questions and Answers on the European crowdfunding service providers for business Regulation, 23.09.2022 (ESMA35-42-1088), διαθέσιμο σε: <https://www.esma.europa.eu/sections/crowdfunding>

European Securities and Markets Authority (ESMA), Register on Crowdfunding Service Providers, διαθέσιμο σε: <https://www.esma.europa.eu/sections/crowdfunding>

Financial Stability Board, Financial Stability Implications from FinTech, 2017, διαθέσιμο σε: <https://www.fsb.org/2017/06/financial-stability-implications-from-fintech/>

La loi n° 2015-990 du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques dite loi Macron a été publiée au Journal officiel de la République française du 7 août 2015

Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial

Πηγές από το διαδίκτυο

Act4Greece, <https://www.act4greece.gr/>

Cambridge Centre for Alternative Finance (CCAF), Cambridge Alternative Finance Benchmarks data on Digital Lending and Digital Capital Raising (Years 2011-2020), <https://ccaf.io/cafb/>

Crowdcube, <https://www.crowdcube.com/>

CrowdfundingHub, Current State of Alternative Finance in Europe 2021, <https://www.crowdfundinghub.eu/current-state-of-crowdfunding-in-europe-2021-page/>

CrowdfundingHub, ECSP Licensed Crowdfunding Platforms, <https://www.crowdfundinghub.eu/ecsp/>

EY, Ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης για το Crowdfunding, 2021, https://www.ey.com/el_gr/tax/tax-alerts/greece-the-single-european-regulatory-framework-for-crowdfunding

Financement Participatif France: L'association des professionnels du crowdfunding <https://financeparticipative.org/>

Heifer International: Ending poverty begins with agriculture, <https://www.heifer.org/>

Indiegogo, <https://www.indiegogo.com>

Investment platforms, 2022, <https://investmentplatforms.eu/crowdcube-first-platform-approved-under-ecspr/>

Kickstarter, <https://www.kickstarter.com/?ref=nav>

LexisNexis, EU Regulation of crowdfunding—the ECSP Regulation and the MiFID II Crowdfunding Directive, <https://www.lexisnexis.co.uk/>, 2022

Seedrs, <https://www.seedrs.com/>

Unbound: crowdfunding publisher, <https://unbound.com/>