

ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ & ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ
Π.Μ.Σ.: ΔΙΚΑΙΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ & ΔΙΟΙΚΗΣΗ



ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ:

**«Το crowdfunding (συμμετοχική επένδυση) υπό το φως του
νέου νόμου 4416/2016»**

Κωνσταντίνα Β. Πουρνάρα
(ΑΜ: 7116Μ045)

Επιβλέπων Καθηγητής: Άγγελος Μπώλος, Αναπλ. Καθηγητής

ΑΘΗΝΑ, ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 2018

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ	5
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	8

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ

ΤΟ CROWDFUNDING

I. Η ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΚΑΙ Ο ΝΟΜΟΣ JOBS Act	11
II. ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ	15
III. ΟΙ ΠΛΑΤΦΟΡΜΕΣ ΠΟΥ ΛΕΙΤΟΥΡΓΟΥΝ ΣΕ ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΙ ΣΕ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ .	17
IV. ΟΙ ΜΟΡΦΕΣ ΕΜΦΑΝΙΣΗΣ ΤΟΥ CROWDFUNDING	18
1. Συμμετοχική δανειοδότηση από ιδιώτες (Peer-to-peer lending or Lending – based or loan based).....	18
2. Συμμετοχική χρηματοδότηση βάσει δωρεάς (Donation based)	20
3. Συμμετοχική χρηματοδότηση βάσει ανταμοιβής (Reward based and prepurchase)	23
4. Χρηματοδότηση μέσω ανταλλάγματος δικαιώματος εκμετάλλευσης (Royalty scheme).....	24
5. Υβριδικά μοντέλα.....	24

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ

ΤΟ CROWDINVESTING

I. ΕΝΝΟΙΑ - ΠΑΡΑΘΕΣΗ ΤΟΥ Ν. 4416/2016	25
II. ΜΟΡΦΕΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ	29
1. Άμεση μορφή συμμετοχικής επένδυσης.....	29
2. Έμμεση μορφή συμμετοχικής επένδυσης	31
III. ΟΙ ΑΔΕΙΟΔΟΤΟΥΜΕΝΟΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΕΣ ΤΗΣ ΠΛΑΤΦΟΡΜΑΣ	32
IV. ΠΕΔΙΟ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ: Η ΠΡΩΤΟΓΕΝΗΣ ΑΓΟΡΑ.....	36
V. ΟΙ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΤΩΝ ΑΔΕΙΟΔΟΤΟΥΜΕΝΩΝ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ	36
1. Η παροχή των επενδυτικών υπηρεσιών	37
2. Η παροχή των παρεπόμενων υπηρεσιών.....	42

VI. ΜΠΟΡΕΙ ΝΑ ΘΕΩΡΗΘΕΙ ΟΤΙ Ο ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ ΧΟΡΗΓΕΙ ΔΑΝΕΙΟ ΣΤΗΝ ΥΠΟ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ;.....	44
VII. ΜΠΟΡΕΙ ΝΑ ΘΕΩΡΗΘΕΙ ΟΤΙ Ο ΦΟΡΕΑΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΤΗΣ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗΣ ΠΛΑΤΦΟΡΜΑΣ ΧΟΡΗΓΕΙ ΔΑΝΕΙΟ ΣΤΟΝ ΕΠΕΝΔΥΤΗ;	45
VIII. Η ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΣΗ ΜΠΟΡΕΙ ΝΑ ΠΕΡΙΛΑΜΒΑΝΕΙ ΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΔΙΑΜΕΣΟΛΑΒΗΣΗ;.....	46

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ

ΕΝΗΜΕΡΩΤΙΚΟ ΔΕΛΤΙΟ ΠΡΟΣΦΟΡΑΣ ΚΙΝΗΤΩΝ ΑΞΙΩΝ

I. Η ΗΔΗ ΥΠΑΡΧΟΥΣΑ ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΗ ΠΡΟΒΛΕΨΗ ΠΕΡΙ ΕΝΗΜΕΡΩΤΙΚΟΥ ΔΕΛΤΙΟΥ ΠΡΟΣΦΟΡΑΣ ΚΙΝΗΤΩΝ ΑΞΙΩΝ	47
II. Η ΝΕΑ ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΗ ΠΡΟΒΛΕΨΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΠΡΟΣΦΟΡΑ ΚΙΝΗΤΩΝ ΑΞΙΩΝ.....	50
III. ΤΟ ΔΙΑΦΟΡΕΤΙΚΟ ΕΠΙΠΕΔΟ ΠΡΟΣΤΑΣΙΑΣ ΤΟΥ ΙΔΙΩΤΗ ΕΠΕΝΔΥΤΗ ΜΕ ΤΟ ΝΕΟ ΝΟΜΟ ΕΝ ΣΥΓΚΡΙΣΕΙ ΜΕ ΤΟ ΗΔΗ ΥΠΑΡΧΟΝ ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ..	55

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ

ΖΗΤΗΜΑΤΑ ΔΙΑΦΗΜΙΣΗΣ ΤΗΣ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗΣ ΠΡΟΣΦΟΡΑΣ ΚΙΝΗΤΩΝ ΑΞΙΩΝ

I. Η ΔΙΑΦΗΜΙΣΗ ΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΜΕ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΟ ΤΡΟΠΟ ΤΩΝ ΚΙΝΗΤΩΝ ΑΞΙΩΝ ΣΤΟΥΣ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ	57
II. Η ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΑΘΕΜΙΤΩΝ ΠΡΑΚΤΙΚΩΝ ΣΤΗΝ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΠΡΟΣΦΟΡΑ ΤΩΝ ΚΙΝΗΤΩΝ ΑΞΙΩΝ	59
III. Η ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΩΝ ΔΙΑΤΑΞΕΩΝ ΤΟΥ Ν. 2251/1994 – ΑΠΟ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ.....	61

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ - ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ.....	67
I. ΕΛΛΗΝΙΚΗ	67
II. ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ.....	70
ΝΟΜΟΛΟΓΙΑ	71
ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ ΣΥΝΗΓΟΡΟΥ ΤΟΥ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΗ	72
ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ.....	73
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ	73
ΛΗΜΜΑΤΙΚΟ ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ.....	75

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

ΑΕΔΟΕΕ	Ανώνυμες Εταιρείες Διαχείρισης Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων
ΑΚ	Αστικός Κώδικας
ΑΜΦ	Autorité des Marchés Financiers
ΑΠ	Άρειος Πάγος
άρθ.	Άρθρο
Αρμ.	Αρμενόπουλος (περιοδικό)
βλ.	βλέπε
γνμδ	γνωμοδότηση
Γ.Ο.Σ.	Γενικός Όρος Συναλλαγών
ΔΕΕ	Δίκαιο Επιχειρήσεων & Εταιρειών (περιοδικό)
ΔικΕΕ	Δικαστήριο Ευρωπαϊκής Ένωσης
ΔΕΚ	Δικαστήριο Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων
Δ	Δίκη (περιοδικό)
Δ.Σ.	Διοικητικό Συμβούλιο
εδ.	εδάφιο
Ε.Ε.	Ευρωπαϊκή Ένωση
ΕΑΚΑΑ	Ευρωπαϊκή Αρχή Αγορών και Κινητών Αξιών
ΕΕμπΔ	Επιθεώρηση του Εμπορικού Δικαίου (περιοδικό)
ΕΚ	Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς
ΕλλΔνη	Ελληνική Δικαιοσύνη (περιοδικό)
ΕΜΕΟΔ	Εταιρεία Μελέτης Εμπορικού & Οικονομικού Δικαίου
(Α.) Ε.Π.Ε.Υ.	(Ανώνυμη) Εταιρεία παροχής επενδυτικών υπηρεσιών

ΕΟΚ	Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα
ΕπισκεΕΔ	Επισκόπηση Εμπορικού Δικαίου (περιοδικό)
επ	επόμενα
ΕφΑΔ	Εφαρμογές Αστικού Δικαίου & Πολιτικής Δικονομίας (περιοδικό)
Εφ	Εφετείο
ESMA	European Securities and Markets Authority
κλπ	κατά τα λοιπά
ΚΠολΔ	Κώδικας Πολιτικής Δικονομίας
ΜονΠρ	Μονομελές Πρωτοδικείο
ΜΜΕ	Μικρομεσαίες Επιχειρήσεις
ν.	νόμος
ΝοΒ	Νομικό Βήμα (περιοδικό)
ΟΛΑΠ	Ολομέλεια Αρείου Πάγου
οπ	όπου παραπάνω
παρ.	παράγραφος
παρατ.	παρατηρήσεις
ΠειρΝ	Πειραϊκή Νομολογία
ΠΜΔ	Πολυμερής Μηχανισμός Διαπραγμάτευσης
ΠΠρ	Πολυμελές Πρωτοδικείο
π.δ.	προεδρικό διάταγμα
σελ.	σελίδα
σημ.	(υπο)σημείωση
Σ	Σύνταγμα
στοιχ.	στοιχείο

ΤτΕ	Τράπεζα της Ελλάδος
ΥΑ	Υπουργική Απόφαση
ΦΕΚ	Φύλλο Εφημερίδας Κυβέρνησης
FCA	Financial Conduct Authority
ΧρΙΔ	Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου (περιοδικό)
ΧρηΔικ	Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο (περιοδικό)

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Με δεδομένο ότι η επιχειρηματικότητα εξελίσσεται με γοργούς ρυθμούς, κοινός τόπος είναι ότι διανύουμε την εποχή των Start-Ups¹, στην ανάπτυξη των οποίων συμβάλουν με τον πιο δραστικό τρόπο οι πλατφόρμες που έχουν ξεκινήσει να λειτουργούν διαδικτυακά, δημιουργώντας μία πρωτόγνωρη και μη συνηθισμένη μορφή χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Η παραπάνω διαπίστωση αναντίρρητα σχετίζεται με την οικονομική κρίση² που βιώνει η Ελλάδα τα τελευταία έτη καθώς έχει παρατηρηθεί ότι πλέον οι επιχειρήσεις έχουν σχεδόν σταματήσει να χρηματοδοτούνται από τα τραπεζικά ιδρύματα³, αλλά προσπαθούν μέσα από τις

¹ Πρόκειται κατά την ελληνική απόδοση για τις νεοφυείς επιχειρήσεις. Είναι, δηλαδή, εταιρείες που επιχειρούν κάτι καινοτόμο και στοχεύουν σε μεγάλο κοινό και σε εξαιρετικά γρήγορη ανάπτυξη, έχοντας ως σκοπό τους να αναπτύξουν ένα κλιμακούμενο επιχειρηματικό μοντέλο. Οι εταιρείες αυτές ήρθαν πρόσφατα στο προσκήνιο και βρίσκονται σε στάδιο ανάπτυξης και έρευνας για τις περισσότερες αγορές. Ο όρος *νεοφυής επιχείρηση (Start-up company)* έγινε γνωστός όταν πλήθος επιχειρήσεων με κατάληξη .com ιδρύθηκαν στο διαδίκτυο. Τον τελευταίο καιρό, ο όρος αυτός έχει συνδεθεί κυρίως με τις τεχνολογικές επιχειρήσεις που έχουν ως χαρακτηριστικό τη μεγάλη δυναμική ανάπτυξης. Ο *Paul Graham*, ιδρυτής μιας εκ των κορυφαίων νεοφυών επιχειρήσεων του κόσμου, ορίζει ως νεοφυή επιχείρηση «την εταιρεία που έχει σχεδιαστεί ώστε να αυξηθεί ταχύτατα. Το να είναι μια επιχείρηση νεοσύστατη δεν σημαίνει ότι εντάσσεται στα πλαίσια της νεοφυούς. Το μόνο σημαντικό πράγμα για μια νεοφυή επιχείρηση είναι ο ρυθμός ανάπτυξης.» [βλ. σχετικά στην ιστοσελίδα: <https://rejoin.gr/blog/1113-neofiis-epixeirisi-start-up> (πρόσβαση στο διαδίκτυο 19-05-2018)].

² Στο ίδιο συμπέρασμα καταλήγει και η κ. *Ανυφαντάκη*, στη σχετική δημοσίευση στο τεύχος 44 στο Οικονομικό Δελτίο (Διεύθυνση Οικονομικής Ανάλυσης και Μελετών της ΤΤΕ), 2016, 60 με θέμα: Η ανάπτυξη της χρηματοοικονομικής τεχνολογίας (Fintech), όπου σημειώνει ότι: «[...] Μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση, η μειωμένη διάθεση ανάληψης κινδύνου από τις εμπορικές τράπεζες οδήγησε σε σημαντικά περιορισμένη πρόσβαση στις παραδοσιακές τραπεζικές μορφές δανεισμού. Η αμοιβαία απώλεια εμπιστοσύνης δημιούργησε ένα κενό δανεισμού, δηλαδή ένα σημαντικό μέρος των δανειακών αναγκών δεν ικανοποιείται επαρκώς από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Επιπλέον, οι ραγδαίες αλλαγές στις προτιμήσεις των πελατών στον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών απαιτούν μεγαλύτερη διαφάνεια, αποτελεσματικότητα και έλεγχο των αποταμιεύσεων και των δανείων.

³ Διεθνείς στατιστικές αναφορές επιβεβαιώνουν ότι το ποσοστό απόρριψης των business plans που υποβάλλονται για χρηματοδότηση φτάνει ακόμα και το 98%. Βλ. σχετ. σε *Cosh, Andy, Douglas Cumming and Alan Hughes*, Outside Entrepreneurial Capital, Economic Journal 119 2009, 1494-1533. Βλ. και τη σχετική πρόταση Κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τους Ευρωπαίους παρόχους υπηρεσιών πληθοχρηματοδότησης για επιχειρήσεις, COM (2018) 113 final της 8.3.2018 σύμφωνα με την οποία αναφέρεται ότι: «Σήμερα, η πρόσβαση σε χρηματοδότηση παραμένει δυσχερής για τις εν λόγω επιχειρήσεις, ιδίως κατά τη μετάβασή τους από τη φάση της εκκίνησης στη φάση της επέκτασης, λόγω ασύμμετρης πληροφόρησης η οποία έχει μάλιστα διαρθρωτικό χαρακτήρα. Η υπερβολική εξάρτηση από τον βραχυπρόθεσμο, άνευ εξασφάλισης τραπεζικό δανεισμό είναι, συχνά, δαπανηρή. Επίσης, το ύψος των τραπεζικών χορηγήσεων τόσο προς νεοφυείς επιχειρήσεις όσο και προς ΜΜΕ επηρεάστηκε σημαντικά από τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 και, παρά τις προσπάθειες, δεν έχει επιστρέψει ακόμη στα προ κρίσης επίπεδα, με αποτέλεσμα η έλλειψη κεφαλαίων να βαρύνεται σημαντικά για τις πτωχεύσεις νεοφυών επιχειρήσεων. Τα προβλήματα αυτά εντείνονται σε

ηλεκτρονικές πλατφόρμες να αντλήσουν κεφάλαια από υποψήφιους επενδυτές τους, οι οποίοι επιθυμούν να μετάσχουν στο κεφάλαιό τους⁴. Η νέα αυτή διαδικασία αποκαλείται διεθνώς **crowdfunding**⁵ και κατά την ελληνική μετάφραση *συμμετοχική χρηματοδότηση*, άλλως *πληθοχρηματοδότηση*⁶. Η εναλλακτική αυτή μορφή χρηματοδότησης απευθύνεται ιδίως σε μικρομεσαίες (στο εξής ΜΜΕ) και νεοσύστατες επιχειρήσεις και μη κερδοσκοπικές εταιρείες, για τις οποίες η πρόσβαση στους παραδοσιακούς τρόπους χρηματοδότησης (τραπεζικός δανεισμός, εισαγωγή σε οργανωμένη αγορά) είναι δυσχερής⁷.

Το crowdfunding αντιπροσωπεύει ένα νέο είδος διαμεσολάβησης στο πλαίσιο της οποίας ένας πάροχος υπηρεσιών πληθοχρηματοδότησης αλληλεπιδρά με τους πελάτες του μέσω ψηφιακής πλατφόρμας, χωρίς να αναλαμβάνει ο ίδιος κίνδυνο, με σκοπό τη σύζευξη δυνητικών επενδυτών με επιχειρήσεις που αναζητούν χρηματοδότηση, ανεξαρτήτως αν η χρηματοδότηση έχει ως αποτέλεσμα τη σύναψη σύμβασης δανειοδότησης ή την απόκτηση συμμετοχής στο εταιρικό κεφάλαιο ή σε άλλες κινητές αξίες. Βασίζεται κατά κανόνα σε τρεις κατηγορίες συντελεστών: η πρώτη αφορά στον *κύριο του έργου*, ο οποίος προτείνει το προς χρηματοδότηση έργο, η δεύτερη στους *επενδυτές*, οι οποίοι χρηματοδοτούν το προτεινόμενο έργο,

σημαντικό βαθμό σε κράτη μέλη όπου οι κεφαλαιαγορές και το τραπεζικό σύστημα είναι λιγότερο αναπτυγμένα. Ως μια νέα μορφή χρηματοπιστωτικής υπηρεσίας που βασίζεται στην τεχνολογία, η πληθοχρηματοδότηση (crowdfunding) έχει τις προοπτικές να συμβάλλει στην καλύτερη σύζευξη των επενδυτών με επιχειρηματικά σχέδια που έχουν ανάγκη χρηματοδότησης».

⁴ Ρόκας/Μικρουλέα/Λιβαδά, *Ιδιωτικό Τραπεζικό Δίκαιο* (Το δίκαιο των τραπεζικών συμβάσεων) σε: Ρόκα/Γκόρτσου/Μικρουλέα/Λιβαδά, *Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου*, 2016³, 650 επ.

⁵ Ο όρος συμμετοχική χρηματοδότηση (crowdfunding) στην πράξη καλύπτει τη συγκέντρωση, μικρού ύψους για καθέναν από τους μετέχοντες, εισφερόμενων κεφαλαίων, τα οποία ο χρηματοδοτούμενος φορέας προσβλέπει να προσφερθούν από μεγάλο αριθμό προσώπων, δια μέσου μίας ηλεκτρονικής πλατφόρμας, ώστε να χρησιμοποιηθούν για την προώθηση ενός σχεδίου ή μίας επιχειρηματικής δραστηριότητας ή για την εξυπηρέτηση προσωπικών αναγκών, βλ. σχετικά σε *Μούζουλα*, Πρακτικά ζητήματα εταιρικού δικαίου από τη συμμετοχική επένδυση (Crowd – Investing), ΧρΠΔ 2016, 715· Ο όρος αυτός εμφανίστηκε πρώτη φορά το 2006, στην ιστοσελίδα Wordspy.com, επινοήθηκε δε από δύο δημοσιογράφους του Wired Magazine, τους Jeff Howe και Mark Robinson. Βλ. σχετικά σε *Μούζουλα*, Η συμμετοχική επένδυση (crowd – investing), ΝοΒ 2017, 809, όπου γίνεται μνεία στο παρελθόν και ειδικότερα στο έτος 1875, οπότε και μέρος της χρηματοδότησης του αγάλματος της Ελευθερίας διασφαλίστηκε με πρόσκληση για δωρεές, υπό διάφορες μορφές όπως συμμετοχή σε θέματα, καταβολή φόρων, αγορά λαχείων, πωλήσεις ομοιωμάτων του αγάλματος αλλά και στο έτος 2012, οπότε επιτελέστηκε χρηματοδότηση της προεκλογικής εκστρατείας του Barack Obama, στις Η.Π.Α., με δωρεές από οπαδούς του, ιδίως μέσω του Internet.

⁶ *Ταρναρίδου*, Σύγχρονα ζητήματα της οικογενειακής επιχείρησης (25^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου – Ναύπλιο, 6, 7 & 8 Νοεμβρίου 2015), 2016, 195.

⁷ Η πληθοχρηματοδότηση μπορεί να αποτελέσει σημαντική πηγή μη τραπεζικής χρηματοδότησης και, με τον τρόπο αυτό, να προωθήσει τον πρωταρχικό στόχο της Ένωσης Κεφαλαιαγορών, που συνίσταται στη στήριξη της χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης και των ιδιωτικών επενδύσεων προς όφελος της δημιουργίας θέσεων εργασίας και της οικονομικής μεγέθυνσης.

κατά γενικό κανόνα με περιορισμένα επενδυτικά ποσά, και η τρίτη ένα διαμεσολαβητικό οργανισμό με τη μορφή παρόχου υπηρεσιών, ο οποίος φέρνει σε επαφή τους κύριους των έργων και τους επενδυτές μέσω μιας *διαδικτυακής πλατφόρμας*.

Στην Ελλάδα, αυτή τη στιγμή, λειτουργούν αρκετές πλατφόρμες crowdfunding⁸, αν και σε άλλα κράτη μέλη της Ε.Ε. παρατηρείται ότι αυτές έχουν αναπτυχθεί σε μεγάλο βαθμό. Η διαφορετική ανάπτυξη του συγκεκριμένου μοντέλου χρηματοδότησης από χώρα σε χώρα οδήγησε αναντίρρητα τον ενωσιακό νομοθέτη προς ενίσχυση και έλεγχο της εσωτερικής αγοράς στη σύνταξη πρότασης Κανονισμού σχετικά με τους Ευρωπαϊούς παρόχους υπηρεσιών πληθοχρηματοδότησης για επιχειρήσεις⁹.

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να αναφερθεί σε μία εκ των μορφών υπό τις οποίες μπορεί να λειτουργήσει το crowdfunding, ήτοι στο **crowdinvesting**, υπό την ελληνική διατύπωση *συμμετοχική επένδυση*, κατά την οποία οι υποψήφιοι επενδυτές αποκτούν κινητές αξίες (μετοχές) της υπό χρηματοδότηση εταιρείας μέσω της ηλεκτρονικής πλατφόρμας συμμετέχοντας κατά τον τρόπο αυτό στο κεφάλαιο της εταιρείας. Στην ως άνω μορφή αφιερώνεται η παρούσα εργασία, το περιεχόμενο της οποίας εξαντλείται στην αναφορά των χαρακτηριστικών γνωρισμάτων που έχει ως διαδικασία και πως αυτή διακρίνεται από τις άλλες μορφές του crowdfunding και στην παράθεση όλων εκείνων των νομικών ζητημάτων που αναφύονται από την πρόσφατη ψήφιση του ν. 4416/2016, σύμφωνα με τον οποίο θεσμοθετήθηκε για πρώτη φορά για τα ελληνικά δεδομένα το crowdinvesting.

⁸ Βλ. ενδεικτικά τις κάτωθι ιστοσελίδες, στο περιεχόμενο των οποίων μπορεί να παρατηρήσει κανείς τις ηλεκτρονικές πλατφόρμες που λειτουργούν στην Ελλάδα, ήτοι: <https://www.giveandfund.com/giveandfund/homepage>· <http://www.youthhelp.gr/>· <https://startupper.gr/>· <https://www.opencircleproject.com/>· <https://www.groopio.com/>· <http://www.winnersfund.com/>· <http://greekfund.gr/subscribe/>· <http://www.oneup.gr:9380/homepage>· Ιδιαίτερη έμφαση πρέπει να δοθεί στο πρόγραμμα act4Greece, το οποίο πραγματοποιείται με την υποστήριξη της Εθνικής Τράπεζας και τη στρατηγική συνεργασία με φορείς και ιδρύματα εγνωσμένου κύρους και προσφοράς, όπως το Ίδρυμα Ωνάση, το Κοινωνικό Ίδρυμα Ιωάννη Λάτση, το Ίδρυμα Μποδοσάκη, την Ελληνική Εθνική Επιτροπή για την UNESCO και το Ελληνικό Δίκτυο για την Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη, βλ. σχετικά την ιστοσελίδα: <http://www.fortunegreece.com/article/proti-platforma-crowdfunding-stin-ellada-parousiastike-stis-vrixelles/> (ανάρτηση στο διαδίκτυο 02-06-2016).

⁹ Βλ. ανωτ. υποσημ 3.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ

Ι. Η ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ «ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ» ΤΟΥ CROWDFUNDING ΚΑΙ Ο ΝΟΜΟΣ JOBS Act

Οι υπηρεσίες της Επιτροπής της Ε.Ε. παρακολουθώντας τις εξελίξεις στην αγορά πληθοχρηματοδότησης επί σειρά ετών, κατέληξαν στο συμπέρασμα¹⁰ ήταν, ότι κατά τη δεδομένη χρονική συγκυρία δεν υπήρχε επιτακτική ανάγκη για παρέμβαση πολιτικής σε επίπεδο Ε.Ε., πλην όμως ανέλαβαν τη δέσμευση να παρακολουθούν τη συγκεκριμένη αγορά και, έκτοτε, έχουν συλλέξει σημαντικά στοιχεία για την ύπαρξη φραγμών στη διασυνοριακή δραστηριότητα και στην ανάπτυξη της εσωτερικής αγοράς, μέσω διαβουλεύσεων με τα ενδιαφερόμενα μέρη και τους λοιπούς εμπλεκόμενους φορείς. Όπως ήδη αναφέρθηκε εισαγωγικά η ολοένα αυξανόμενη εμφάνιση του crowdfunding ως μορφή χρηματοδότησης επιχειρήσεων σε ορισμένα κράτη-μέλη εν συγκρίσει με έτερα κράτη, ανέδειξε την ανάγκη να προβλεφθεί ένα νομοθετικό κείμενο που θα δεσμεύει όλα τα κράτη-μέλη με ενιαίο τρόπο, προκειμένου να καταστεί η συγκεκριμένη μέθοδος χρηματοδότησης ευρύτερα διαθέσιμη στο σύνολο των κρατών μελών προς όφελος όσων αναζητούν κεφάλαια, καθώς και όσων επενδύουν.

Ήδη με την πρόσφατη πρόταση Κανονισμού¹¹, καθιερώνεται ένα ευρωπαϊκό σήμα¹² για πλατφόρμες πληθοχρηματοδότησης με μορφή κεφαλαιοδότησης (επένδυσης η οποία συνεπάγεται συμμετοχή στο κεφάλαιο) ή δανειοδότησης και επιδιώκεται, μέσω αυτής, να διευκολυνθεί η επέκταση της πληθοχρηματοδότησης σε ολόκληρη την εσωτερική αγορά και να βελτιωθεί η πρόσβαση όλων των εμπλεκόμενων μερών σ' αυτό το είδος της χρηματοδότησης¹³. Η δε επιλογή

¹⁰ Βλ. την ανακοίνωση της Επιτροπής προς το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, το Συμβούλιο, την Ευρωπαϊκή Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή και την Επιτροπή των Περιφερειών με τίτλο «Αξιοποίηση των δυνατοτήτων της συμμετοχικής χρηματοδότησης στην Ευρωπαϊκή Ένωση», COM (2014) 172 final, της 27.3.2014 και το έγγραφο εργασίας των υπηρεσιών της Επιτροπής που δημοσιεύτηκε τον Μάιο του 2016 και είναι διαθέσιμο στη διεύθυνση: <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/10102/2016/EN/10102-2016-154-EN-F1-1.PDF>.

¹¹ Βλ. ανωτ. υποσημ. 3.

¹² Το εν λόγω σήμα θα μπορούν να επιλέγουν οι πλατφόρμες όταν επιθυμούν να ασκήσουν διασυνοριακή επιχειρηματική δραστηριότητα ενώ ταυτόχρονα με τον τρόπο αυτό θα εξασφαλίζεται η λήψη της άδειας λειτουργίας τους άπαξ.

¹³ Όπως παρατηρείται στο προοίμιο των αναλύσεων της νέας πρότασης της Επιτροπής αυτός είναι και ο λόγος για τον οποίο τα μοντέλα πληθοχρηματοδότησης που βασίζονται σε δωρεές και άλλες μορφές μη οικονομικής ανταμοιβής εξαιρούνται από το πεδίο εφαρμογής της παρούσας πρωτοβουλίας. Σύμφωνα με την άποψη που υιοθετείται, σε ευρωπαϊκό επίπεδο, η συμπερίληψη των συγκεκριμένων επιχειρηματικών μοντέλων θα είχε δυσανάλογο χαρακτήρα, δεδομένου ότι δεν αφορούν χρηματοπιστωτικά προϊόντα και

καθιέρωσης ευρωπαϊκού σήματος συμβάλει στην ελεύθερη επιλογή των κρατών-μελών να διατηρούν είτε το εθνικό καθεστώς με αντίστοιχους κανόνες για την προστασία των επενδυτών είτε να ακολουθούν την ευρωπαϊκή νομοθεσία.

Είναι δε γεγονός ότι μέχρι να φθάσουμε στην ως άνω πρόταση Κανονισμού, ο εκάστοτε πάροχος υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης προσάρμοζε τα επιχειρηματικά του μοντέλα στο εκάστοτε εθνικό πλαίσιο κανόνων, που όμως ήταν διαφορετικό από τα άλλα εθνικά δίκαια και επομένως δεν υπήρχε ομοιόμορφη εφαρμογή κανόνων δικαίου, αποτελούσε δε αποκλειστικό έργο των εθνικών αρχών να επιλέξουν ποιούς κανόνες θα εφαρμόσουν για τη ρύθμιση αυτού του είδους της χρηματοδότησης. Παρατηρήθηκε, παράλληλα, ότι οι επενδυτές αποθαρρύνονταν από το να πραγματοποιούν διασυνοριακές επενδύσεις μέσω πλατφορμών πληθοχρηματοδότησης, ενώ και οι πάροχοι υπηρεσιών πληθοχρηματοδότησης που διαχειρίζονταν τις πλατφόρμες αυτές αποθαρρύνονταν από το να προσφέρουν τις υπηρεσίες τους σε άλλο κράτος-μέλος από εκείνο στο οποίο ήταν εγκατεστημένοι. Με τον τρόπο αυτό το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο προχώρησαν στην ως άνω πρόταση δίδοντας έμφαση στο ότι το νέο νομοθετικό πλαίσιο που θα δημιουργηθεί θα πρέπει να συμβάλει δυναμικά στην ανάπτυξη της επιχειρηματικής αυτής χρηματοδότησης που εξελίσσεται με γοργούς ρυθμούς, παράλληλα δε να προστατευθεί αποτελεσματικά ο επενδυτής.

Αξίζει να αναφερθεί επιπρόσθετα ότι ορισμένα κράτη-μέλη¹⁴ έχουν ήδη θεσπίσει σχετική νομοθεσία για το crowdfunding και οι πλατφόρμες τους αδειοδοτούνται και λειτουργούν υπό υφιστάμενες ενωσιακές ρυθμίσεις, όπως η οδηγία για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων (MiFID II)¹⁵, η οδηγία για τις υπηρεσίες πληρωμών (PSD)¹⁶ και η οδηγία σχετικά με τους διαχειριστές οργανισμών

την ασύμμετρη πληροφόρηση που δημιουργούν τα εν λόγω προϊόντα. Να ληφθεί δε υπόψη ότι, η ενωσιακή νομοθεσία για την προστασία των καταναλωτών εφαρμόζεται ήδη στην πληθοχρηματοδότηση με μη οικονομική ανταμοιβή, προβλέποντας αυστηρούς κανόνες για τη διαφύλαξη των συμφερόντων του καταναλωτή, επομένως, καθίσταται αναγκαία η πρόβλεψη κανόνων για τα μοντέλα συμμετοχικής χρηματοδότησης που προϋποθέτουν οικονομική συνδιαλλαγή του επενδυτή.

¹⁴ https://www.wardynski.com.pl/wp-content/uploads/2017/10/ECN_Crowdfunding_Review_2017.pdf, όπου γίνεται μία ανασκόπηση σε όλες τις νομοθεσίες crowdfunding διάφορων κρατών συμπεριλαμβανομένης και της Ελλάδας.

¹⁵ Με το ν. 4514/2018 «Αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και άλλες διατάξεις» ενσωματώθηκε στην ελληνική νομοθεσία η Οδηγία 2014/65/ΕΕ (MiFID II) για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων.

¹⁶ Βλ. Οδηγία 2015/2366/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 25ης Νοεμβρίου 2015 σχετικά με υπηρεσίες πληρωμών στην εσωτερική αγορά, την τροποποίηση των οδηγιών 2002/65/ΕΚ, 2009/110/ΕΚ και 2013/36/ΕΕ και του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 1093/2010 και την κατάργηση της οδηγίας 2007/64/ΕΚ.

εναλλακτικών επενδύσεων (AIFMD)¹⁷. Ειδικότερα, στο **Ηνωμένο Βασίλειο** ο ρυθμιστικός φορέας (Αρχή Χρηματοοικονομικής Συμπεριφοράς = FCA), εισήγαγε ένα σύνολο κανονισμών τον Απρίλιο του 2014¹⁸. Η νομοθεσία αυτή ρυθμίζει τη μορφή loan-based crowdfunding (άλλως peer-to-peer lending)¹⁹, τη μορφή investment-based crowdfunding²⁰ (το λεγόμενο crowdinvesting), τη μορφή donation-based crowdfunding²¹ και τη μορφή rewards-based crowdfunding²². Το 2016 έγινε αναθεώρηση της ρύθμισης για τις ως άνω δύο μορφές, loan-based και investment-based crowdfunding, θέτοντας νέους κανόνες και κατευθυντήριες γραμμές για τις πλατφόρμες συγκέντρωσης δανείων (γνωστές και ως πλατφόρμες «peer-to-peer») και τον Ιούλιο του 2018 συντάχθηκε το Consultation Paper CP18/20²³.

Στη **Γερμανία**²⁴, τέθηκε στις 10 Ιουλίου του 2015 ο νόμος περί προστασίας των (μικρο)επενδυτών, ο οποίος καλείται Kleinanlegerschutzgesetz (KASG) και ρυθμίζει αφενός τα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης (partiarische Nachrangdarlehen) κι αφετέρου το μοντέλο χρηματοδότησης σύμφωνα με το οποίο επιτρέπεται στις επιχειρήσεις να εισπράττουν χρηματικά ποσά για έργα έως και 2,5 εκατομμύρια ευρώ χωρίς να απαιτείται η τήρηση ενημερωτικού δελτίου. Η εν λόγω όμως εξαίρεση ισχύει μόνο στην περίπτωση που συλλέγονται χρήματα μέσω δανείων μειωμένης εξασφάλισης με συμμετοχή στα κέρδη (partiarische Nachrangdarlehen). Με λίγα λόγια, ο νόμος περί προστασίας των (μικρο)επενδυτών (Kleinanlegerschutzgesetz) προβλέπει: Καμία απαίτηση για ενημερωτικό δελτίο μέχρι το κατώτατο όριο των 2,5 εκατομμυρίων ευρώ ανά σχέδιο, όπως ήδη αναφέρθηκε, το συνολικό ποσό επένδυσης για κάθε επενδυτή περιορίζεται σε μέγιστο ποσό 10.000€, αν υπερβεί το όριο των 1.000 ευρώ, οι επενδυτές πρέπει να συμμορφωθούν με περαιτέρω

¹⁷ Βλ. ν. 4209/2013 με τον οποίο ενσωματώθηκε στην εθνική νομοθεσία η Οδηγία 2011/61/ΕΕ (AIFMD) για τους Διαχειριστές Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων (ΔΟΕΕ).

¹⁸ Βλ. <https://www.fca.org.uk/firms/authorisation/when-required/crowdfunding>.

¹⁹ Αποτελεί τη σημαντικότερη και την πιο διαδεδομένη μορφή συμμετοχικής χρηματοδότησης και συνίσταται στο ότι εν προκειμένω ιδιώτες δανείζουν μία επιχείρηση, με αντάλλαγμα τόκο για το κεφάλαιο του δανείου. Εμφανίζεται υπό δύο μορφές, την άμεση (peer to peer) και την έμμεση (τιτλοποίηση).

²⁰ Το crowdinvesting μπορεί να λάβει χώρα είτε με τη συνακόλουθη συμμετοχή στο επιχειρηματικό σχέδιο (equity – based crowd – funding) είτε με την έκδοση ομολογιών ή με απολαβές από τα κέρδη (profit – sharing crowd – funding) .

²¹ Η μορφή αυτή χρηματοδότησης συνίσταται στο ότι ιδιώτες προσφέρουν δωρεές σε ένα έργο ή σε μία επιχείρηση, χωρίς να λαμβάνουν κανένα οικονομικό ή υλικό αντάλλαγμα.

²² Η μορφή αυτή χρηματοδότησης συνίσταται στο ότι ιδιώτες προσφέρουν δωρεές σε ένα έργο ή σε μία επιχείρηση με την προσδοκία να λάβουν σε μεταγενέστερο στάδιο κάποια ανταμοιβή με χρηματοοικονομικής φύσεως (συμβολικό αντικείμενο), όπως προϊόντα ή υπηρεσίες, ως αντάλλαγμα για τη συνεισφορά τους.

²³ Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp18-20.pdf>.

²⁴ Βλ. Troeger, Remarks on the German Regulation of Crowdfunding, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3048885.

απαιτήσεις, όπως το εισόδημά τους, οι επιχειρήσεις (Kapitalgesellschaften) δεν περιορίζονται στο απόλυτο ανώτατο όριο επένδυσης ύψους 10.000 ευρώ ανά επενδυτή, οι ηλεκτρονικές πλατφόρμες χρειάζονται άδεια σύμφωνα με το γερμανικό εμπόριο και το νόμο περί βιομηχανικής ρύθμισης (Gewerbeordnung), στο πλαίσιο της γερμανικής τραπεζικής (Kreditwesengesetz) ή του γερμανικού νόμου περί εμπορίας κινητών αξιών (Wertpapierhandelsgesetz) ενώ θεσπίζεται υποχρεωτικό δικαίωμα υπαναχώρησης (Widerrufsrecht) από την επένδυση για τους επενδυτές. Αξίζει δε να παρατηρηθεί ότι ο συνολικός όγκος της γερμανικής αγοράς το 2015 ανήλθε σε περίπου 272 εκατομμύρια ευρώ²⁵ ενώ η γερμανική αγορά επενδύσεων πλήθους αυξήθηκε κατά μέσο όρο κατά 220% ετησίως μεταξύ 2011 και 2015.

Στη Γαλλία, ήδη από το 2014 έχει θεσπιστεί ειδικός κανονισμός crowdfunding²⁶, συγκεκριμένα δε έχουν δημιουργηθεί δύο συγκεκριμένες μορφές για τις πλατφόρμες, δηλαδή οι τελευταίες μπορούν να λειτουργούν είτε με τη μορφή συμβούλου επενδύσεων (CIP – conseil en investissement participative) είτε με τη μορφή επενδυτικού διαμεσολαβητή (IFP - intermédiaire en financement participatif). Επιπλέον, στο τέλος του 2015, η συνολική γαλλική αγορά crowdfunding αποτελούταν από περίπου 80 ενεργές πλατφόρμες, ενώ το 2016 ο αριθμός τους σταθεροποιήθηκε μετά από δύο έτη συνεχούς αύξησης και συνακόλουθα έφθασαν οι πλατφόρμες CIP στον αριθμό 58 και οι πλατφόρμες IFP στον αριθμό 31. Με βάση δε την έκθεση της γαλλικής Ένωσης Crowdfunding «Finance Participatif France» (μη κερδοσκοπική ένωση που συγκεντρώνει μεγάλο αριθμό γαλλικών πλατφόρμων) το Φεβρουάριο του 2017, υπήρχαν περισσότερα από 2,6 εκατομμύρια crowdfunding στη Γαλλία το 2016 εν συγκρίσει με 2,3 εκατομμύρια που υπήρχαν το 2015.

²⁵ Βλ. σχετικά στην ιστοσελίδα: <https://www2.deloitte.com/dl/en/pages/legal/articles/crowdfunding-in-deutschland.html> (πρόσβαση στο διαδίκτυο 19-05-2018).

²⁶ Το γαλλικό νομικό πλαίσιο για τις δραστηριότητες crowdfunding που ισχύουν από την 1η Οκτωβρίου 2014 εγκρίθηκε στις 30 Μαΐου 2014 και περιγράφεται λεπτομερώς στο διάταγμα με αριθ. 2014-559 αλλά και στο διάταγμα με αριθ. 2014-1053 με ημερομηνία 16 Σεπτεμβρίου 2014. Ο γαλλικός κανονισμός αναθεωρήθηκε την 1η Οκτωβρίου 2016 με την έναρξη ισχύος του νόμου με αριθμ. 2015-990 της 6ης Αυγούστου 2015, γνωστό ως "Loi Macron", όπως αυτός μεταγενέστερα τροποποιήθηκε με το διάταγμα αριθ. 2016-520 με ημερομηνία 28 Απριλίου 2016 και με το διάταγμα αριθ. 2016-1453 με ημερομηνία 28 Οκτωβρίου 2016. Μετά την έγκριση αυτού του νέου συνόλου κανόνων, το Règlement Général της AMF (Autorité des Marchés Financiers), ο οποίος τροποποιήθηκε με υπουργική απόφαση με ημερομηνία 12 Οκτωβρίου 2016 πλέον προβλέπονται σχετικές ρυθμίσεις για την καταπολέμηση της νομιμοποίησης εσόδων από παράνομες δραστηριότητες και αντιτρομοκρατικές ρυθμίσεις αναφορικά με τις ηλεκτρονικές πλατφόρμες.

Στις ΗΠΑ, πριν ακόμα θεσπιστεί τον Απρίλιο του 2012 ο νόμος *JOB Act*²⁷ (Jumpstart Our Business Startups Act), είχε ήδη αναπτυχθεί η πληθοχρηματοδότηση σε όλες τις μορφές της. Σύμφωνα με τον *JOB Act*, η χρηματοδότηση μικρών επιχειρήσεων μέχρι 1.000.000 δολάρια είναι δυνατή από απεριόριστο αριθμό προσώπων, με συγκεκριμένους περιορισμούς (π.χ. περιορισμός δύο χιλιάδων (2.000) δολαρίων ανά επενδυτή με ετήσιο εισόδημα κατώτερο των εκατό χιλιάδων 100.000) δολαρίων, ενώ παράλληλα υπάρχει η εξής διάρθρωση στις διατάξεις: Title II – General Solicitation (σύμφωνα με τη ρύθμιση αυτή ο επιχειρηματίας μπορεί να συγκεντρώνει απεριόριστο ποσό κεφαλαίου από επενδυτές και πελάτες υπό την προϋπόθεση ότι οι επενδυτές είναι διαπιστευμένοι), Title III – Retail Crowdfunding (σύμφωνα με τη ρύθμιση αυτή επιτρέπεται σε οποιαδήποτε εταιρεία που έχει συσταθεί στις Η.Π.Α. να αποδεχθεί προσφορές έως και 1 εκατομμύριο δολάρια σε κάθε κυλιόμενη περίοδο δώδεκα μηνών αφού δημοσιεύσει την καμπάνια για επενδύσεις στην πλατφόρμα), and Title IV – Regulation A+ (σύμφωνα με τη ρύθμιση αυτή προβλέπεται εξαίρεση για τις εταιρείες στις Η.Π.Α. και στον Καναδά γιατί αυτές δεν υποχρεούνται να υποβάλλουν αναφορές για προσφορές που ανέρχονται σε 50 εκατομμύρια δολάρια σε δωδεκάμηνη περίοδο)²⁸. Να σημειωθεί, όμως ότι οι δύο τελευταίες ρυθμίσεις αφορούν μόνο εταιρείες που έχουν την έδρα τους στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής και στον Καναδά.

II. ΣΧΕΤΙΚΟ ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Στη **χώρα μας** ψηφίστηκε ο νόμος 4416/2016²⁹, που τέθηκε σε ισχύ από 07-09-2016, ενσωματώνοντας την οδηγία 2014/91/ΕΕ³⁰. Ο λόγος που οδηγηθήκαμε στη

²⁷ Ο *JOB Act* αποσκοπεί στην ενθάρρυνση της χρηματοδότησης μικρών επιχειρήσεων στις Ηνωμένες Πολιτείες, διευκολύνοντας πολλούς από τους κανονισμούς για τις κινητές αξίες της χώρας. Πέρασε με διπλωματική υποστήριξη και υπογράφηκε από τον Πρόεδρο Μπαράκ Ομπάμα στις 5 Απριλίου 2012. Ο τίτλος III, γνωστός και ως νόμος *CROWDFUND*, έχει τραβήξει τη μεγαλύτερη προσοχή επειδή δημιουργεί έναν τρόπο για τις εταιρείες να χρησιμοποιούν το *crowdfunding* για την έκδοση χρεογράφων, κάτι που δεν είχε προηγουμένως επιτραπεί. Ο τίτλος II τέθηκε σε ισχύ στις 23 Σεπτεμβρίου 2013. Στις 30 Οκτωβρίου 2015, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ενέκρινε τελικούς κανόνες που επιτρέπουν τη συγκέντρωση κεφαλαίων τίτλου III. Βλ. σχετικά στην ιστοσελίδα <https://www.crowdfundinsider.com/what-is-the-jobs-act/>.

²⁸ https://www.wardynski.com.pl/wp-content/uploads/2017/10/ECN_Crowdfunding_Review_2017.pdf.

²⁹ Βλ. ΦΕΚ/Α/160/06-09-2016. Ο εν λόγω νόμος τροποποίησε το ν. 4099/2012, το ν. 3606/2007 περί αγορών χρηματοπιστωτικών μεσών και άλλων διατάξεων καθώς και το ν. 3401/2005 περί ενημερωτικού δελτίου δημόσιας προσφοράς κινητών αξιών και εισαγωγής τους για διαπραγμάτευση. Ειδικότερα, στο άρθρο 1 του νόμου διευκρινίζεται το πρώτον ότι σκοπός και πεδίο εφαρμογής είναι η προσαρμογή της εθνικής νομοθεσίας στην Οδηγία

θέσπιση του ανωτέρω νομοθετικού κειμένου είναι αναμφίβολα η οικονομική κρίση που έπληξε τη χώρα μας και η οποία επηρέασε το ελληνικό τραπεζικό σύστημα και συνακόλουθα τις δυνατότητες χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και εταιρειών³¹. Ο Έλληνας νομοθέτης αντιλαμβανόμενος πλήρως τα ως άνω, προσπάθησε να εξεύρει αλλά και να τυποποιήσει εναλλακτικούς τρόπους χρηματοδότησης, προκειμένου να δοθεί η δυνατότητα στους Έλληνες επιχειρηματίες να αντλήσουν οικονομικούς πόρους εκτός τραπεζικής αγοράς³². Με τον τρόπο αυτό οδηγηθήκαμε στη θέσπιση της ελληνικής ρύθμισης για το crowdinvesting, ήτοι τη συμμετοχική επένδυση που όπως ήδη σημειώθηκε αποτελεί τη μία εκ των πολλών μορφών υπό τις οποίες μπορεί να λειτουργήσει το crowdfunding (η πληθοχρηματοδότηση). Ενώ, η ελληνική πρωτοβουλία εκκίνησε υπό την ως άνω αρχή, σύμφωνα με την οποία ήταν επιτακτική ανάγκη να ενισχυθούν οι ελληνικές επιχειρήσεις και να επινοηθούν και άλλοι τρόποι εξεύρεσης εταιρικών κεφαλαίων, εντούτοις η ως άνω νομοθετική ρύθμιση κρίνεται ανεπιτυχής αν όχι ελλιπής, όπως θα εξειδικευθεί κατωτέρω, όσον αφορά στο ενημερωτικό δελτίο καθώς και στη διαφήμιση της εν λόγω χρηματοδότησης. Το νέο νομοθετικό κείμενο ψηφίστηκε χωρίς να ληφθεί υπόψη ότι στη χώρα μας δεν υπάρχει διαμορφωμένη αγορά στον τομέα αυτό με αποτέλεσμα να υπάρξει ρύθμιση χωρίς όμως να γνωρίζουμε όλες εκείνες τις παραμέτρους ακόμα και τις νομικές σύμφωνα με τις οποίες θα μπορούσε η μορφή της πληθοχρηματοδότησης, το crowdinvesting να λειτουργήσει.

2014/91/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 23ης Ιουλίου 2014 «για την τροποποίηση της Οδηγίας 2009/65/ΕΚ, του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 13ης Ιουλίου 2009 για το 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», η οποία έχει ενσωματωθεί με το ν. 4099/2012. Πέραν όμως, της ανωτέρω τροποποίησης, ο ν. 4416/2016 με τα άρθρα 23 και 24, τροποποίησε εν μέρει τους ν. 3401/2005 περί του ενημερωτικού δελτίου και ν. 3606/2007 περί των αγορών χρηματοπιστωτικών μέσων.

³⁰ Βλ. Οδηγία 2014/91/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 23ης Ιουλίου 2014 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.

³¹ Πρβλ. σχετικά *Serdaris*, The Regulation of Crowdinvesting under the Greek Securities Laws, posted on 08 Feb 2017, e- library: <https://papers.ssrn.com/sol3/results.cfm>.

³² Σύμφωνα με την αιτιολογική έκθεση του νέου νόμου λόγω της συνεχιζόμενης κρίσης και λόγω της διαρκούς ανάγκης για ρευστότητα που αντιμετωπίζουν οι επιχειρήσεις, η συμμετοχική χρηματοδότηση έχει αποδειχθεί τον τελευταίο καιρό μία καλή εναλλακτική δυνατότητα για τις επιχειρήσεις καθώς με τον τρόπο αυτό αποφεύγεται ο τραπεζικός δανεισμός.

III. ΟΙ ΠΛΑΤΦΟΡΜΕΣ ΠΟΥ ΛΕΙΤΟΥΡΓΟΥΝ ΣΕ ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΙ ΣΕ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ

Οι δέκα πιο γνωστές ηλεκτρονικές πλατφόρμες για το έτος 2018³³ είναι η Kickstarter, η Indiegogo, η Patreon, η GoFundMe, Crowdrise, η PledgeMusic, η Razoo, η RocketHub, η Crowdfunder και η Give. Στο διαδίκτυο λειτουργούν περισσότερες από 450 πλατφόρμες με τις προβλέψεις να ομιλούν για πάνω από 2.000 πλατφόρμες μέσα στο έτος 2016³⁴, προσφέροντας στους επενδυτές τη δυνατότητα να χρηματοδοτήσουν επιχειρήσεις με καινοτόμες προτάσεις τεχνολογίας, επιχειρήσεις με φιλανθρωπικές δράσεις επιχειρήσεις με καλλιτεχνική δραστηριότητα ή και επιστημονικό χαρακτήρα.

Στην Ελλάδα, η αγορά δεν είναι τόσο ανεπτυγμένη εν συγκρίσει με τα άλλα κράτη, καθώς το ελληνικό επενδυτικό κοινό δεν είναι ιδιαίτερος εξοικειωμένο με τη χρήση της ηλεκτρονικής πλατφόρμας και συνεπώς ο Έλληνας νομοθέτης δεν είχε να αντλήσει δεδομένα χρήσιμα για το έργο του, με αποτέλεσμα η ρύθμιση σε αρκετά σημεία να μπορεί να χαρακτηριστεί ελλιπής. Εάν εξαιρέσει κανείς ότι λειτουργούν αρκετές πλατφόρμες ηλεκτρονικές (βλ. σχετικά ως άνω σημ. 8) μέσω των οποίων λαμβάνει χώρα χρηματοδότηση είτε βάσει δωρεάς είτε βάσει ανταμοιβής, crowdinvesting platforms υπάρχουν λιγότες. Το μόνο παράδειγμα τέτοιας πλατφόρμας αποτελεί η **OpenCircle** που ιδρύθηκε το έτος 2014, η οποία όμως συνεργάζεται με διάφορες εταιρείες επενδύσεων που έχουν τη σχετική άδεια και μπορούν να παρέχουν επενδυτικές συμβουλές και άλλες παρεμφερείς υπηρεσίες στους επενδυτές. Η πλατφόρμα αυτή³⁵ έχει χρηματοδοτήσει ένα μόνο project, ενώ δεν υπάρχει κάποια πληροφορία για το κεφάλαιο το οποίο εν τέλει συγκεντρώθηκε με αποτέλεσμα δεν μπορεί κανείς βασιζόμενος στην ύπαρξη αυτής της πλατφόρμας να ομιλεί για αγορά crowdinvesting στην Ελλάδα. Η πλατφόρμα **Winners Fund**, η οποία ιδρύθηκε το έτος 2015, δεν φαίνεται μέχρι και σήμερα να έχει εκκινήσει κάποιο project, ενώ και η **ClassFund** η οποία δημιουργήθηκε για επένδυση μέσω συμμετοχικής χρηματοδότησης, έχει καταλήξει περισσότερο να μοιάζει με κοινωνικό δίκτυο το οποίο φέρνει κοντά διάφορους επαγγελματίες του χώρου με εταιρείες και με επενδυτές απ' όλο τον κόσμο³⁶.

³³ Σύμφωνα με την ιστοσελίδα <https://www.inc.com/larry-kim/op-10-crowdfunding-platforms-of-2018.html>.

³⁴ Drake, 2000 Global Crowdfunding Sites to Choose from by 2016: Top 5 Growth Indicators, article in huffingtonpost.com.

³⁵ Βλ. σχετικά στην ιστοσελίδα <http://www.opencirclecapital.it/>.

³⁶ Serdaris, The Regulation of Crowdinvesting under the Greek Securities Laws, posted on 08 Feb 2017, σε: <https://papers.ssrn.com/sol3/results.cfm>.

IV. ΟΙ ΜΟΡΦΕΣ ΕΜΦΑΝΙΣΗΣ ΤΟΥ CROWD-FUNDING

1. Συμμετοχική δανειοδότηση από ιδιώτες (Peer-to-peer lending or Lending – based or loan based)

Αποτελεί τη σημαντικότερη και την πιο διαδεδομένη μορφή συμμετοχικής χρηματοδότησης και συνίσταται στο ότι εν προκειμένω ιδιώτες δανείζουν μία επιχείρηση, με αντάλλαγμα τόκο για το κεφάλαιο του δανείου. Εμφανίζεται υπό δύο μορφές, την άμεση (peer to peer) και την έμμεση (τιτλοποίηση).

Στην περίπτωση του άμεσου δανεισμού, η πλατφόρμα επιτελεί τρεις βασικές λειτουργίες: πιστωτική διαμεσολάβηση, διαχείριση χρημάτων και είσπραξη χρεών. Εν προκειμένω, η πλατφόρμα λειτουργεί ως μεσίτης πιστώσεων συλλέγοντας κεφάλαια από τους χρηματοδότες, έναντι κάποιου ανταλλάγματος, ενώ παρέχει στις δανειοδοτούμενες επιχειρήσεις τη δυνατότητα να χρηματοδοτηθούν χωρίς να υποχρεούνται να χορηγήσουν εξασφάλιση. Από την άλλη, ο έμμεσος δανεισμός που είναι και περισσότερο διαδεδομένος τρόπος δανεισμού, υποστηρίζεται³⁷ ότι θα μπορούσε να λειτουργεί στην Ελλάδα μέσω του οχήματος της τιτλοποίησης απαιτήσεων (άρθρ. 10 ν. 3156/2003). Τα κεφάλαια συγκεντρώνεται στο επίπεδο του οχήματος ειδικού σκοπού, που κατέχει τις μετοχές της εταιρείας, η οποία θα υλοποιήσει το σχέδιο που χρηματοδοτείται (εταιρεία στόχος)³⁸.

Το κοινό, στην εν λόγω μορφή της συμμετοχικής χρηματοδότησης, δανείζει χρήματα σε μια εταιρεία βάσει συμφωνίας ότι τα χρήματα θα επιστραφούν με τόκο. Ομοιάζει πολύ με τον παραδοσιακό δανεισμό από τράπεζα, με τη διαφορά ότι στην προκειμένη περίπτωση λαμβάνει χώρα δανεισμός της επιχείρησης από πολλούς επενδυτές. Αποτελεί άμεση εναλλακτική λύση με την οποία οι εταιρείες μπορούν να δανειζονται απευθείας από δεκάδες, ενίοτε και εκατοντάδες, ιδιώτες που είναι πρόθυμοι να δανείσουν. Στη μορφή αυτή του crowd-funding οι συμμετοχικοί δανειστές συχνά υποβάλλουν προσφορές για δάνεια προτείνοντας το επιτόκιο με το οποίο επιθυμούν να δανείσουν ενώ οι δανειζόμενοι αποδέχονται τις προσφορές των δανείων αυτών με το χαμηλότερο επιτόκιο. Παρατηρείται, συνεπώς, ότι υπάρχει μεγαλύτερη ευελιξία ως προς το επιτόκιο καθώς αποτελεί αντικείμενο συμφωνίας μεταξύ των συμβαλλόμενων μερών και με τον τρόπο αυτό μία επιχείρηση δύναται να

³⁷ Βλ. σχετικά σε Ρόκα/Γκόρτσο/Μικρουλέα (2016³), 656.

³⁸ Μούζουλας, Πρακτικά ζητήματα εταιρικού δικαίου από τη συμμετοχική επένδυση (Crowd – Investing), ΧρΙΔ 2016, 716.

εξεύρει χρηματοδότηση με ευνοϊκότερους όρους που σε αντίθετη περίπτωση δε θα τη λάμβανε από τραπεζικό ίδρυμα.

Πέραν όμως των ανωτέρω λεχθέντων τίθεται, επιπρόσθετα, η εξής εύλογη παρατήρηση: Μπορεί η ηλεκτρονική πλατφόρμα να αποδέχεται τον εν λόγω δανεισμό των επενδυτών και να μην προσκρούει νομικά σε κάποιο πρόσχωμα; Στο εν λόγω ερώτημα πρέπει εκ πρώτης όψεως να δοθεί αρνητική απάντηση καθώς βάσει του άρθρου 9 του ν. 4261/2014 που έχει θεσπιστεί για την πρόσβαση στη δραστηριότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων και την προληπτική εποπτεία πιστωτικών ιδρυμάτων και επιχειρήσεων (δυνάμει του οποίου ενσωματώθηκε στην ελληνική έννομη τάξη η Οδηγία 2013/36/ ΕΕ και καταργήθηκε ο ν. 3601/2007), ρητά κατοχυρώνεται η απαγόρευση σε πρόσωπα ή επιχειρήσεις εκτός των πιστωτικών ιδρυμάτων της δραστηριότητας αποδοχής καταθέσεων ή άλλων επιστρεπτέων κεφαλαίων από το κοινό.

Επί το ειδικότερον, στο εν λόγω άρθρο προβλέπεται ότι: 1. Απαγορεύεται σε φυσικά ή νομικά πρόσωπα που δεν αποτελούν πιστωτικά ιδρύματα η κατ' επάγγελμα αποδοχή καταθέσεων χρημάτων ή άλλων επιστρεπτέων κεφαλαίων από το κοινό. 2. α) *Με την επιφύλαξη των ειδικών διατάξεων της νομοθεσίας*, απαγορεύεται επίσης η κατ' επάγγελμα χορήγηση δανείων ή λοιπών πιστώσεων, εφόσον δεν έχει παρασχεθεί προς το σκοπό αυτόν ειδική άδεια της Τράπεζας της Ελλάδος. Οι όροι για τη χορήγηση άδειας για την κατ' επάγγελμα χορήγηση δανείων ή λοιπών πιστώσεων καθορίζονται με απόφαση της Τράπεζας της Ελλάδος. β) Η απαγόρευση της προηγούμενης περίπτωσης δεν καταλαμβάνει τη χορήγηση δανείων ή λοιπών πιστώσεων με οποιονδήποτε τρόπο (περιλαμβανομένης της εκδόσεως πιστωτικών καρτών), εφόσον πρόκειται είτε περί δανείων ή λοιπών πιστώσεων μεταξύ επιχειρήσεων συνδεδεμένων, κατά την έννοια της παραγράφου 5 του άρθρου 42 ε' του κ.ν. 2190/1920, όπως ισχύει, είτε περί δανείων ή λοιπών πιστώσεων που χορηγούνται από επιχειρήσεις προς φυσικά ή νομικά πρόσωπα για την αγορά αγαθών ή υπηρεσιών που διατίθενται από την ίδια την παρέχουσα την πίστωση ή το δάνειο επιχείρηση. 3. Η απαγόρευση της παραγράφου 1 του παρόντος άρθρου δεν ισχύει: α) για την έκδοση τίτλων από το Ελληνικό Δημόσιο ή από νομικά πρόσωπα, εφόσον αυτό προβλέπεται από την ισχύουσα νομοθεσία, καθώς και β) για τη λήψη μετρητών ή επιστρεπτέων κεφαλαίων από επιχειρήσεις που εποπτεύονται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, κατά την άσκηση της κύριας επιχειρηματικής τους δραστηριότητας, σύμφωνα με την άδεια λειτουργίας που τους έχει παρασχεθεί, με βάση τις διατάξεις της ισχύουσας νομοθεσίας. 4. Για το ύψος του επιτοκίου και τον εν γένει εκτοκισμό, καθώς και τις λοιπές επιβαρύνσεις των δανείων ή λοιπών

πιστώσεων που χορηγούνται με βάση την ισχύουσα νομοθεσία από τις επιχειρήσεις παροχής πιστώσεων ή από άλλα χρηματοδοτικά ιδρύματα σύμφωνα με τα προβλεπόμενα στην άδεια λειτουργίας που τους έχει χορηγηθεί από την Τράπεζα της Ελλάδος ή από επιχειρήσεις, που δεν αποτελούν πιστωτικά ιδρύματα, για τη διενέργεια χρηματιστηριακών συναλλαγών, εφαρμόζονται τα ισχύοντα για τα πιστωτικά ιδρύματα.

Επί του συγκεκριμένου ζητήματος κρίθηκε σκόπιμο σε ευρωπαϊκό επίπεδο να προβλεφθεί η απαγόρευση στις ηλεκτρονικές πλατφόρμες της δυνατότητας να δέχονται καταθέσεις ή άλλα επιστρεπτέα κεφάλαια από το κοινό, εκτός αν έχουν λάβει άδεια λειτουργίας πιστωτικού ιδρύματος σύμφωνα με το άρθρο 8 της οδηγίας 2013/36/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου³⁹.

2. Συμμετοχική χρηματοδότηση βάσει δωρεάς (Donation based)

Η μορφή αυτή χρηματοδότησης συνίσταται στο ότι ιδιώτες προσφέρουν δωρεές σε ένα έργο ή σε μία επιχείρηση, χωρίς να λαμβάνουν κανένα οικονομικό ή υλικό αντάλλαγμα⁴⁰. Η εν λόγω μορφή έχει ιδιαίτερη απήχηση στο εξωτερικό, αφού γίνεται χρήση αυτής κυρίως κατά τη διενέργεια διάφορων εράνων και φιλανθρωπιών, ενώ τα κύρια χαρακτηριστικά της γνωρίσματα είναι η προσωπική επαφή όλων των εμπλεκόμενων μερών και η διαφάνεια στη διαδικασία της.

Παρατηρείται δε ότι και στη χώρα μας επιλέγεται ως μορφή χρηματοδότησης⁴¹ παρά το γεγονός ότι υπάρχουν απαγορευτικές διατάξεις της ελληνικής νομοθεσίας για τέτοιου είδους καμπάνιες δωρεών όπως θα εξειδικευθεί αμέσως κατωτέρω και παρά το ότι φορολογείται στην Ελλάδα με ποσοστό 40% δεδομένου ότι στην προκείμενη υπόθεση δεν υπάρχει κάποια συγγένεια μεταξύ των εμπλεκόμενων μερών.

³⁹ Οδηγία της 26ης Ιουνίου 2013, σχετικά με την πρόσβαση στη δραστηριότητα πιστωτικών ιδρυμάτων και την προληπτική εποπτεία πιστωτικών ιδρυμάτων και επιχειρήσεων επενδύσεων, για την τροποποίηση της οδηγίας 2002/87/ΕΚ και για την κατάργηση των οδηγιών 2006/48/ΕΚ και 2006/49/ΕΚ, ΕΕ L 176 της 27.6.2013, 338.

⁴⁰ Βλ. για το Crowdfunding σε Ρόκα/Γκόρτσο/Μικρουλέα, Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου, Μέρος Β΄ Ιδιωτικό Τραπεζικό Δίκαιο - Το δίκαιο των τραπεζικών συμβάσεων, 2016³, 655.

⁴¹ Βλ. σχετικά: http://www.huffingtonpost.gr/entry/dorea-46-ekat-dolarion-apo-te-unicef-yia-ten-ekpaideese-ton-paidion-sto-afghanistan_gr_5a48aed2e4b025f99e1c2532, (ημερ. προσβ. 12-11-2018), όπου αναφέρεται ότι το Ταμείο των Ηνωμένων Εθνών για την Παιδική Ηλικία (UNICEF) θα χορηγήσει στο Αφγανιστάν χρηματοδότηση ύψους 46 εκατομμυρίων δολαρίων προκειμένου παιδιά που στερούνται την πρόσβαση στο εκπαιδευτικό σύστημα της χώρας να πάνε στο σχολείο.

Είναι δε γεγονός ότι παρόμοιες διατάξεις για τις δωρεές μπορεί κανείς να εξεύρει διάσπαρτες στο δίκαιο μας, καθώς ήδη ο ΑΚ με το άρθρ. 122, προβλέπει τις επιτροπές εράνων που αποτελούνται από πέντε τουλάχιστον μέλη, που έχουν ως σκοπό να συγκεντρώσουν χρήματα ή άλλα αντικείμενα με εράνους, γιορτές ή άλλα παρόμοια μέσα, για την εξυπηρέτηση ορισμένου σκοπού δημόσιου ή κοινωφελούς (Επιτροπές εράνων), αποκτούν προσωπικότητα με διάταγμα.

Δυνάμει δε του ν. 5101/1931 τίθεται το νομοθετικό πλαίσιο περί ενεργείας εράνων και λαχειοφόρων ή φιλανθρωπικών αγορών, στο άρθρ. 1 του οποίου ορίζεται ότι από της ισχύος του παρόντος νόμου απαγορεύονται οι πάσης φύσεως έρανοι και λαχειοφόροι ή φιλανθρωπικά αγοραί, ως και η διά παντός άλλου τούτου συλλογή χρημάτων η αντικειμένων. Ενώ με το άρθρ. 19 παρ.1 του ν. 2889/2001 ορίζεται ότι: 1. Σε εξαιρετικές περιπτώσεις, που από το σύνολο των περιστάσεων κρίνονται δικαιολογημένες για την αποκατάσταση της υγείας οικονομικά αδυνάτων ατόμων, που πάσχουν από ανίατες ή δυσίατες ασθένειες ή έχουν υποστεί βαριές σωματικές κακώσεις, μπορεί, με αιτιολογημένες αποφάσεις του Υπουργού Υγείας και Πρόνοιας, να εγκρίνεται η συγκέντρωση χρημάτων με τραπεζικούς λογαριασμούς, που έχουν ανοιχτεί στο όνομα των παραπάνω προσώπων ή αυτών που έχουν την επιμέλειά τους, κατά παρέκκλιση των διατάξεων του ν. 5101/1931 «περί ενεργείας εράνων και λαχειοφόρων ή φιλανθρωπικών αγορών» και να αποδίδονται εν όλω ή εν μέρει τα χρήματα που συγκεντρώθηκαν στα παραπάνω πρόσωπα. Χρηματικά ποσά που συγκεντρώθηκαν μέσω τραπεζικών λογαριασμών, κατά παράβαση των διατάξεων του ν. 5101/1931 και δεν έχουν κατασχεθεί κατά το άρθρο 20 του νόμου αυτού ούτε έχουν αποδοθεί εν όλω ή εν μέρει, κατά το προηγούμενο εδάφιο, αναζητούνται οποτεδήποτε από τους καταθέτες τους, με την προσκόμιση της απόδειξης κατάθεσης. Σε περίπτωση μερικής απόδοσης, του ποσού που συγκεντρώθηκε, στους δικαιούχους του τραπεζικού λογαριασμού, η αξίωση επιστροφής του καταθέτη περιορίζεται αναλόγως. Χρηματικά ποσά, που έχουν κατασχεθεί κατά το άρθρο 20 του ν. 5101/1931 ή παραμένουν τρία χρόνια από το άνοιγμα του τραπεζικού λογαριασμού χωρίς να διατεθούν υπέρ των δικαιούχων και χωρίς να αναζητηθούν από τους καταθέτες τους, διατίθενται υπέρ κοινωφελών ιδρυμάτων και σωματείων με σκοπούς παρεμφερείς προς το σκοπό για τον οποίο ανοίχθηκε ο τραπεζικός λογαριασμός, με κοινές αποφάσεις των Υπουργών Οικονομικών και Υγείας και Πρόνοιας.

Σύμφωνα δε με το άρθρ. 2 του ν. 5101/1931, όπως ισχύει κατόπιν της τροποποίησης του ν. 3672/1957, προβλέπεται ότι: 1. Εις εξαιρετικές μόνον περιπτώσεις και επί τω τέλει πληρώσεως γενικού φιλανθρωπικού σκοπού ή της

εκτελέσεως έργου κοινής ωφελείας, δύναται να επιτραπεί, κατόπιν αδειάς εκδιδομένης κατά τās διατάξεις του άρθρ. 6 του παρόντος Νόμου, η συλλογή εράνων ή η ενέργεια φιλανθρωπικών αγορών: α) Εις νομίμως ανεγνωρισμένα σωματεία, ιδρύματα κλπ. β) Εις επιτροπές συγκροτούμενας κατά τās διατάξεις του Α. Κώδικος. 2. Εν ουδεμιά περιπτώσει επιτρέπεται η χορήγησις αδειάς διενεργείας εράνου ή αγοράς, χάριν των μελών σωματείου τινός ή κατηγορίας τινός προσώπων. 2. Οι έρανοι ενεργούνται είτε διά περιφοράς κιβωτιδίων είτε διά προσωπικών εισφορών, επί τη βάσει διπλοτύπων αποδείξεων.

Περαιτέρω και η διάταξη 496 του ΑΚ ορίζει την έννοια της δωρεάς και προβλέπει ότι είναι η παροχή σε κάποιον ενός περιουσιακού αντικειμένου, αν γίνεται κατά τη συμφωνία των μερών χωρίς αντάλλαγμα. Βάσει όμως του άρθρ. 505 ΑΚ ο δωρητής έχει το δικαίωμα να ανακαλέσει τη δωρεά, αν ο δωρεοδόχος φάνηκε με βαρύ του παράπτωμα αχάριστος απέναντι στο δωρητή ή στο σύζυγο ή σε στενό συγγενή του και ιδίως αν αθέτησε την υποχρέωσή του να διατρέψει το δωρητή. Κατά τη διάταξη του άρθρου 509 παρ. 1 του ΑΚ η ανάκληση της δωρεάς γίνεται με άτυπη σχετική δήλωση του δωρητή προς τον δωρεοδόχο. Η δήλωση αυτή, η οποία συνιστά άσκηση διαπλαστικού δικαιώματος του δωρητή, επιφέρει τα έννομα αποτελέσματά της (ήτοι ανατρέπονται αυτοδικαίως τα έννομα αποτελέσματα της ενοχικής σύμβασης της δωρεάς για το μέλλον) από την περιέλευσή της στον δωρεοδόχο και υπό την προϋπόθεση ότι ο λόγος της ανάκλησης είναι αληθινός και μπορεί να δικαιολογήσει την ανάκληση⁴².

Δεδομένων των ως άνω λεχθέντων που ισχύουν βάσει του δικαιώματος ανάκλησης από τη διάταξη 505 του ΑΚ, είναι γεγονός ότι γεννάται το ερώτημα κατά πόσο θα μπορούσε να ομιλήσει κανείς για δυνατότητα ανάκλησης της δωρεάς που πραγματοποιείται μέσω της συμμετοχικής χρηματοδότησης (donation – based crowdfunding). Εν προκειμένω εγείρονται διάφορα ζητήματα προστασίας που εμφανίζονται στο πρόσωπο του επενδυτή – δωρητή που επί της ουσίας δωρίζει χρηματικό ποσό στην επιχείρηση που θέλει (δωρεοδόχος) μέσω της πλατφόρμας, αλλά εν συνεχεία για κάποιο λόγο μετανιώνει για την αμέσως προηγούμενη κίνηση του (δωρεά) και επιθυμεί πλέον την επιστροφή των χρημάτων που έχει δώσει. Στη συγκεκριμένη περίπτωση, είναι, εξεταστέο, κατ' αρχάς, κατά πόσο το συγκεκριμένο είδος χρηματοδότησης, δύναται να υπαχθεί στην έννοια της δωρεάς του ΑΚ, ήτοι εάν περιέχει τα essentialia negotii της συγκεκριμένης δικαιοπραξίας. Εκ πρώτης όψεως

⁴² ΕφΔυτΜακεδον 13/2012· ΕφΘεσ 1490/2011· Εφίωαν 307/2004, άπασες ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ.

μάλλον δεν τα διαθέτει, αφού πράγματι, δεν αποτελεί σύμβαση, με την οποία ο επενδυτής – δωρητής αναλαμβάνει την υποχρέωση να παράσχει στην δωρεοδόχο επιχείρηση ένα περιουσιακό αντικείμενο. Περισσότερο θα μπορούσε κανείς να ισχυριστεί ότι αποτελεί υλική πράξη του επενδυτή απέναντι στην εταιρεία και κατά συνέπεια, παρά το ότι υπάρχουν τα λοιπά στοιχεία της δωρεάς, όπως το ότι γίνεται χωρίς αντάλλαγμα, το ότι μειώνεται η περιουσία εκ των πραγμάτων του επενδυτή και παράλληλα αυξάνεται αυτή (περιουσία) της επιχείρησης κατά την αξία της δωρεάς του επενδυτή, εντούτοις, δε μπορεί να γίνει δεκτό ότι αποτελεί δωρεά κατά τον ΑΚ. Όπως δε χαρακτηριστικά, διατυπώνεται στη θεωρία⁴³ και μεν η δωρεά αποτελεί περίπτωση ελευθεριότητας, πλην όμως η τελευταία σε αντίθεση με τη δωρεά, δεν απαιτείται σύμβαση, αλλά αρκεί και μονομερής ή οιονεί δικαιοπραξία ή ακόμα και υλική πράξη, ενώ επιπλέον η μείωση της περιουσίας του δότη και η αύξηση της περιουσίας του λήπτη δεν αποτελούν ουσιώδη στοιχεία για την έννοια της. Κατά συνέπεια, κατά την άποψή μας, δεν μπορεί να τύχει αναλογικής εφαρμογής σ' αυτή τη μορφή χρηματοδότησης, η δυνατότητα του δωρητή – επενδυτή να ανακαλέσει τη δωρεά του προς την επιχείρηση, όπως αυτή προβλέπεται ως διαπλαστικό δικαίωμα εν γένει του δωρητή στον ΑΚ.

3. Συμμετοχική χρηματοδότηση βάσει ανταμοιβής (Reward based and prepurchase)

Η μορφή αυτή χρηματοδότησης συνίσταται στο ότι ιδιώτες προσφέρουν δωρεές σε ένα έργο ή σε μία επιχείρηση με την προσδοκία να λάβουν σε μεταγενέστερο στάδιο κάποια ανταμοιβή με χρηματοοικονομικής φύσεως (συμβολικό αντικείμενο), όπως προϊόντα ή υπηρεσίες, ως αντάλλαγμα για τη συνεισφορά τους. Ενδέχεται το αντάλλαγμα να συνίσταται και στο τελικό προϊόν, το οποίο θα παραχθεί από τη χρηματοδοτούμενη επιχείρηση, το οποίο ουσιαστικά ο χρηματοδοτών προαγοράζει από την εταιρεία μέσω της εκ των προτέρων ενίσχυσης στην παραγωγή του. Στην περίπτωση δε που το εγχείρημα ευοδωθεί, ο αγοραστής μπορεί να αγοράσει το προϊόν σε χαμηλότερη τιμή από εκείνη που θα το αγοράσει κάποιος τρίτος, ενώ αν το εγχείρημα αποτύχει, ο αγοραστής δεν έχει κανένα όφελος.

Σύνηθες παράδειγμα αποτελεί ένα έργο ή μια επιχείρηση που προσφέρει μια μοναδική υπηρεσία (ανταμοιβή) ή ένα νέο προϊόν (προπώληση) ως αντάλλαγμα για

⁴³ Βλ. Γεωργιάδη, Εγχειρίδιο Ειδικού Ενοχικού Δικαίου, 2014, 28.

την επένδυση. Με αυτή τη μορφή συμμετοχικής χρηματοδότησης οι εταιρείες έχουν τη δυνατότητα να διαθέσουν ένα προϊόν στην αγορά έχοντας ήδη καταχωρίσει παραγγελίες στα βιβλία τους και έχοντας εξασφαλίσει ταμειακές ροές (κάτι που αποτελεί σημαντικό ζήτημα για τις νέες επιχειρήσεις), ενώ επιτυγχάνεται επίσης η συγκέντρωση κοινού πριν από τη διάθεση ενός προϊόντος στην αγορά. Πρόκειται για μια δημοφιλή επιλογή για νεοσύστατες επιχειρήσεις και επιχειρηματίες καθώς αποτελεί έναν τρόπο χρηματοδότησης της εισόδου νέων εταιρειών ή προϊόντων στην αγορά ενώ παρατηρείται ότι είναι κατάλληλη επιλογή για εκείνες τις επιχειρήσεις που θέλουν να εισάγουν στην αγορά προϊόντα και υπηρεσίες καινοτόμου χαρακτήρα.

4. Χρηματοδότηση μέσω ανταλλάγματος δικαιώματος εκμετάλλευσης (Royalty scheme)

Η συγκεκριμένη μορφή αποτελεί συνέχεια της χρηματοδότησης ανταλλάγματος, πλην όμως περιέχει εμμέσως και μία συμμετοχή στην χρηματοδοτούμενη επιχείρηση. Ο χρηματοδότης εν προκειμένω συμβάλλει στην ανάπτυξη μιας ιδέας ή ενός προϊόντος και ως αντάλλαγμα δικαιούται να συμμετέχει στα κέρδη από την πώληση του προϊόντος ή της διάθεσης της υπηρεσίας, μέσω της παροχής μιας περιορισμένης χρονικά και μη αποκλειστικής άδειας εκμετάλλευσης κυρίως προϊόντων διανοητικής και πνευματικής ιδιοκτησίας όπως είναι ένα μουσικό ή κινηματογραφικό έργο, οι ψηφιακές υπηρεσίες κλπ.

5. Υβριδικά μοντέλα

Προσφέρουν στις επιχειρήσεις τη δυνατότητα να συνδυάσουν στοιχεία από περισσότερα από ένα είδος συμμετοχικής χρηματοδότησης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ

Ι. ΕΝΝΟΙΑ – ΓΕΝΙΚΗ ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΟΥ CROWDINVESTING ΚΑΙ Η ΠΑΡΑΘΕΣΗ ΤΩΝ ΝΕΩΝ ΔΙΑΤΑΞΕΩΝ ΣΤΟΝ ΗΔΗ ΥΠΑΡΧΟΝΤΑ ΝΟΜΟ 3606/2007 ΜΕ ΤΟ Ν. 4416/2016

Η συμμετοχική επένδυση, ως μορφή συμμετοχικής χρηματοδότησης, μπορεί να πραγματοποιηθεί με βάση περισσότερα μοντέλα, καθένα από τα οποία θα εκφράζει τις ιδιαιτερότητες του εκάστοτε επιδιωκόμενου στόχου. Το crowd – investing⁴⁴ μπορεί να λάβει χώρα είτε με τη συνακόλουθη συμμετοχή στο επιχειρηματικό σχέδιο (equity – based crowdfunding)⁴⁵ είτε με την έκδοση ομολογιών⁴⁶ ή με απολαβές από τα κέρδη⁴⁷ (profit – sharing crowdfunding)⁴⁸. Στη θεωρία⁴⁹ όμως υπάρχει και άλλη διάκριση της έννοιας της συμμετοχικής επένδυσης καθώς σύμφωνα με την άποψη αυτή η εν λόγω έννοια καλύπτει τη χρηματοδότηση με συμμετοχή στα κέρδη⁵⁰ και τη χρηματοδότηση με την έκδοση τίτλων⁵¹.

Σε αντιδιαστολή με το crowd – investing, να διευκρινιστεί ότι **την έννοια γένους αποτελεί η συμμετοχική χρηματοδότηση, άλλως στην ξενόγλωσση διατύπωση crowd – funding** για την οποία έχει γίνει ανωτέρω λόγος και η οποία ορίζεται ως χρηματοδότηση επιχειρηματικών σχεδίων μέσω της άντλησης κεφαλαίων από το κοινό με κύρια χαρακτηριστικά τη μικρή συμμετοχή ανά επενδυτή, την ευρεία

⁴⁴ Αναφορικά με τις σχετικές δομές του crowd investing που ακολουθούνται στο επίπεδο των κρατών μελών της Ε.Ε. βλ. στην ESMA, Investment-based crowdfunding, Insights from regulators in the EU, 13 May 2015/ESMA/2015/856 Ann 1.

⁴⁵ Βλ. σχετικά για τον ορισμό αυτό *Serdaris*, The Regulation of Crowdfunding under the Greek Securities Laws, posted on 08 Feb 2017, σε: <https://papers.ssrn.com/sol3/results.cfm>.

⁴⁶ *Stucki*, Financer une enterprise par le crowdfunding, Les nouvelles regles du crowdfunding, 2014, 21.

⁴⁷ European Banking Authority, Opinion on lending-based crowdfunding, EBA/Op/2015/03, 26 February 2015, 8.

⁴⁸ *Μούζουλα*, ΧρΠΔ 2016, 715, όπου γίνεται μνεία ότι αυτές οι ομολογίες, οι οποίες εκδίδονται σε αντιστοίχιση των επενδύσεων των προσώπων που χρηματοδοτούν, μπορεί μάλιστα να αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε δευτερογενή αγορά, συνιστούν δε κινητές αξίες και ότι κάποιες πλατφόρμες ενεργούν και ως ενδιάμεσοι για την πώληση αυτών των ομολογιών.

⁴⁹ Βλ. Ανακοίνωση της Επιτροπής προς το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, το Συμβούλιο, την Ευρωπαϊκή Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή και την Επιτροπή των Περιφερειών με τίτλο «Αξιοποίηση των δυνατοτήτων της συμμετοχικής χρηματοδότησης στην Ευρωπαϊκή Ένωση», COM (2014) 172 final, της 27.3.2014.

⁵⁰ Το σύστημα συμμετοχής στα κέρδη υπόσχεται ένα μέρος των μελλοντικών κερδών που θα αποφέρει το χρηματοδοτούμενο επιχειρηματικό σχέδιο.

⁵¹ Βλ. *Μούζουλα*, ΧρΠΔ 2016, 715 όπου σημειώνεται ότι η συμμετοχική χρηματοδότηση που βασίζεται σε αγορές τίτλων συνεπάγεται την έκδοση μετοχών ή χρεογράφων για τους συνεισφέροντες· *Ταρναρίδου*, Η Οικογενειακή επιχείρηση ως νέα επενδυτική προοπτική – Σύγχρονα ζητήματα της οικογενειακής επιχείρησης (25^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου) 2016, 197.

χρήση του διαδικτύου και των μέσων κοινωνικής δικτύωσης, την αμεσότητα μεταξύ εκδότη και επενδυτή, την απουσία συμβούλων έκδοσης και αναδόχων και την ποικιλία ως προς τις μορφές που μπορεί να λάβει ως διαδικασία⁵².

Νομοθετικό πλαίσιο στη χώρα μας, μέχρι πρότινος, σχετικό με τη θέσπιση κανόνων λειτουργίας και της εν γένει πρόβλεψης της διαδικασίας της συμμετοχικής χρηματοδότησης με τη μορφή της συμμετοχικής επένδυσης είναι γεγονός ότι δεν υπήρχε. **Πρώτη φορά για τα ελληνικά δεδομένα, θεσπίστηκε ο ν. 4416/2016 που απλά τοποθετεί τη συμμετοχική επένδυση στο εν γένει πλαίσιο των χρηματοοικονομικών – επενδυτικών υπηρεσιών.** Μάλιστα, παρατηρείται ότι ο ως άνω νόμος ρυθμίζει μόνο τη συμμετοχική επένδυση, ως μορφή συμμετοχικής χρηματοδότησης και όχι τις άλλες μορφές αυτής στις οποίες έχει γίνει μνεία ανωτέρω⁵³. Στο σημείο, όμως, αυτό να αναφερθεί ότι στην Πρόταση του Κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τους Ευρωπαίους παρόχους υπηρεσιών πληθοχρηματοδότησης για επιχειρήσεις ήδη από το άρθρ. 2 αυτού γίνεται λόγος για μη εφαρμογή του υπό κρίση Κανονισμού στους παρόχους εκείνους που έχουν αδειοδοτηθεί σύμφωνα με το άρθρ. 7 της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και εύλογα τίθεται ο εξής προβληματισμός μήπως ο Έλληνας νομοθέτης πάλι όλως πρόχειρα και βιαστικά προχώρησε στην εν λόγω ψήφιση του νέου νόμου.

Παρατηρείται δηλαδή ότι μέσω του ως άνω νομοθετικού πλαισίου οι φορείς που διαχειρίζονται ηλεκτρονικές πλατφόρμες συμμετοχικής επένδυσης υπάγονται στο αυστηρό νομοθετικό καθεστώς που έχει διαμορφωθεί από το δίκαιο της παροχής επενδυτικών υπηρεσιών του ν. 3606/2007 σε αντίθεση με άλλα δίκαια σύμφωνα με τα οποία εφαρμόζουν στη συμμετοχική επένδυση ειδικούς κανόνες για τη διενέργεια εν γένει της χρηματοδότησης των φορέων, χωρίς δηλαδή, να την υπαγάγουν στις

⁵² Βλ. σχετικά *Κουλορίδα*, Η μικροχρηματοδότηση πλήθους – crowdfunding – Νομικά και κανονιστικά ζητήματα, σε: <https://eclass.aueb.gr/modules/document/file.php/MISC216/crowdfunding.pdf>, όπου το crowd – funding το ονομάζει «μικροχρηματοδότηση πλήθους» άλλως «συμμετοχική χρηματοδότηση».

⁵³ Όπως, άλλωστε παρατηρείται στη μέχρι τώρα αναπτυχθείσα θεωρία, ήτοι *Μούζουλας*, ΔΕΕ 2017, 474, αυτή η παράλειψη του Έλληνα νομοθέτη δεν θα πρέπει να θεωρηθεί ότι έχει την έννοια της απαγόρευσης διενέργειας συμμετοχικής χρηματοδότησης με οποιαδήποτε άλλη μορφή πέραν αυτής της συμμετοχικής επένδυσης, απλά οι περιορισμοί και οι δικλίδες προστασίας που ισχύουν για την εν λόγω μορφή (συμμετοχική επένδυση), δεν θα εφαρμόζονται υποχρεωτικά στη συμμετοχική χρηματοδότηση με άλλη μορφή, παρά μόνο στο μέτρο που θα παρέχονται επενδυτικές υπηρεσίες. Παρατηρητέο, επίσης τυγχάνει το ότι ο ν. 4416/2016 δεν περιέχει καθόλου διατάξεις σχετικά με τα ζητήματα που σχετίζονται με πληρωμές, κατά τη διάρκεια συμμετοχικής επένδυσης.

επενδυτικές υπηρεσίες⁵⁴. Η επιλογή αυτή του Έλληνα νομοθέτη μάλλον δημιουργεί περισσότερα προβλήματα απ' όσα πίστευε ότι θα επιλύσει καθώς ήδη από τη αρχή περιορίζονται τόσο οι φορείς που μπορούν να αδειοδοτηθούν σχετικά προς τούτο όσο και οι υπηρεσίες που δύνανται αυτοί να παράξουν.

Πιο συγκεκριμένα, δυνάμει του άρθρου 24 του ν. 4416/2016 εισάγονται **νέες** διατάξεις στα άρθρα 12 και 25 του ν. 3606/2007⁵⁵ στις ήδη υπάρχουσες, αφού πλέον προβλέπονται τα κάτωθι:

Όσον αφορά στο άρθρο 12 του ν. 3606/2007 προστίθεται παράγραφος 14, ως εξής: «14. Οι ΑΕΠΕΥ, οι ΑΕΔΟΕΕ και τα πιστωτικά ιδρύματα της παρ. 6 του άρθρου 1 του ν. 3401/2005 γνωστοποιούν άμεσα στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ή την Τράπεζα της Ελλάδος, κατά περίπτωση, την πρόθεσή τους **να διαχειριστούν ηλεκτρονικά συστήματα**, μέσω των οποίων **προσφέρονται κινητές αξίες** με τους όρους και τις προϋποθέσεις που προβλέπονται στην αυτή παράγραφο 6 του άρθρου 1 του ν. 3401/2005, 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 οι κινητές αξίες των οποίων θα προσφέρονται μέσω των συστημάτων τους, καθώς και τις διαδικασίες παρακολούθησης και συμμόρφωσης με τις προϋποθέσεις της παραγράφου 11 του άρθρου 25 του παρόντος νόμου. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ή η Τράπεζα της Ελλάδος κατά περίπτωση, μπορεί να αντιταχθεί σε αυτή την πρόθεσή τους, εάν κρίνει ότι δεν πληρούνται οι οργανωτικές προϋποθέσεις του άρθρου αυτού, μέσα σε διάστημα δύο (2) μηνών από την υποβολή όλων των προβλεπόμενων στοιχείων. Με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ή της Τράπεζας της Ελλάδος, κατά περίπτωση, μπορεί να εξειδικεύονται οι παραπάνω οργανωτικές προϋποθέσεις για τη λειτουργία του συστήματος, καθώς και να προσδιορίζονται τα στοιχεία που θα πρέπει να υποβάλουν οι ΑΕΠΕΥ και οι ΑΕΔΟΕΕ της παρούσης παραγράφου και τα πιστωτικά ιδρύματα για τη δραστηριότητα αυτή.»

⁵⁴ Όπως παρατηρείται από το *Μούζουλα*, ΝοΒ 2017, 811, το σύστημα κανόνων που διέπουν τη συμμετοχική επένδυση όφειλε να είναι ελαστικό για να επιτρέψει την ανάπτυξη της σχετικής δραστηριότητας, να διασφαλίζει περισσότερο εμπιστοσύνη ανάμεσα στα εμπλεκόμενα μέρη και να μην επιβαρύνεται υπέρμετρα η σχετική διαδικασία.

⁵⁵ Όπως σημειώνεται στην αιτιολογική έκθεση του ν. 4416/2016 έπρεπε να υπάρξει μία ρύθμιση με την οποία θα ήταν δυνατή η σύζευξη, μέσω μίας πλατφόρμας, του επενδυτικού ενδιαφέροντος από τη μία μεριά και της ανάγκης των εταιρειών για εξεύρεση μετόχων από την άλλη. Για το λόγο αυτό επιλέχθηκε μεν η ρύθμιση των διατάξεων εντός του χώρου της κεφαλαιαγοράς αλλά με λιγότερο αυστηρό νομικό πλαίσιο.

Όσον αφορά στο άρθρο 25 του ν. 3606/2007 προστίθεται παράγραφος 11 ως εξής: «11. Οι ΑΕΠΕΥ, οι ΑΕΔΟΕΕ και τα πιστωτικά ιδρύματα που διαχειρίζονται **ηλεκτρονικά συστήματα** μέσω των οποίων προσφέρονται κινητές αξίες, σύμφωνα με την παρ. 6 του άρθρου 1 του ν. 3401/2005, πρέπει να παρέχουν στους πελάτες ή τους δυνητικούς πελάτες πληροφόρηση για τις προσφορές αυτές, που περιλαμβάνει τουλάχιστον τα εξής:

- i. πληροφορίες για τη νομική κατάσταση του εκδότη,
- ii. επισκόπηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας του εκδότη,
- iii. πληροφορίες για πιθανά επενδυτικά σχέδια του εκδότη,
- iv. πληροφορίες για τους μετόχους / εταίρους με ποσοστό πάνω από πέντε τοις εκατό (5%) και για το κεφάλαιο. Περιγραφή κάθε γνωστής στον εκδότη συμφωνίας, της οποίας η εφαρμογή θα μπορούσε, σε μεταγενέστερη ημερομηνία, να επιφέρει αλλαγές όσον αφορά στον έλεγχο του εκδότη,
- v. πληροφορίες για τη διοίκηση του εκδότη,
- vi. πληροφορίες για τυχόν συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ διοίκησης, μετόχων του εκδότη και Α.Ε.Π.Ε.Υ. που παρέχει την παρεπόμενη υπηρεσία της περίπτωσης α' της παρ. 2 του άρθρου 4 του ν. 3606/2007, ΑΕΔΟΕΕ του άρθρου 6 παρ. 4 του ν. 4209/2013 ή πιστωτικού ιδρύματος που διαμεσολαβεί,
- vii. πληροφορίες για τον τόπο δημοσίευσης των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων του εκδότη (π.χ. ιστοσελίδα του εκδότη, ΓΕΜΗ, κ.τ.λ.),
- viii. πληροφορίες σχετικά με τις κινητές αξίες που προσφέρονται και τους όρους της προσφοράς (π.χ. τρόπος κατανομής των κινητών αξιών σε περίπτωση υπερκάλυψης της προσφοράς, παράδοση κινητών αξιών κ.α.),
- ix. περιγραφή των δικαιωμάτων (ψήφου, πληροφόρησης) που αποκτά ο επενδυτής,
- x. διακριτή παράθεση των παραγόντων κινδύνου που συνδέονται με τον εκδότη, τον τομέα δραστηριότητάς του και τις κινητές αξίες που προσφέρονται,
- xi. προειδοποίηση ότι η επένδυση δεν είναι άμεσα ρευστοποιήσιμη και υπάρχει ενδεχόμενο ολικής απώλειας κεφαλαίου,
- xii. παράθεση των προσώπων που είναι υπεύθυνα για τις παραπάνω πληροφορίες,

xiii. προειδοποίηση ότι οι παραπάνω πληροφορίες δεν εγκρίνονται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς μπορεί να εξειδικεύονται οι υποχρεώσεις πληροφόρησης που προβλέπονται παραπάνω για τις Α.Ε.Π.Ε.Υ. και τις ΑΕΔΟΕΕ της παρούσης παραγράφου και τα πιστωτικά ιδρύματα, να καθορίζονται τα τεχνικά μέσα εφαρμογής τους, καθώς και κάθε άλλη αναγκαία λεπτομέρεια.»

II. ΜΟΡΦΕΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ

Στη συμμετοχική επένδυση εμπλέκονται, όπως ήδη σημειώθηκε, συνήθως⁵⁶ τρία μέρη, ήτοι η *επιχείρηση* που προτίθεται να υλοποιήσει το χρηματοδοτούμενο με αυτόν τον τρόπο σχέδιο, η οποία είναι συνήθως μία μη εισηγμένη και μικρού μεγέθους ή start up εταιρεία, ο *επενδυτής* που προβαίνει στη χρηματοδότηση και η *πλατφόρμα* που λειτουργεί ως ενδιάμεσος στη σύνδεση της επιχείρησης και του επενδυτή.

Η χρηματοδότηση έγκειται στην **έκδοση** είτε από το φορέα που προωθεί το σχέδιο είτε από άλλη οντότητα, όχημα ειδικού σκοπού ή οργανισμό συλλογικών επενδύσεων, **κινητών αξιών τις οποίες αποκτούν οι επενδυτές ως αντάλλαγμα για την εισφορά κεφαλαίων προς υλοποίηση του σχεδίου. Η απόκτηση των κινητών αξιών πραγματοποιείται είτε άμεσα είτε έμμεσα, συνακόλουθα δε η επενδυτής καθίσταται beneficial owner των τίτλων.**

1. Άμεση μορφή συμμετοχικής επένδυσης

Η επένδυση μέσω της συμμετοχικής χρηματοδότησης μπορεί να διενεργηθεί άμεσα στην επιχείρηση που αναζητά χρηματοδότηση, χωρίς επομένως την παρεμβολή κανενός τρίτου μέρους. Εκδίδονται τίτλοι χωρίς όμως να ομαδοποιούνται οι επενδυτές σε μία ειδική επενδυτική οντότητα που έχει ενδιάμεση θέση μεταξύ αυτών και της προς χρηματοδότηση εταιρείας. Περίπτωση άμεσης επένδυσης στην προς χρηματοδότηση επιχείρηση συνιστά και η απόκτηση κινητών αξιών μέσω

⁵⁶ Γιατί ενδέχεται η πλατφόρμα και η προς χρηματοδότηση επιχείρηση να είναι ο ίδιος φορέας.

ενδιάμεσου προσώπου αλλά όταν ο επενδυτής γίνεται beneficial owner των αξιών ενώ η πλατφόρμα τις αποκτά στο όνομά της.

Εν προκειμένω, πρέπει να εξετασθεί κατά πόσο μπορεί να θεωρηθεί ο φορέας διαχείρισης της ηλεκτρονικής πλατφόρμας ότι χορηγεί δάνειο στην υπό χρηματοδότηση επιχείρηση υπό την έννοια του κατ' επάγγελμα δανεισμού. Ειδικότερα, σε ευρωπαϊκό επίπεδο ο κατ' επάγγελμα δανεισμός επιχειρήσεων δε ρυθμίζεται ως εποπτευόμενη δραστηριότητα⁵⁷ ενώ βάσει της Οδηγίας 2008/48/EK⁵⁸ η κατ' επάγγελμα παροχή καταναλωτικών πιστώσεων ρυθμίζεται με τέτοιο τρόπο ώστε τα κράτη μέλη να εξασφαλίζουν ότι οι δραστηριότητες των πιστωτικών τους φορέων εποπτεύονται από οργανισμό ή αρχή ανεξάρτητη από χρηματοπιστωτικό ίδρυμα ή διέπονται από κανονιστικές ρυθμίσεις. Στη χώρα μας δεν υπάρχει νομοθετικό πλαίσιο που να ρυθμίζει ειδικά το ζήτημα αυτό αναφορικά με την εξεταζόμενη περίπτωση της ηλεκτρονικής πλατφόρμας και τίθεται εύλογα το ερώτημα εάν θα μπορούσε να καθιερωθεί μία εξαίρεση με σχετική πράξη της ΤτΕ, δεδομένου ότι βάσει του άρθρ. 9 του ν. 4261/2014 απαγορεύεται κατ' επάγγελμα η αποδοχή καταθέσεων χρημάτων ή άλλων επιστρεπτέων κεφαλαίων από το κοινό και απαγορεύεται κατ' επάγγελμα η χορήγηση δανείων ή λοιπών πιστώσεων χωρίς άδεια της ΤτΕ, για το φορέα διαχείρισης της ηλεκτρονικής πλατφόρμας καθώς μέσω των επενδύσεων από το ευρύ κοινό που συγκεντρώνει, επί της ουσίας δανείζει την υπό χρηματοδότηση εταιρεία. Χαρακτηριστικά σημειώνεται ότι σε άλλες χώρες, όπως η Αγγλία, η Γαλλία και η Ισπανία⁵⁹ έχει εισαχθεί εθνικό δίκαιο σύμφωνα με το οποίο έχει καθιερωθεί ειδική άδεια ηλεκτρονικού μεσίτη συμμετοχικών πιστώσεων⁶⁰.

Ένα άλλο εξεταστέο ζήτημα είναι κατά πόσον θα ισχύει, εάν θεωρήσουμε το δάνειο αυτό ηλεκτρονικά διδόμενο, το επιτόκιο που ισχύει για τις εξωτραπεζικές συναλλαγές που σήμερα ανέρχεται σε 5,25%. Για την ενίσχυση της θέσης της συμμετοχικής επένδυσης υπό την άμεση μορφή της και προκειμένου να υλοποιηθούν όλα όσα αναφέρονται στο σκοπό θέσπισης του εν λόγω νομοθετήματος στην αιτιολογική του έκθεση, είναι αναγκαία η κατάργηση των περιορισμών του επιτοκίου

⁵⁷ Βλ. Κουλορίδα, Η μικροχρηματοδότηση πλήθους – crowdfunding – Νομικά και κανονιστικά ζητήματα, σε: <https://eclass.aueb.gr/modules/document/file.php/MISC216/crowdfunding.pdf>, όπου το crowd – funding το ονομάζει «μικροχρηματοδότηση πλήθους» άλλως «συμμετοχική χρηματοδότηση».

⁵⁸ Η Οδηγία 2008/48/EK μεταφέρθηκε στην ελληνική έννομη τάξη με την Κοινή Υπουργική Απόφαση Ζ1-699/23.06.2010.

⁵⁹ Βλ. Κουλορίδα, σε: <https://eclass.aueb.gr/modules/document/file.php/MISC216/crowdfunding.pdf>.

⁶⁰ Βλ. Κουλορίδα, σε: <https://eclass.aueb.gr/modules/document/file.php/MISC216/crowdfunding.pdf>.

για τα ηλεκτρονικά συμμετοχικά δάνεια προκειμένου να αποκτήσουν τη δυναμική και την ανταγωνιστική ισχύ απέναντι στον κλασσικό τραπεζικό δανεισμό. Άλλως επί της ουσίας δε θα διαφέρει ο δανεισμός αυτός με τον κλασσικό και δεν θα έχουν κανένα όφελος από τη συμμετοχή στη διαδικασία αυτή οι εμπλεκόμενοι φορείς. Κρίνεται, συνεπώς, αναγκαία η νομοθετική πρόβλεψη να χορηγείται ειδική άδεια από την ΤΤΕ στους φορείς που θα διαχειρίζονται την πλατφόρμα προκειμένου αυτοί με άμεσο τρόπο να χορηγούν οικονομική ενίσχυση στην υπό χρηματοδότηση εταιρεία, ταυτόχρονα δε να ορίζεται ότι η εν λόγω διαδικασία θα εξαιρείται από τους περιορισμούς του επιτοκίου για τις εξωτραπεζικές συναλλαγές σε μία προσπάθεια να γίνει με τον ιδιότυπο αυτό ηλεκτρονικό δανεισμό ουσιαστική και αποτελεσματική ενίσχυση του επιχειρείν εν συγκρίσει με τον τραπεζικό δανεισμό.

2. Έμμεση μορφή συμμετοχικής επένδυσης

Από την άλλη η επένδυση μέσω της συμμετοχικής χρηματοδότησης μπορεί να λάβει χώρα και έμμεσο τρόπο, όταν δηλαδή συμμετέχει ο επενδυτής σε όχημα ειδικού σκοπού που έχει συσταθεί για το σκοπό αυτό. Τα κεφάλαια των επενδυτών συγκεντρώνονται στο όχημα του ειδικού σκοπού που κατέχει τις μετοχές της εταιρείας, η οποία είναι αυτή που θα υλοποιήσει το σχέδιο που χρηματοδοτείται (εταιρεία στόχος). Το όχημα του ειδικού σκοπού διαθέτει την ισχύ να διαπραγματεύεται με την χρηματοδοτούμενη εταιρεία σχετικά με τους όρους συμμετοχής των επενδυτών στην τελευταία και όσον αφορά στο είδος των μετοχών που αυτοί θα αποκτήσουν, την τιμή τους αλλά και το χρόνο πώλησής τους. Σαφώς όμως και υπάρχει δυνατότητα των επενδυτών να συμφωνήσουν εξωεταιρικά με την χρηματοδοτούμενη επιχείρηση διάφορα ζητήματα αναφορικά με την επένδυσή τους.

Έμμεση συμμετοχική χρηματοδότηση υφίσταται και όταν ο επενδυτής αποκτά αξίες ενός επενδυτικού κεφαλαίου, το οποίο με τη σειρά του αποκτά αξίες της εταιρείας στόχου. Το όχημα ειδικού σκοπού ή το επενδυτικό κεφάλαιο είναι δυνατό να επενδύει σε ένα επιχειρηματικό σχέδιο, το οποίο θα χρηματοδοτείται με αυτόν τον τρόπο, αναπαριστώντας το γεγονός ότι οι επενδυτές επιλέγουν να χρηματοδοτήσουν συγκεκριμένο επιχειρηματικό σχέδιο. Επομένως, σε μία τέτοια περίπτωση η πλατφόρμα, θα μπορεί εν τοις πράγμασι, να διαχειρίζεται περισσότερα επενδυτικά οχήματα ή κεφάλαια⁶¹.

⁶¹ Μούζουλας, ΧρΙΔ 2016, 717.

III. ΟΙ ΑΔΕΙΟΔΟΤΟΥΜΕΝΟΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΕΣ ΤΗΣ ΠΛΑΤΦΟΡΜΑΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ

Είναι γεγονός ότι ο νέος νόμος επέλεξε οι φορείς που δικαιούνται να ενεργούν ως διαχειριστές της εν λόγω πλατφόρμας να είναι σε θέση να παρέχουν την επενδυτική υπηρεσία λήψης και διαβίβασης εντολών έχοντας προς τούτο αδειοδοτηθεί σχετικά. Συνεπώς, επέλεξε ο νομοθέτης να διαχειρίζονται την πλατφόρμα αυτή είτε ανώνυμες εταιρείες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών⁶² (στο εξής Α.Ε.Π.Ε.Υ.)⁶³, είτε ανώνυμες εταιρείες διαχείρισης οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων, είτε πιστωτικά ιδρύματα⁶⁴, όπως αυτά προβλέπονται ήδη στην παρ. 6 του άρθρ. 1 του ν. 3401/2005, θεωρώντας ότι η πλατφόρμα θα λαμβάνει κατά μεγάλη συχνότητα εντολές από επενδυτές και θα τις διαβιβάζει στον εκδότη ή σε άλλο ενδιάμεσο πρόσωπο⁶⁵.

Παρατηρείται, συνεπώς, ότι η κύρια δραστηριότητα της ηλεκτρονικής πλατφόρμας είναι η παροχή επενδυτικών υπηρεσιών σε επενδυτές ενώ αυτή (πλατφόρμα) μπορεί να τη διαχειρίζεται μόνο νομικό πρόσωπο που έχει λάβει άδεια είτε από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (εάν είναι Α.Ε.Π.Ε.Υ. είτε ΑΕΔΟΕΕ) είτε από την Τράπεζα της Ελλάδος (εάν είναι πιστωτικό ίδρυμα). Επομένως, οφείλουν οι φορείς που θα διαχειρίζονται την ηλεκτρονική πλατφόρμα να κοινοποιούν στις ως άνω αρχές, προκειμένου να λάβουν τη σχετική αδειοδότηση, στοιχεία σχετικά με τη λειτουργία της πλατφόρμας όπως π.χ. τις αποφάσεις του Δ.Σ. περί λήψης της απόφασης για την έναρξη αυτής της διαχείρισης, για τον κατάλογο των ατόμων που θα απασχολούνται στη νέα δραστηριότητα και τα προσόντα τους,

⁶² Βλ. Μούζουλα, ΔΕΕ 2017, 480 ότι η επιλογή των συντακτών του ν. 4416/2016 να τοποθετήσουν τη συμμετοχική επένδυση στον τομέα των επενδυτικών υπηρεσιών, επιτρέποντας τη διαχείριση της πλατφόρμας δια μέσου της οποίας πραγματοποιείται η επένδυση μόνο από εταιρείες που έχουν λάβει την άδεια για την παροχή της υπηρεσίας λήψης και διαβίβασης εντολών, δεν αποκλείει και τις ανώνυμες εταιρείες λήψης και διαβίβασης εντολών αλλά ούτε και τους συνδεδεμένους αντιπροσώπους Ε.Π.Ε.Υ. από τη δραστηριοποίησή τους και στον τομέα της συμμετοχικής επένδυσης ως ενδιάμεσων μεταξύ του επενδυτή και της αδειοδοτημένης εταιρείας που διαχειρίζεται την πλατφόρμα. Δεν μπορούν όμως να μετέχουν αυτοτελώς στη διαδικασία της συμμετοχικής επένδυσης καθώς οφείλουν να διαβιβάζουν τις εντολές μόνο σε αδειοδοτημένες εταιρείες και ο συνδεδεμένος αντιπρόσωπος να συνδέεται μία μόνο Ε.Π.Ε.Υ.. Παρατηρείται ότι στην εξεταζόμενη περίπτωση ότι τα δύο τελευταία δεν λαμβάνουν χώρα απαραίτητα στη διαδικασία της συμμετοχικής επένδυσης με αποτέλεσμα να είναι αναγκαίος ένας επιπλέον αδειοδοτημένος φορέας προς τον οποίο θα διαβιβάζονται οι εντολές.

⁶³ Στην ελληνική έννομη τάξη μία ΕΠΕΥ λαμβάνει τη μορφή ανώνυμης εταιρείας παροχής επενδύσεων και για το λόγο αυτό ονομάζεται Α.Ε.Π.Ε.Υ.. Επομένως, οι όροι Ε.Π.Ε.Υ. και Α.Ε.Π.Ε.Υ. χρησιμοποιούνται σε μεγάλο βαθμό εναλλακτικά.

⁶⁴ Ρόκας/Γκόρτσος (2012²), 299 επ.

⁶⁵ ESMA, Investment-based crowdfunding, Advice, 18 December 2014, ESMA/2014/1560,16.

καθώς και για τον εσωτερικό κανονισμό του νομικού προσώπου σύμφωνα με τον οποίο θα περιγράφονται τα κριτήρια επιλογής και οι οργανωτικές υποχρεώσεις των εκδοτών των οποίων οι τίτλοι θα προσφέρονται δημόσια μέσω των πλατφορμών στους υποψήφιους επενδυτές. Για το σκοπό αυτό, οι ρυθμιστικές αρχές (είτε η ΕΚ είτε η ΤτΕ) αποφασίζουν εντός δύο (2) μηνών από την υποβολή όλων των απαιτούμενων τεκμηρίων, αν πληρούνται ή όχι αυτές οι υποχρεώσεις του φορέα προκειμένου να του χορηγηθεί η σχετική αδειοδότηση.

Υπό την ως άνω διαπίστωση, ότι δηλαδή μόνο συγκεκριμένα νομικά πρόσωπα δύνανται να διαχειρίζονται την ηλεκτρονική πλατφόρμα οδηγούμαστε στο συμπέρασμα ότι τίθενται εκ των πραγμάτων συγκεκριμένα ελάχιστα απαιτούμενα ποσά μετοχικού κεφαλαίου τα οποία πρέπει να διαθέτουν οι διαχειριστές της πλατφόρμας καθώς ο κανόνας είναι το μετοχικό κεφάλαιο της Α.Ε.Π.Ε.Υ. ανέρχεται βάσει του άρθρου 10 παρ. 1 του ν. 3606/2007 τουλάχιστον στο ποσό των 125.000€ ενώ οι Α.Ε.Π.Ε.Υ που παρέχουν μόνο την επενδυτική υπηρεσία της λήψης και διαβίβασης εντολών οφείλουν να διαθέτουν μετοχικό κεφάλαιο ανερχόμενο τουλάχιστον στο ποσό των 50.000€ σύμφωνα με το άρθρ. 10 παρ. 3 του ν. 3606/2007. Το αυτό αντίστοιχα ισχύει και ως προς τις ανώνυμες εταιρείες διαχείρισης οργανισμού εναλλακτικών επενδύσεων στις οποίες βάσει του άρθρ. 9 παρ. 2 του ν. 4209/2013 απαιτείται ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο το ποσό των 125.000€ αλλά και ως προς τα πιστωτικά ιδρύματα τα οποία σύμφωνα με το άρθρ. 12 παρ. 1α του ν. 4261/2014 είναι αναγκαίο να διαθέτουν ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο ποσού 18.000.000€.

Η ως άνω νομοθετική επιλογή των φορέων που δύνανται να διαχειριστούν ηλεκτρονική πλατφόρμα με τέτοια ελάχιστα μετοχικά κεφάλαια αφενός συμβάλλει στην αποτελεσματικότερη προστασία των επενδυτών κι αφετέρου αποτελεί κίνητρο για άλλες εταιρείες άλλων κρατών-μελών⁶⁶ που μπορούν να αδειοδοτηθούν σχετικά, για την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών, να αναπτύξουν τέτοιου είδους δραστηριότητα και στη χώρα μας.

Το ότι, όμως, μεταξύ των διαχειριστών της εν λόγω πλατφόρμας συγκαταλέγονται και οι ανώνυμες εταιρείες διαχείρισης οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων παρατηρείται ότι προκαλεί ερμηνευτικά προβλήματα καθώς οι εν λόγω

⁶⁶ Βλ. το άρθρο 31 του ν. 3606/2007 σύμφωνα με το οποίο δύνανται να παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες στην ημεδαπή Α.Ε.Π.Ε.Υ. που έχουν λάβει άδεια λειτουργίας από την αρμόδια αρχή άλλου κράτους-μέλους αρκεί η έναρξη της παροχής των εν λόγω υπηρεσιών να διαβιβασθεί προς την ΕΚ από την αρμόδια αρχή τους, η οποία (ΕΚ) ασκεί εποπτεία ως προς τις ρυθμίσεις που αφορούν την προστασία των επενδυτών.

εταιρείες μπορούν να ασκούν μόνο δραστηριότητα που είναι σύμφωνη με την Οδηγία 2011/61/ΕΕ και το ν. 4209/2013⁶⁷ και συνεπώς ο συνδυασμός της άδειας Ε.Π.Ε.Υ. και τέτοιων εταιρειών της ως άνω Οδηγίας απαγορεύεται. Συνήθως δε οι πλατφόρμες που χρησιμοποιούν ενδιάμεσα οχήματα, στα οποία αποκτούν συμμετοχή οι επενδυτές, με τη συμμετοχική χρηματοδότηση, κάνουν χρήση διαφορετικού οχήματος για κάθε επιχειρηματικό σχέδιο, ώστε να επιτρέπουν στους επενδυτές να επιλέξουν το σχέδιο στο οποίο θα επενδύσουν. Αυτό όμως συχνά δε συμβαίνει στην πράξη, όταν το ενδιάμεσο όχημα λειτουργεί ως επενδυτικό κεφάλαιο, το οποίο μπορεί να επενδύει σε περισσότερα του ενός επιχειρηματικά σχέδια. Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με τον ορισμό του οργανισμού εναλλακτικών επενδύσεων, όπως δίδεται από την ως άνω Οδηγία, αυτός ο οργανισμός θα πρέπει να έχει καθορισμένη επενδυτική πολιτική, ενώ δε θα επιδιώκει εμπορικό ή βιομηχανικό σκοπό, ο οποίος μπορεί να συνίσταται στην εκμετάλλευση ενός συγκεκριμένου επιχειρηματικού σχεδίου. Επιπρόσθετα, η εφαρμογή της επενδυτικής πολιτικής του επενδυτικού κεφαλαίου προϋποθέτει, με δεδομένο ότι αυτό θα έχει συσταθεί για να επενδύσει στην εταιρεία, το επιχειρηματικό σχέδιο της οποίας προωθείται με τη συμμετοχική χρηματοδότηση, την αναγνώριση διακριτικής ευχέρειας για την πώληση αυτής του της επένδυσης ή για τη διάλυσή του ή ακόμη και για τον τρόπο άσκησης των δικαιωμάτων του που απορρέουν από τη συμμετοχή του στην εταιρεία στόχο. Η ΕΑΚΑΑ⁶⁸ έχει ήδη εξετάσει το κατά πόσο η έλλειψη διακριτικής ευχέρειας στον οργανισμό εμποδίζει αυτόν από την εφαρμογή μίας καθορισμένης επενδυτικής πολιτικής. Πάντως είναι συμβατό με την ως άνω οδηγία η επενδυτική πολιτική του οργανισμού εναλλακτικών επενδύσεων να είναι περιορισμένη ακόμα και σε μεγάλο βαθμό⁶⁹. Συνακόλουθα, θεωρείται ότι δεν απαγορεύεται ο οργανισμός εναλλακτικών επενδύσεων να επενδύει μόνο σε συγκεκριμένη εταιρεία, η οποία επιδιώκει το χρηματοδοτούμενο επιχειρηματικό σχέδιο⁷⁰. Περαιτέρω να σημειωθεί και το εξής: Στη

⁶⁷ Στο σημείο αυτό παρατηρεί ο Μούζουλας, ΝοΒ 2017, 813 ότι με τον τρόπο αυτό δημιουργείται διακριτική μεταχείριση μεταξύ των φορέων που παρέχουν υπηρεσίες συλλογικής διαχείρισης από το νέο νόμο καθώς μπορούν οι ΑΕΔΟΕΕ να αδειοδοτηθούν σχετικά ενώ οι διαχειριστές οργανισμών συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες αποκλείονται άμα από το ίδιο νομοθετικό πλαίσιο. Ο ίδιος συγγραφέας τονίζει ότι η απόκτηση και των δύο αδειών νομιμοποιεί τις εταιρείες διαχείρισης οργανισμών συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες να αναλαμβάνουν και τη διαχείριση πλατφόρμας κατά τα οριζόμενα στο ν. 4416/2016.

⁶⁸ Βλ. ΕΑΚΑΑ, Κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με βασικές έννοιες της οδηγίας ΔΟΕΕ, ESMA/201/611/13.8.2013.

⁶⁹ Βλ. ESMA, Investment-based crowdfunding, Opinion, 18 December 2014, ESMA/2014/1378, 21-22. Advice, 18 December 2014, ESMA/2014/1560,16.

⁷⁰ Την άποψη αυτή ενστερνίζεται ο Μούζουλας, ΧρΙΔ 2016, 717 και η ίδια η ΕΑΚΑΑ (βλ. ESMA, Investment-based crowdfunding, Opinion, 18 December 2014, ESMA/2014/1378, 24, όπου σημειώνεται ότι είναι επίσης δυνατό να συνίσταται ένας οργανισμός

συμμετοχική επένδυση τα ποσά που αντιστοιχούν στη χρηματοδότηση από κάθε επενδυτή καταλήγουν σε χρηματοδοτούμενη επιχείρηση της επιλογής του και δεν τίθενται σε ένα σύνολο περιουσιακών στοιχείων που αποτελεί αντικείμενο συλλογικής διαχείρισης. Ο επενδυτής επιλέγει μόνος του που θα επενδύσει ενώ ο διαχειριστής του οργανισμού επιλέγει εκείνος τι θα επιλέξει ο επενδυτής.

Ηθελμένα, οι συντάκτες του ν. 4416/2016 θέλησαν να εξαιρέσουν από τη διαχείριση της ηλεκτρονικής πλατφόρμας **την εταιρεία διαχείρισης οργανισμών συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες**⁷¹ καθώς δεν δικαιούται να έχει ως σκοπό της τη λήψη και τη διαβίβαση εντολών, υπηρεσία που ο ν. 4416/2016 μαζί με τη φύλαξη αξιών προσέδωσε μεγάλη σημασία να μπορεί να παρέχει ο φορέας που διαχειρίζεται το ηλεκτρονικό αυτό σύστημα. Πλην, όμως, παρατηρείται ότι η δραστηριότητα του διαχειριστή οργανισμού εναλλακτικών επενδύσεων ομοιάζει με τη δραστηριότητα του διαχειριστή οργανισμού συλλογικών επενδύσεων καθώς αμφότερες δραστηριοποιούνται στη συλλογική εν γένει διαχείριση σε αντίθεση με τις επιχειρήσεις επενδύσεων οι οποίες διαχειρίζονται ατομικά χαρτοφυλάκια. Δύναται όμως μία τέτοια εταιρεία να δραστηριοποιηθεί και στη συμμετοχική επένδυση εάν συνδυάσει την άδεια λειτουργία της με την άδεια που λαμβάνει μία εταιρεία διαχείρισης οργανισμού εναλλακτικών επενδύσεων της Οδηγίας 2011/61/ΕΕ όπως ήδη αναφέρθηκε στη σημ. 53.

Αναφορικά δε με τα πιστωτικά ιδρύματα που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα πέραν των αμιγώς τραπεζικών υπηρεσιών είναι σαφές ότι μπορούν να παρέχουν και τις επενδυτικές υπηρεσίες που απαριθμούνται στο άρθρο 4 του ν. 3606/2007, χωρίς να απαιτείται η ίδρυση θυγατρικής επιχείρησης επενδύσεων, υπό την προϋπόθεση ότι έχουν λάβει ειδική άδεια για τη διενέργεια των ως άνω υπηρεσιών.

IV. ΠΕΔΙΟ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ: Η ΠΡΩΤΟΓΕΝΗΣ ΑΓΟΡΑ

Ως πρωτογενής αγορά νοείται η αγορά στην οποία εισάγονται για πρώτη φορά χρηματοπιστωτικά μέσα, ιδίως μετοχές και ομολογίες⁷². Κατά άλλη διατύπωση πρωτογενής αγορά είναι η αγορά στην οποία απευθύνονται συγκεκριμένα πρόσωπα για την άντληση είτε δανειακών είτε ιδίων κεφαλαίων με την έκδοση αντίστοιχα

εναλλακτικών επενδύσεων με περισσότερα επενδυτικά τμήματα, καθένα από τα οποία θα επενδύει σε συγκεκριμένη εταιρεία που επιδιώκει συγκεκριμένο επιχειρηματικό σχέδιο.

⁷¹ Εναρμονίζοντας με τον τρόπο αυτό τη λειτουργία της εταιρείας με την Οδηγία 2014/91/ΕΕ.

⁷² *Τουντόπουλος*, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, 2015, 180.

χρεωστικών τίτλων ή μετοχών⁷³. Σ' αυτήν την αγορά λειτουργεί η ηλεκτρονική πλατφόρμα συμμετοχικής επένδυσης διότι τα κεφάλαια που αντλούνται από τους επενδυτές διοχετεύονται στην υπό χρηματοδότηση επιχείρηση, η οποία τα χρησιμοποιεί προς επίτευξη των σκοπών που είχε δηλώσει προς το επενδυτικό κοινό (επιχειρηματικό σχέδιο που χρηματοδοτείται).

V. ΟΙ ΠΑΡΕΧΟΜΕΝΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΤΟΥ ΑΔΕΙΟΔΟΤΟΥΜΕΝΟΥ ΦΟΡΕΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗΣ ΠΛΑΤΦΟΡΜΑΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ

Ο ν. 4416/2016 κινείται αναμφίβολα εντός του δικαίου της κεφαλαιαγοράς εν γένει και ειδικότερα στον τομέα των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών⁷⁴ όπως ήδη έχει σημειωθεί. Με τον τρόπο αυτό από την αρχή θεωρήθηκε από το νομοθέτη ότι η δραστηριότητα αυτή που περιγράφεται πλέον σε ρητή διάταξη διέρχεται υποχρεωτικά από την επενδυτική υπηρεσία της λήψης και διαβίβασης εντολών. Συνακόλουθα, οδηγηθήκαμε εκ των πραγμάτων στην υποχρεωτική εφαρμογή των κανόνων για την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών στο πρόσωπο του φορέα που διαχειρίζεται την ηλεκτρονική πλατφόρμα, δια μέσου της οποίας επιτελείται η χρηματοδότηση⁷⁵ **ενώ μπορεί ευχέρως να διαπιστώσει κανείς ότι η συμμετοχική επένδυση συνιστά δραστηριότητα που εντάσσεται περισσότερο στη χρηματοδότηση εταιρειών και λιγότερο στην παροχή επενδυτικών υπηρεσιών. Δεν εισέρχεται δηλαδή στη λειτουργία της χρηματοοικονομικής αγοράς αλλά *ανάγεται στον τρόπο χρηματοδότησης των επιχειρήσεων.*** Για το λόγο αυτό οι ιδιαιτερότητες της λειτουργίας της πλατφόρμας δια μέσου της οποίας επιτελείται αυτή η χρηματοδότηση, έχουν οδηγήσει νομοθέτες άλλων κρατών μελών να θεσπίσουν ειδικό καθεστώς για φορείς που θα δραστηριοποιούνται σε αυτόν τον τομέα και που

⁷³ Γκόρτσος, Δίκαιο διεθνών συναλλαγών, 2010, 838.

⁷⁴ Οι αλλοδαπές νομοθεσίες, όπως αυτή της Γαλλίας, επιτρέπουν την αποσύνδεση της συμμετοχικής επένδυσης από την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών, αναγνωρίζοντας τη δυνατότητα ανάμιξης σε αυτή, ως ενδιάμεσων, φορέων που δραστηριοποιούνται ειδικά σε αυτή τη χρηματοδότηση. Βλ. σε Kirby / Worner, Crowdfunding: An infant industry growing fast, IOSCO Staff Working Paper no SWP3/2014, OIVC-IOSCO, 2014, ιδίως 4 και 10.

⁷⁵ Βλ. Μούζουλα, Κριτική αξιολόγηση της ρύθμισης της συμμετοχικής επένδυσης (crowd – investing) από το ν. 4416/2016, ΔΕΕ 2017, 475 ότι μία τέτοια θεώρηση με τον απόλυτο τρόπο που εκφράζεται στο ν. 4416/2016, παραμένει, ωστόσο, προς συζήτηση, με δεδομένο ότι ο χαρακτήρας της συμμετοχικής επένδυσης ως χρηματοδότησης εξαιρεί τις ιδιαιτερότητες της ως δραστηριότητας, κλονίζοντας, με αυτόν τον τρόπο, την απόλυτη ταύτισή της με την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών, κατά τρόπο ώστε η υλοποίηση της συμμετοχικής χρηματοδότησης να διέρχεται υποχρεωτικά από τις επενδυτικές υπηρεσίες. Αλλά και τη γνώμη της ΕΑΚΑΑ, ESMA, Investment-based crowdfunding, Advice, 18 December 2014/ESMA/2014/1560/14 από την οποία υπονοείται το ίδιο συμπέρασμα κατά τον ως άνω συγγραφέα.

δεν θα επιθυμούσαν να υιοθετήσουν τη μορφή επιχείρησης η οποία δραστηριοποιείται στην παροχή επενδυτικών υπηρεσιών κατά την έννοια της MiFID⁷⁶. Όπως διαπιστώνεται σχετικά αυτό έχει ως αποτέλεσμα η εγχώρια αγορά για τη συμμετοχική επένδυση να καθίσταται περισσότερο ανταγωνιστική ώστε να μην αναζητείται αγορά άλλου κράτους για τη δημιουργία της πλατφόρμας, ακριβώς επειδή η λειτουργία της τελευταίας θα βασιζόταν σε ένα περισσότερο ελαστικό νομικό καθεστώς. Αυτονόητο είναι ότι αν η συμμετοχική επένδυση απαιτεί τη διενέργεια και πράξεων που θεωρούνται επενδυτικές υπηρεσίες, η τήρηση των κανόνων της MiFID, ως προς αυτές, καθίσταται επιβεβλημένη.

Αναφορικά με τις υπηρεσίες που μπορεί ο φορέας διαχείρισης της ηλεκτρονικής πλατφόρμας να παρέχει, να διευκρινιστεί ότι δύναται να εκτελεί κάποιες από τις αναφερόμενες επενδυτικές ή/και παρεπόμενες υπηρεσίες, ήτοι μπορεί να εκτελεί εντολές λαμβάνοντας και διαβιβάζοντάς τις, να τοποθετεί χρηματοπιστωτικά μέσα χωρίς δέσμευση ανάληψης, να παρέχει επενδυτικές συμβουλές, να έχει ρόλο θεματοφύλακα και να αποτελεί πολυμερή μηχανισμό διαπραγμάτευσης αλλά υπό προϋποθέσεις κάθε φορά και μετά από εξέταση όλων των σχετικών παραμέτρων.

1. Ειδικότερα η παροχή των επενδυτικών υπηρεσιών

a) Λήψη και διαβίβαση εντολών

Ειδικότερα είναι γνωστό⁷⁷ ότι η υπηρεσία της λήψης και της διαβίβασης προς εκτέλεση εντολών παρέχεται σε δύο στάδια, ήτοι στο πρώτο στάδιο ο παρέχων τη συγκεκριμένη υπηρεσία λαμβάνει την εντολή του επενδυτή και στο δεύτερο στάδιο τη διαβιβάζει προς εκτέλεση. Η πλατφόρμα συμμετοχικής επένδυσης, κατά βάση, αναμένεται να λαμβάνει εντολές από τους επενδυτές και να τις διαβιβάζει στον κύριο του έργου ή σε άλλο τρίτο ενδιάμεσο πρόσωπο⁷⁸. Θα μπορεί, συνεπώς, να παρέχει ο φορέας την επενδυτική υπηρεσία της λήψης και διαβίβασης εντολών. Στο σημείο όμως αυτό, πρέπει να αναφερθεί ότι ο φορέας διαχείρισης πολλές φορές μπορεί να διαβιβάζει στην υπό χρηματοδότηση εταιρεία απλή εκδήλωση ενδιαφέροντος και όχι

⁷⁶ Στην ως άνω κατεύθυνση κινείται και ο νέος υπό ψήφιση Κανονισμός, ο οποίος ήδη στο άρθρ. 2 αναφέρει ότι δεν εφαρμόζεται στις υπηρεσίες πληθοχρηματοδότησης που παρέχονται από φορείς που έχουν αδειοδοτηθεί σύμφωνα με το άρθρ. 7 της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ.

⁷⁷ Τουντόπουλος (2015), 378 επ.

⁷⁸ ESMA, Investment-based crowdfunding, Advice, 18 December 2014/ESMA/2014/1560, 16.

εντολές υπό την παραπάνω εκτεθείσα έννοια. Επί του ζητήματος αυτού η ΕΑΚΑΑ δέχεται ότι ο τρόπος με τον οποίο η πλατφόρμα παρουσιάζει την υπηρεσία δεν είναι καθοριστικός και συνακόλουθα πρέπει να γίνεται *ευρεία* ερμηνεία του όρου της εντολής. Θα πρέπει να υπάρχει πραγματική και ουσιαστική διαφοροποίηση της εκδήλωσης ενδιαφέροντος και της δήλωσης του επενδυτή που θα χαρακτηρίζεται ως εντολή.

Στη θεωρία⁷⁹ δε γίνεται ενδεικτική απαρίθμηση των παραγόντων που θα μπορούσαν να θεωρηθούν ως καθοριστικοί για την εκτίμηση εάν υφίσταται αυτή η διαφοροποίηση, ήτοι κατά πόσο υφίσταται διαφορά μεταξύ του καταλόγου των προσώπων που εκδηλώνουν ενδιαφέρον και εκείνων που τελικά επενδύουν. Η παράμετρος αυτή είναι σημαντική προκειμένου να μη θεωρηθεί ότι η δεύτερη κατηγορία προσώπων απλά ανακάλεσε τις εντολές που είχε δώσει, την έκταση στην οποία οι όροι της προσφοράς είναι γνωστοί στους επενδυτές, πριν επικοινωνήσουν τις εκδηλώσεις ενδιαφέροντος καθώς και την έκταση στην οποία συμβαίνουν αλλαγές σε αυτούς τους όρους μετά την εκδήλωση ενδιαφέροντος, τη φύση και το εύρος πρόσθετης επικοινωνίας με τον επενδυτή, η οποία καθίσταται αναγκαία πριν ληφθεί και γνωστοποιηθεί η απόφαση για την επένδυση και τέλος τη φύση και την ευρύτητα του ρόλου της πλατφόρμας στην εκτέλεση των εντολών.

Ένας αμέσως επόμενος προβληματισμός δημιουργείται στην περίπτωση που ο επενδυτής θελήσει να ανακαλέσει την εντολή που έχει εισφέρει μέσω της ηλεκτρονικής πλατφόρμας στην υπό χρηματοδότηση εταιρεία. Κι αυτό διότι και στην περίπτωση αυτή είναι αναγκαίο να γίνει διάκριση μεταξύ του επενδυτή που απλά εκδηλώνει ενδιαφέρον και συνακόλουθα μπορεί οποτεδήποτε να προβεί σε ανάκληση της προηγούμενης απλά και μόνο θέλησής του και του επενδυτή, ο οποίος έχει ήδη συμβάλει έμπρακτα στη χρηματοδότηση της επιχείρησης, έχει πληροφορηθεί ενδεχομένως για τα επιχειρηματικά της σχέδια τα μελλοντικά που δεν είναι ακόμα ανακοινώσιμα και του έχουν ίσως γνωστοποιηθεί σημαντικά της εταιρικά ζητήματα, οπότε θα πρέπει να κριθεί στην περίπτωση αυτή εάν το δικαίωμα της ανάκλησης της εντολής του κινείται εντός θεμιτών ορίων ή αποτελεί παράδειγμα πράξης αντίθετης στην έννοια της καλής πίστης κατά το άρθρ. 281 του ΑΚ.

⁷⁹ Μούζουλας, ΔΕΕ 2017, 476· ο ίδιος, ΝοΒ 2018, 811-812 όπου σημειώνεται ότι επειδή η πλατφόρμα δε λειτουργεί κατ' ανάγκη ως σημείο όπου συγκεντρώνονται εντολές επενδυτών, οι οποίες λαμβάνονται προς διαβίβασή τους προς τους εκδότες και ότι λαμβανομένου υπόψη του ως άνω η απόλυτη σύνδεση της διαχείρισης της πλατφόρμας με την παροχή της επενδυτικής υπηρεσίας της λήψης και διαβίβασης εντολών αποκαλύπτεται χωρίς επαρκή νομική θεμελίωση.

Περαιτέρω, να ειπωθεί ότι στην εν λόγω επενδυτική υπηρεσία όλα τα εμπλεκόμενα πρόσωπα αναπτύσσουν συμβατική σχέση το ένα με το άλλο απλά κάθε φορά η κάθε σχέση έχει τη δική της ιδιομορφία, η οποία άλλοτε θα παρουσιάζει το ένα στοιχείο και άλλοτε το άλλο στοιχείο από τα *essentialia negotii* των επώνυμων συμβάσεων του ΑΚ (εντολής, έργου) και ενδεχομένως και αυτής της σύμβασης παραγγελίας. Πάντως, η συγκεκριμένη επενδυτική υπηρεσία θα συνίσταται στην απόδοση κινητών αξιών στους επενδυτές ενώ για όσο χρόνο ο παρόχος που διαχειρίζεται την ηλεκτρονική πλατφόρμα κρατά «στα χέρια του» τις κινητές αξίες, θα μπορούν να τύχουν εφαρμογής και οι διατάξεις για τη σύμβαση παρακαταθήκης.

b) Η παροχή επενδυτικών συμβουλών

Μία άλλη επενδυτική υπηρεσία που μπορεί ο φορέας που διαχειρίζεται ηλεκτρονική πλατφόρμα να παρέχει είναι οι επενδυτικές συμβουλές⁸⁰, αν και δε συνιστά συνήθη δραστηριότητα της πλατφόρμας, όπως αυτό συμβαίνει με την πρώτη αναφερθείσα υπηρεσία, χωρίς όμως να αποκλείεται και η διενέργεια συστάσεων σχετικά με επιχειρηματικά σχέδια⁸¹. Οι εν λόγω συμβουλές είναι γεγονός ότι αποτελούν προσωπικές συστάσεις προς ένα πρόσωπο το οποίο είτε είναι ήδη επενδυτής είτε θα επενδύσει μελλοντικά ή ακόμα και σε αντιπρόσωπο αυτού που εμφανίζονται κατάλληλες για τον επενδυτή ή λαμβάνουν υπόψη την κατάστασή του και αφορούν αγορά, εγγραφή, άσκηση ή μη οποιουδήποτε δικαιώματος που παρέχει ορισμένο χρηματοπιστωτικό μέσο για την αγορά ή εγγραφή χρηματοπιστωτικού μέσου.

Παρ' όλα αυτά είναι αναγκαίο να παρατηρηθεί ότι ο φορέας που διαχειρίζεται την πλατφόρμα δεν αναμένεται να συμβουλεύει σε προσωπικό επίπεδο τους επενδυτές καθώς η όλη λειτουργία της πλατφόρμας απαιτεί ένα πιο απρόσωπο πεδίο σχέσεων. Λαμβάνει δε χώρα μέσω του διαύλου επικοινωνίας του διαδικτύου

⁸⁰ Επενδυτική συμβουλή βάσει της Απ. 1/452/1.11.2007 ΕΚ είναι όταν παρέχονται προσωπικές συμβουλές σε πελάτη, είτε κατόπιν αιτήσεώς του είτε με πρωτοβουλία της ΕΠΕΥ σχετικά με συναλλαγή ή συναλλαγές που αφορούν χρηματοπιστωτικά μέσα. Βλ. όμως *Γεωργιάδη Στ.*, Η ευθύνη της ΕΠΕΥ από την παροχή επενδυτικών συμβουλών, 2003, 21· *Πολίτη*, Οι επενδυτικές συμβουλές, ΔΕΕ 1998, 933, όπου αμφότεροι οι δύο συγγραφείς κάνουν λόγο για παρεμφερή ορισμό, ήτοι για συμβουλή που κατατείνει στη διενέργεια ή μη επένδυσης αγοράς ή πώλησης σε ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα.

⁸¹ ESMA, Investment-based crowdfunding, Advice, 18 December 2014/ESMA/2014/1560, 17.

και κατ' επέκταση απευθύνεται στο ευρύ κοινό⁸² με αποτέλεσμα να μην μπορούμε να ομιλήσουμε για προσωπική συμβουλή στην εξεταζόμενη περίπτωση. Γενικά, όμως η σύμβαση παροχής επενδυτικών συμβουλών, εάν κανείς θεωρήσει ότι μπορεί να λάβει στη συμμετοχική επένδυση χώρα, έχει χαρακτήρα ενοχικό, διαρκή και αμφοτεροβαρή που αναπτύσσεται μεταξύ του φορέα διαχείρισης της πλατφόρμας και του επενδυτή. Υπάρχει δε αμφισβήτηση όσον αφορά στη νομική μορφή της σύμβασης αυτής καθώς άλλοι υποστηρίζουν ότι πρόκειται για σύμβαση εντολής, άλλοι για σύμβαση έργου και άλλοι ότι πρόκειται για μεικτή σύμβαση στην οποία εφαρμόζονται οι διατάξεις για τη σύμβαση έργου και οι διατάξεις για τη σύμβαση εργασίας συμπληρωματικά με τις διατάξεις από το γενικό ενοχικό δίκαιο. Αναφορικά δε με τον τύπο της σύμβασης, αυτός είναι άλλοτε ρητός και άλλοτε σιωπηρός καθώς στην τελευταία περίπτωση αρκεί να εκκινήσει η συζήτηση μεταξύ του επενδυτή και της ΕΠΕΥ που χειρίζεται την ηλεκτρονική πλατφόρμα σχετικά με την πραγμάτωση συγκεκριμένης επενδυτικής απόφασης. Όλα αυτά, ασφαλώς υπό την προϋπόθεση ότι μπορεί κανείς να δεχθεί ότι δύναται ο αδειοδοτημένος φορέας να παράσχει την εν λόγω υπηρεσία και κατά συνέπεια ότι μπορούν να τύχουν εφαρμογής οι παραπάνω διατάξεις του ΑΚ.

c) Η τοποθέτηση χρηματοπιστωτικών μέσων χωρίς δέσμευση ανάληψης

Μία άλλη υπηρεσία επενδυτική που μπορεί να παρέχει ο φορέας διαχείρισης της πλατφόρμας είναι η τοποθέτηση χρηματοπιστωτικών μέσων χωρίς όμως δέσμευση ανάληψης. Συγκεκριμένα, για τη δυνατότητα που έχει η πλατφόρμα μέσω της οποίας αποκτώνται κινητές αξίες από τους επενδυτές να παρέχει την εν λόγω υπηρεσία προς τη χρηματοδοτούμενη επιχείρηση, η ΕΑΚΑΑ⁸³ δεν λαμβάνει σαφή θέση προς τη μία ή την άλλη άποψη καθώς εξαρτά την απάντησή της από το ρόλο που θα διαδραματίσει η πλατφόρμα για τη διενέργεια της συμμετοχικής επένδυσης.

⁸² Όπως παρατηρείται σχετικά σε *Τουντόπουλο* (2015), 394 πράγματι στο μέτρο που μια σύσταση απευθύνεται στο κοινό δεν μπορεί να θεωρηθεί καταρχήν ως κατάλληλη για συγκεκριμένο πρόσωπο ή να λαμβάνει υπόψη της την κατάσταση του προσώπου αυτού. Ο προσωπικός χαρακτήρας της σύστασης διαφοροποιεί ουσιαστικά και τις επενδυτικές συμβουλές από την έρευνα στον τομέα των επενδύσεων.

⁸³ ESMA, Investment-based crowdfunding, Advice, 18 December 2014/ESMA/2014/1560, 18, όπου αναφέρεται ότι η παροχή αυτής της επενδυτικής υπηρεσίας στη συμμετοχική επένδυση μπορεί θεωρητικά να χαρακτηριστεί είτε ως τοποθέτηση χωρίς ανάληψη δέσμευσης είτε ως λήψη διαβίβασης εντολών.

Στην εν λόγω επενδυτική υπηρεσία ο διαχειριστής της πλατφόρμας δεν αναλαμβάνει κάποια δέσμευση προς ανάληψη χρηματοπιστωτικών μέσων (η λεγόμενη απλή αναδοχή) σε αντίθεση με την επενδυτική υπηρεσία της τοποθέτησης χρηματοπιστωτικών μέσων με δέσμευση ανάληψης. Ειδικότερα, δεν αναλαμβάνεται από μέρους του παρόχου η υποχρέωση για λογαριασμό του επενδυτή να ανεύρει κεφάλαια προς επένδυση⁸⁴. Με άλλα λόγια στην υπό κρίση περίπτωση ο διαχειριστής της ηλεκτρονικής πλατφόρμας δεν αναλαμβάνει τον κίνδυνο έναντι του επενδυτή. Σ' αυτήν την επενδυτική υπηρεσία οι συμβατικές σχέσεις που αναπτύσσονται είναι μεταξύ της παρέχουσας εταιρείας την υπηρεσία (που διαχειρίζεται την ηλεκτρονική πλατφόρμα) και του επιχειρηματία, ο οποίος δέχεται τους επενδυτές τους υποψήφιους που του διαθέτει η πλατφόρμα. Από το σύνολο του περιεχομένου των συμβατικών υποχρεώσεων θα καθορισθεί η νομική φύση της εν λόγω σχέσης καθώς η σύμβαση αυτή της αναδοχής έχει χαρακτήρα μεικτό με στοιχεία των συμβάσεων της εντολής, του έργου και των ανεξάρτητων υπηρεσιών.

d) Λειτουργία μηχανισμού πολυμερούς διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ)

Ακόμα, η οργάνωση της πλατφόρμας ως δραστηριότητας φαίνεται να προσεγγίζει την εκμετάλλευση πολυμερούς μηχανισμού διαπραγμάτευσης. Πλην όμως αξίζει να παρατηρηθεί ότι οι δύο ανωτέρω δραστηριότητες διαφοροποιούνται καθώς η πλατφόρμα απλά προτείνει επιχειρηματικά σχέδια προκειμένου οι επενδυτές να εγγραφούν για να καταστεί εφικτό να αναλάβουν τίτλους της υπό χρηματοδότηση επιχείρησης, χωρίς επομένως να αντιστοιχίζει εντολές αγοράς και πώλησης χρηματοπιστωτικών μέσων με την προοπτική διενέργειας συναλλαγών με αντικείμενο τέτοια μέσα. Η ΕΑΚΑΑ⁸⁵ θεώρησε ότι οι πλατφόρμες

⁸⁴ Βλ. Μούζουλα, ΔΕΕ 2017, 477 όπου σημειώνεται ότι η γαλλική Autorite des Marches Financiers (AMF) δέχθηκε ότι δεν πρόκειται για παροχή της υπηρεσίας τοποθέτησης χωρίς ανάληψη δέσμευσης εφόσον η ιστοσελίδα μέσω της οποίας επιτελείται η χρηματοδότηση ανταποκρίνεται σε συγκεκριμένες προϋποθέσεις, οι οποίες καθορίζονται από το γενικό κανονισμό της AMF, κατά τρόπο ώστε να περιορίζει την πρόσβαση στη λεπτομερή παρουσίαση των επιλεγμένων επιχειρηματικών σχεδίων, με βάση τα κριτήρια και σύμφωνα με τη διαδικασία που έχουν προκαθοριστεί και έχουν δημοσιευθεί στην ιστοσελίδα, μόνο σε επενδυτές οι οποίοι έχουν λάβει γνώση και αποδεχθεί ρητά τους κινδύνους στους οποίους εκτίθενται, εφόσον δεν αναζητούνται ενεργητικά επενδυτές για συγκεκριμένη πράξη, με μόνη την παρουσίαση ενός σχεδίου στην ιστοσελίδα να μην χαρακτηρίζει μία τέτοια αναζήτηση και εφόσον επιτελείται είτε παροχή επενδυτικών συμβουλών κατά την έννοια της MiFID είτε προσφορά από σύμβουλο συμμετοχικής χρηματοδότησης.

⁸⁵ ESMA, Investment-based crowdfunding, Advice, 18 December 2014/ESMA/2014/1560, 19 όπου εκεί εξάγεται το συμπέρασμα ότι οι πλατφόρμες συμμετοχικής επένδυσης δε

δραστηριοποιούμενες στην πρωτογενή αγορά κινητών αξιών δεν μπορούν εξ αυτού του λόγου να λειτουργήσουν ως πολυμερείς μηχανισμοί διαπραγμάτευσης κι αυτό διότι στην εξεταζόμενη περίπτωση υπάρχει ένας μόνο πωλητής ενώ από την άλλη περισσότεροι αγοραστές. Στον ΠΜΔ υπάρχουν εξίσου πολλοί πωλητές και αγοραστές. Παρατηρείται, όμως, στη θεωρία⁸⁶ σχετικά ότι εάν μπορούσε να αναπτυχθεί δευτερογενής αγορά στην οποία θα αντιστοιχίζονταν οι εντολές για πώληση και αγορά αυτών των κινητών αξιών, χωρίς να έχει η πλατφόρμα τη διακριτική ευχέρεια να συνάψει σύμβαση αγοράς ή πώλησης των αξιών αυτών, τότε θα συνιστούσε η προπεριγραφόμενη διαδικασία ΠΜΔ.

2. Ειδικότερα η παροχή των παρεπόμενων υπηρεσιών

Από τις παρεπόμενες υπηρεσίες που αναφέρονται στο άρθρ. 4 παρ. 2 του ν. 3606/2007 προσιδιάζει περισσότερο στο διαχειριστή της ηλεκτρονικής πλατφόρμας συμμετοχικής επένδυσης αυτή του θεματοφύλακα καθώς αντικείμενο αυτής της υπηρεσίας είναι η φύλαξη και η διαχείριση των κινητών αξιών για λογαριασμό των επενδυτών. Σε κάθε περίπτωση, αυτό που προκύπτει από τη γραμματική ερμηνεία του ν. 4416/2016 είναι ότι δεν εξειδικεύεται η έννοια της διαχείρισης του ηλεκτρονικού συστήματος μέσω του οποίου επιτελείται η συμμετοχική επένδυση. Και τίθεται εύλογο ερώτημα κατά πόσο η εξεταζόμενη με την παρούσα περίπτωση συνιστά διαχείριση επενδυτικού χαρτοφυλακίου, κατά την έννοια του ν. 3606/2007 δεδομένου ότι οι επενδυτές εν προκειμένου, αποβλέπουν στη συμμετοχή τους σε συγκεκριμένο επιχειρηματικό σχέδιο και θα μπορούσε να ισχυριστεί κανείς ότι η εν θέματι διαχείριση περιέχει περισσότερο στοιχεία που ομοιάζουν με τη διοίκηση του συστήματος παρά τη συγκεκριμένη παρεπόμενη υπηρεσία.

Όλα βέβαια έχουν σχέση με το περιεχόμενο της σύμβασης που συνδέει το φορέα με την πλατφόρμα. Εάν επομένως, θεωρήσουμε ότι η έννοια αυτής της

λειτουργούν ως πολυμερείς μηχανισμοί διαπραγμάτευσης. Βλ. σχετικά και σε *Μούζουλα*, (ΔΕΕ 2017), 474 ότι εάν μία τέτοια δευτερογενής αγορά αντιστοιχίζει εντολές για πώληση και αγορά τέτοιων αξιών, χωρίς ο φορέας που λειτουργεί την πλατφόρμα να έχει τη διακριτική ευχέρεια για τη σύναψη της σύμβασης αγοράς ή πώλησης των αξιών, τότε μπορούμε να ομιλούμε για πολυμερή μηχανισμό διαπραγμάτευσης, άλλως εάν η πλατφόρμα απλά καταρτίζει λίστες πιθανών πωλητών ή αγοραστών, χωρίς να διευκολύνει τη σύναψη της σύμβασης αγοράς και πώλησης τότε δεν μπορεί να γίνει λόγος για πολυμερή μηχανισμό διαπραγμάτευσης.

⁸⁶ *Μούζουλας*, ΔΕΕ 2017, 477 όπου γίνεται μνεία και στην αντίθετη περίπτωση κατά την οποία εάν ο φορέας που διαχειρίζεται την ηλεκτρονική πλατφόρμα καταρτίζει απλά κατάλογο πιθανών πωλητών ή αγοραστών χωρίς να διευκολύνει τη σύναψη αγοράς και πώλησης, τότε δεν μπορούμε να ομιλούμε για ΠΜΔ.

διαχείρισης της πλατφόρμας ομοιάζει με τη διαχείριση επενδυτικού χαρτοφυλακίου τότε, μπορεί ως υπηρεσία να συνδεθεί και με την εκτέλεση εντολών. Συνήθως, η πλατφόρμα που θα εκτελεί εντολές για λογαριασμό ενός επενδυτή, κατά κανόνα θα παρέχει σε αυτόν και την υπηρεσία της φύλαξης – διαχείρισης των χρηματοπιστωτικών μέσων. Εάν έχουμε ως αντικείμενο τη φύλαξη ενσώματων τίτλων του επενδυτή από τη διαχειρίστρια της ηλεκτρονικής πλατφόρμας τότε ομιλούμε περί συμβάσεως παρακαταθήκης (άρθρ. 822 επ ΑΚ), ήτοι για σύμβαση με ενοχικό και αμφοτεροβαρή χαρακτήρα. Συνήθως, η σύμβαση παρακαταθήκης που συνδέει τη διαχειρίστρια της πλατφόρμας με τον επενδυτή έχει το χαρακτήρα της ομαλής παρακαταθήκης⁸⁷. Εάν όμως πέρα από τη φύλαξη και τη διαχείριση των τίτλων έχει και άλλες παροχές, τότε στην περίπτωση αυτή πρόκειται για σύνθεση παροχών δύο συμβάσεων, ήτοι αυτής της παρακαταθήκης και αυτής του έργου. Ζήτημα εγείρεται στην περίπτωση που η διαχειρίστρια εταιρεία της πλατφόρμας αδυνατεί να αποδώσει αυτουσίως το οφειλόμενο πράγμα στον επενδυτή, με αποτέλεσμα εάν υπάρχει στο πρόσωπο του θεματοφύλακα υπαιτιότητα, τότε ο επενδυτής να δύναται να αξιώσει αποζημίωση ίση με την αξία του πράγματος που είχε δώσει. Επιπρόσθετα, δεν αποκλείεται ο θεματοφύλακας να υποχρεωθεί δικαστικά να καταβάλει αποζημίωση για περαιτέρω ζημία που ενδεχομένως υπέστη ο επενδυτής ενώ ο τελευταίος θα μπορεί εφόσον συντρέχουν οι προϋποθέσεις της 914 επ ΑΚ να στηρίξει πιθανή αξίωσή του στην αδικοππραξία.

⁸⁷ Γεωργιάδης Στ., Η φύλαξη και διαχείριση κινητών αξιών, ΧρΙΔ 2004, 110 όπου σημειώνεται ότι ο θεματοφύλακας δεν έχει το δικαίωμα να μεταχειρίζεται το πράγμα χωρίς την άδεια του παρακαταθέτη.

VI. ΜΠΟΡΕΙ ΝΑ ΘΕΩΡΗΘΕΙ ΟΤΙ Ο ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ ΧΟΡΗΓΕΙ ΔΑΝΕΙΟ ΣΤΗΝ ΥΠΟ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ;

Στη θεωρία γίνεται λόγος για το ως άνω ζήτημα⁸⁸ και σχετικά αναφέρεται ότι η συμμετοχική επένδυση αντιδιαστέλλεται από τη συμμετοχική δανειοδότηση παρόλο που το πρόσωπο που χρηματοδοτεί, λαμβάνοντας κινητές αξίες, στην πραγματικότητα «δανείζει» την επιχείρηση. Δεν μπορεί όμως να μη σημειωθεί ότι το δάνειο σε επιχείρηση εμφανίζει κοινά σημεία με την ανάληψη ομολογιών⁸⁹. Ειδικότερα τόσο στην περίπτωση της συμμετοχικής χρηματοδότησης με έκδοση τίτλων (περίπτωση συμμετοχικής επένδυσης σύμφωνα με τα όσα έχουν λεχθεί ως άνω) όσο και στην περίπτωση των δανειακών συμβάσεων, εάν το ποσό του δανείου είναι έντοκο, τότε θα μπορούσε κανείς να πει ότι αυτός που χρηματοδοτεί αποσκοπεί στην επίτευξη οικονομικού οφέλους ενώ παράλληλα διατρέχει τον κίνδυνο η χρηματοδοτούμενη επιχείρηση να μην είναι σε θέση να αποπληρώσει το δάνειο και μάλιστα η ήδη παρασχεθείσα εγγύηση να μην επαρκεί για την κάλυψή του.

Εντούτοις, ο επενδυτής που χρηματοδοτεί την επιχείρηση μέσω της ηλεκτρονικής πλατφόρμας και επενδύει τα κεφάλαιά του και στην πραγματικότητα της δανείζει την περιουσία του, δεν μπορεί να θεωρηθεί ότι έχει ως προοπτική του να αποκομίσει οικονομικό όφελος από την παραπάνω κίνησή του. Κι αυτό διότι η παροχή πιστώσεων και δανείων εκτός του ότι αποτελεί μία εκ των παρεπόμενων υπηρεσιών του ν. 3606/2007 είναι γεγονός ότι αποτελεί βάσει του άρθρ. 9 του ν. 4261/2014 και *τραπεζική εργασία και κατ' επέκταση χρειάζεται άδεια από την ΤτΕ*, που ναι μεν ειδικά για τις ΕΠΕΥ επιτρέπεται⁹⁰ πλην όμως θα πρέπει να εξετασθεί εάν μπορεί να προστεθεί σ' αυτό κατά μία έννοια και ο επενδυτής. Η έννοια δε της πίστωσης ειδικά στο ν. 3606/2007 είναι ευρύτερη εν συγκρίσει με το δάνειο και υπό την έννοια αυτή όταν ομιλούμε για πίστωση, συμπεριλαμβάνουμε νοερώς κάθε παρεμφερή συμφωνία, όπως περί μη εξόφλησης, περί ανανέωσης της οφειλής κλπ. Για να γίνεται, όμως, λόγος για πίστωση ή δάνειο είναι αναγκαίο προηγουμένως να έχουμε ως αντικείμενο χρήματα και όχι άλλες παροχές, όπως τίτλους όπως εν προκειμένω λαμβάνει χώρα. Ορθότερο, συνεπώς, είναι να δεχθούμε ότι το δάνειο δεν αντιστοιχίζεται με την έκδοση τίτλων και συνακόλουθα ελλείπει το συνδεδετικό

⁸⁸ Μούζουλας, ΧρΙΔ 2016, 715 επ.

⁸⁹ *Stucki* (2014), 21.

⁹⁰ ΑΠ 1378/2012, ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ·ΑΠ 464/2009, ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ·ΑΠ 1761/2009, ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ·ΑΠ 1490/2005, ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ με τις οποίες κρίθηκε ότι η χορήγηση δανείων άνευ αδείας της Τράπεζας της Ελλάδος δεν επιφέρει ακυρότητα.

στοιχείο μεταξύ της εν θέματι χρηματοδότησης και της παρεχόμενης υπηρεσίας που έχει ως επακόλουθο την εφαρμογή του ν. 3606/2007.

VII. ΜΠΟΡΕΙ ΝΑ ΘΕΩΡΗΘΕΙ ΟΤΙ Ο ΦΟΡΕΑΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΤΗΣ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗΣ ΠΛΑΤΦΟΡΜΑΣ ΧΟΡΗΓΕΙ ΔΑΝΕΙΟ ΣΤΟΝ ΕΠΕΝΔΥΤΗ;

Προκειμένου να απαντηθεί το εν λόγω ερώτημα είναι αναγκαίο να γίνει αναφορά στο ν. 4141/2013 που κατήργησε το ν. 2843/2000 (παροχή πιστώσεων από τις ΑΕΠΕΥ προς τους επενδυτές με αντικείμενο την απόκτηση κινητών αξιών). Ειδικότερα, σύμφωνα με το άρθρ. 6 του ν. 4141/2013 με το οποίο τίθενται οι όροι για την παροχή πίστωσης ρητά ορίζεται ότι η Α.Ε.Π.Ε.Υ. η οποία έχει λάβει από την ΕΚ άδεια λειτουργίας προκειμένου να παρέχει την παρεπόμενη υπηρεσία της περίπτωσης β' της παρ. 2 του άρθρου 4 του ν. 3606/2007, καθώς και πιστωτικό ίδρυμα μπορούν να παρέχουν πίστωση σε πελάτες τους για την αγορά κινητών αξιών, σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 5 έως 13 του ν. 4141/2013, ότι η Α.Ε.Π.Ε.Υ. απαγορεύεται να παρέχει κάθε άλλη πίστωση προς οποιοδήποτε φυσικό ή νομικό πρόσωπο για σκοπό άλλον από τον οριζόμενο στην παράγραφο 1 του νόμου, ότι για την παροχή πίστωσης σε επενδυτή απαιτείται η σύναψη έγγραφης σύμβασης και ότι με απόφαση της ΕΚ κατόπιν γνώμης της ΤτΕ μπορεί να καθορίζονται οι ειδικότεροι όροι και προϋποθέσεις για την παροχή πίστωσης από την Α.Ε.Π.Ε.Υ. και ότι με κοινή απόφαση της ΤτΕ και της ΕΚ καθορίζονται οι όροι και προϋποθέσεις της παραγράφου 4 που εφαρμόζονται για την παροχή πίστωσης από τα πιστωτικά ιδρύματα. Μάλιστα, σύμφωνα με την υπ' αριθμ. 6/675/27.2.2014 (ΦΕΚ Β' 1220 14.5.2014) απόφαση του ΔΣ της ΕΚ αναφορικά με την παροχή πίστωσης από Α.Ε.Π.Ε.Υ. ρητά ορίζεται στο άρθρ. 4 αυτής ότι θα πρέπει να υπάρχει έγγραφη σύμβαση, η οποία να καθορίζει κατ' ελάχιστο τη διάρκεια της σύμβασης και τον τρόπο λύσης της, τις επιβαρύνσεις του επενδυτή εν προκειμένω για την παροχή πίστωσης με ειδική αναφορά στο επιτόκιο, την περίοδο εκτοκισμού και τις τυχόν λοιπές επιβαρύνσεις υπέρ της εταιρείας ή τρίτων, τη βασική λειτουργία του μηχανισμού παροχής πιστώσεων, κατά τρόπο κατανοητό, τα στοιχεία που δύνανται να απαρτίζουν το χαρτοφυλάκιο ασφαλείας και όλες εκείνες τις παραμέτρους που είναι ικανές να διασφαλίσουν την ασφαλή θέση του επενδυτή.

Στην υπό κρίση περίπτωση και στα πλαίσια της ελευθερίας των συμβάσεων (361 ΑΚ) θα μπορούσε κανείς να ομιλήσει για δυνατότητα του φορέα διαχείρισης της ηλεκτρονικής πλατφόρμας να υπογράψει συμβατικό κείμενο με τον επενδυτή,

προκειμένου να μπορεί ο τελευταίος να αποκτήσει κινητές αξίες της υπό χρηματοδότηση εταιρείας υπό την αυτονόητη προϋπόθεση ότι θα τηρηθεί το ως άνω ήδη υφιστάμενο νομοθετικό πλαίσιο και συνακόλουθα βάσιμα θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι αυτό συνιστά μία μορφή παροχής πιστώσεως.

VIII. Η ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΣΗ ΜΠΟΡΕΙ ΝΑ ΠΕΡΙΛΑΜΒΑΝΕΙ ΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΔΙΑΜΕΣΟΛΑΒΗΣΗ;

Στη συμβατική σχέση που αναπτύσσεται μεταξύ του αδειοδοτούμενου φορέα διαχείρισης της ηλεκτρονικής πλατφόρμας και του επενδυτή ενδέχεται να παρεισφύσει και πιστωτικό ίδρυμα το οποίο μπορεί να χορηγήσει δάνειο στην επιχείρηση, το οποίο (δάνειο) όμως η επιχείρηση που έχει χρηματοδοτηθεί συμφωνείται να το αποπληρώσει στο φορέα που διαχειρίζεται την πλατφόρμα καθώς η τελευταία έχει ήδη συμφωνήσει να της εκχωρηθεί η συμβατική αυτή σχέση του δανείου. Με τον τρόπο αυτό μπορεί, επομένως, πέραν των συμβατικών σχέσεων που αναπτύσσονται με τους εμπλεκόμενους φορείς να λειτουργήσει και αναπτυχθεί συμβατική σχέση πίστωσης, στην οποία μπορεί ασφαλώς να συμφωνηθεί επιτόκιο ανάλογα με την κάθε περίπτωση. Συνακόλουθα, μπορεί και στη με την παρούσα εξεταζόμενη περίπτωση να λειτουργήσει σύμβαση πίστωσης με ανοιχτό αλληλόχρεο λογαριασμό, επί της οποίας θα μπορούν να τύχουν εφαρμογής όλες εκείνες οι διατάξεις του ΑΚ περί αναγνώρισης χρέους κλπ.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ

Ι. Η ΗΔΗ ΥΠΑΡΧΟΥΣΑ ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΗ ΠΡΟΒΛΕΨΗ ΠΕΡΙ ΕΝΗΜΕΡΩΤΙΚΟΥ ΔΕΛΤΙΟΥ ΠΡΟΣΦΟΡΑΣ ΚΙΝΗΤΩΝ ΑΞΙΩΝ

Η πληροφόρηση στην πρωτογενή αγορά ρυθμίζεται στην ελληνική έννομη τάξη από το ν. 3401/2005⁹¹ περί ενημερωτικού δελτίου δημόσιας προσφοράς κινητών αξιών και εισαγωγής τους για διαπραγμάτευση, όπως αυτός τροποποιήθηκε από το ν. 4099/2012. Η δημοσίευση του ενημερωτικού δελτίου συμβάλλει στην ενίσχυση της προστασίας των επενδυτών και στη διασφάλιση της αποτελεσματικότητας της αγοράς. Βάση, επομένως, της δημόσιας προσφοράς των κινητών αξιών στην Ελλάδα αλλά και της εισαγωγής κινητών αξιών για διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά που βρίσκεται ή λειτουργεί στην Ελλάδα είναι η δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου.

Το ενημερωτικό δελτίο αποτέλεσε αντικείμενο ρύθμισης των πρώτων κοινοτικών οδηγιών με τις οποίες είναι γεγονός ότι καθιερώθηκε ένας αποσπασματικός και πολύπλοκος μηχανισμός αμοιβαίας αναγνώρισής του⁹². Μάλιστα από την αρχή δημιουργήθηκε η ανάγκη για την ύπαρξη ενός ενιαίου ρυθμιστικού πλαισίου, σύμφωνα με το οποίο, θα μπορεί ο υποψήφιος επενδυτής να λαμβάνει κατάλληλη και αντικειμενική πληροφόρηση κυρίως για την οικονομική κατάσταση του εκδότη των τίτλων και για τα χαρακτηριστικά των αξιών που αιτείται

⁹¹ Με το νόμο αυτό προσαρμόστηκε το ελληνικό δίκαιο στην Οδηγία 2003/71 ΕΚ όπως αυτή τροποποιήθηκε από την Οδηγία 2010/73, η οποία σε αντίθεση με την προηγούμενη Οδηγία 2001/34 θεσπίζει κανόνες μέγιστης εναρμόνισης. Το περιεχόμενο της πρώτης οδηγίας εξειδικεύθηκε με τον Κανονισμό 809/2004, όπως αυτό εν τέλει τροποποιήθηκε με τους Κανονισμούς 1787/2006 και 211/2007. Έχουν δε εκδοθεί οι Απ 3/398/22.9.2006 ΕΚ και 2/460/10.1.2008 ΕΚ. Να σημειωθεί ότι ήδη έχει θεσπιστεί ο Κανονισμός 2017/1129 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 14^{ης} 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· Βελέντζας, Ενημερωτικό δελτίο δημόσιας προσφοράς κινητών αξιών και εισαγωγής τους για διαπραγμάτευση, ΕΤΡΑΞΧρΔ 2007, 93.

⁹² Βλ. Οδηγία 80/390/ΕΟΚ για το συντονισμό των όρων κατάρτισης ελέγχου και διάδοσης του ενημερωτικού δελτίου που πρέπει να δημοσιεύεται για την εισαγωγή κινητών αξιών σε χρηματιστήριο αξιών καθώς και Οδηγία 89/298/ΕΟΚ για το συντονισμό των όρων κατάρτισης, ελέγχου και κυκλοφορίας του ενημερωτικού δελτίου που πρέπει να δημοσιεύεται όταν απευθύνεται στο κοινό πρόσκληση για κινητές αξίες. Να σημειωθεί δε ότι ο εν λόγω μηχανισμός κρίθηκε ως ανίκανος να επιτύχει το στόχο του ενιαίου διαβατηρίου, όπως σημειώνεται και σε *Αυγητίδη*, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, 2016, 265, με σχετική παραπομπή στην παρ. 1 του προοιμίου της Οδηγίας 2003/71/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με το ενημερωτικό δελτίο που πρέπει να δημοσιεύεται κατά τη δημόσια προσφορά κινητών αξιών ή την εισαγωγή τους προς διαπραγμάτευση και την τροποποίηση της Οδηγίας 2001/34/ΕΚ», όπως ισχύει σήμερα μετά τις τροποποιήσεις της από τις Οδηγίες 2008/11/ΕΕ, 2010/73/ΕΕ, 2010/78/ΕΕ, 2013/50/ΕΕ και 2014/51/ΕΕ.

της εισαγωγής τους στο χρηματιστήριο. Αντιστοίχως, όφειλε να λαμβάνει τέτοιας πληροφόρησης ο μελλοντικός επενδυτής και στην περίπτωση που είτε ο εκδότης είτε τρίτο πρόσωπο εξουσιοδοτημένο νόμιμα από τον τελευταίο, προσέφερε κινητές αξίες του στο κοινό για πρώτη φορά ή όταν αυτές επρόκειτο να εισαχθούν μεταγενέστερα στο χρηματιστήριο είτε όχι.

Για το λόγο αυτό, η υποχρέωση της παραπάνω πληροφόρησης των επενδυτών μέσω του ενημερωτικού δελτίου⁹³, που ρητά προβλέπεται στην ισχύουσα μέχρι την 21^η-07-2019 Οδηγία 2003/71/EK (ενώ για το περιεχόμενό του ισχύει ο Κανονισμός (ΕΚ) αριθ. 809/2004 της Ευρωπαϊκής Επιτροπής), ενσωματώθηκε στην ελληνική νομοθεσία με το ν. 3401/2005⁹⁴, ο οποίος και διατηρεί το καθεστώς αυτής της προηγούμενης δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου, τόσο στην περίπτωση της *δημόσιας προσφοράς κινητών αξιών* όσο και στην περίπτωση *εισαγωγής κινητών αξιών προς διαπραγμάτευση* σε οργανωμένη αγορά⁹⁵. Δεδομένης, συνεπώς της αναγκαιότητας παροχής πληροφόρησης του επενδυτή για τις μετοχές και τους εκδότες τους, μέσο υλοποίησης αναδείχθηκε για τη δημόσια προσφορά⁹⁶ και την εισαγωγή για διαπραγμάτευση, το ενημερωτικό δελτίο. Το εν λόγω δελτίο απαιτείται

⁹³ Δρακόπουλος, Ενημερωτικό δελτίο εισαγωγής στο Χρηματιστήριο μετοχών από συγχώνευση, ΔΕΕ 1997, 929, όπου γίνεται μνεία στα δύο είδη ενημερωτικού δελτίου, ήτοι στο «**ενημερωτικό δελτίο εισαγωγής**» και στο «**ενημερωτικό δελτίο πρόσκλησης προς το κοινό**» (ή «για διάθεση τίτλων στο κοινό») είτε επίκειται εισαγωγή στο χρηματιστήριο είτε όχι. Στην εν λόγω δημοσιευθείσα γνωμοδότηση σημειώνεται ότι: «[...] Η παραπάνω ορολογική διάκριση απαντάται ήδη ρητώς σε διάφορα νομοθετικά κείμενα, όπως π.χ. το άρθρο 4 παρ. 2 περ. θ' ΠΔ 52/1992 και το άρθρο 3 παρ. 5 του ΠΔ 50/1992 - βλ. και ελληνικό κείμενο Οδηγίας 90/211/ΕΟΚ. Αντίστοιχη ορολογία χρησιμοποιείται και σε άλλες χώρες της Ε.Ε. Έτσι, ο όρος «ενημερωτικό δελτίο εισαγωγής» αντιστοιχεί στον αγγλικό όρο «*listing particulars*» και στο γερμανικό «*Borsenprospekt*», ενώ ο όρος «ενημερωτικό δελτίο πρόσκλησης προς το κοινό» στον αγγλικό όρο «*prospectus*» και στο γερμανικό «*Emissionprospekt*». Η λειτουργία και ο σκοπός των δύο αυτών ειδών ενημερωτικού δελτίου διαφέρουν. Το «ενημερωτικό δελτίο πρόσκλησης προς το κοινό» συνδέεται με συγκεκριμένη προσφορά κινητών αξιών προς τους επενδυτές είτε από τον εκδότη τους είτε και από τρίτο και αποσκοπεί να παράσχει στους υποψήφιους επενδυτές την απαραίτητη πληροφόρηση προκειμένου να είναι σε θέση να αποφασίσουν εάν θα λάβουν την επενδυτική απόφαση απόκτησής τους. Από την άλλη πλευρά, το «ενημερωτικό δελτίο εισαγωγής» εντάσσεται στο πλαίσιο της διαρκούς πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού σε σχέση με κινητές αξίες εισηγμένες στο χρηματιστήριο προκειμένου να είναι εκάστοτε σε θέση να λαμβάνει επενδυτικές αποφάσεις για απόκτηση, διατήρηση ή εκποίηση τους.[...].».

⁹⁴ Σημαντικές τροποποιήσεις στο νόμο αυτό επέφερε ο ν. 4099/2012 σε προσαρμογή προς την Οδηγία 2010/73/ΕΕ, η οποία συνακόλουθα τροποποίησε την Οδηγία 2003/71/EK.

⁹⁵ Για την υποχρέωση δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου βλ. *Αυγητίδη*, Η ευθύνη του αναδόχου για το ενημερωτικό δελτίο μετά την ενσωμάτωση της Οδηγίας 2003/71/EK με το ν. 3401/2005, *ΕπισκΕΔ* 2007, 3, 6 επ· *Βελέντζα*, Ενημερωτικό δελτίο δημόσιας προσφοράς κινητών αξιών και εισαγωγής τους για διαπραγμάτευση, *ΕΤρΑΧρΔ* 2007, 93· *Πολίτη*, Η πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού, 2002, 58 επ.

⁹⁶ Ο όρος «δημόσια προσφορά» αποτελεί έννοια γένος και συνεπώς περιλαμβάνει τη δημόσια εγγραφή με έκδοση νέων μετοχών κατά το άρθρο 8^α του ΚΝ 2190/1920 και τη δημόσια διάθεση υφιστάμενων μετοχών ή άλλων κινητών αξιών.

προηγουμένως να έχει δημοσιευθεί καθώς και να έχει εγκριθεί από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Προσέτι, δημόσια προσφορά μπορεί να υπάρχει τόσο κατά την πρωτογενή διάθεση κινητών αξιών, οπότε το πρόσωπο του προσφέροντος ταυτίζεται με το πρόσωπο του εκδότη, όσο και κατά τη δευτερογενή, δηλαδή, από κάτοχο κινητών αξιών του εκδότη, που είτε έχουν ήδη εισαχθεί στη δευτερογενή αγορά είτε ζητείται η εισαγωγή τους από τον κάτοχό τους (όπου εδώ ο προσφέρων είναι άλλο πρόσωπο από τον εκδότη). Πιο συγκεκριμένα σύμφωνα με το άρθρ. 2 παρ. 1 περ. δ' του ν. 3401/2005, δημόσια προσφορά ορίζεται ως εξής: «κάθε δημόσια ανακοίνωση με οποιαδήποτε μορφή και με οποιοδήποτε μέσο, η οποία απευθύνεται στο κοινό και περιέχει επαρκείς πληροφορίες για τους όρους της δημόσιας προσφοράς ή εγγραφής και τις προσφερόμενες υφιστάμενες ή νέες κινητές αξίες, ώστε να παρέχεται στον επενδυτή η δυνατότητα να αποφασίζει την αγορά ή την εγγραφή του για την αγορά αυτών των κινητών αξιών». Σύμφωνα δε με το άρθρο 3 παρ. 1 του ιδίου ως άνω νόμου, με την επιφύλαξη της παραγράφου 2, δεν επιτρέπεται η δημόσια προσφορά κινητών αξιών στην Ελλάδα χωρίς την προηγούμενη δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου.

Από την παραπάνω τελευταία διατύπωση, προκύπτει ότι ο νόμος (στην παρ. 2 αυτού) προβλέπει και *εξαιρέσεις* από την υποχρέωση προηγούμενης δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου, καθότι, δεν απαιτείται η δημοσίευση στα ακόλουθα είδη προσφορών, ήτοι: α) προσφορά κινητών αξιών, η οποία απευθύνεται μόνον σε ειδικούς επενδυτές, β) προσφορά κινητών αξιών, η οποία απευθύνεται σε λιγότερα από εκατό πενήντα (150) φυσικά ή νομικά πρόσωπα ανά κράτος - μέλος, τα οποία δεν είναι ειδικοί επενδυτές, γ) προσφορά κινητών αξιών, η οποία απευθύνεται σε επενδυτές οι οποίοι αποκτούν κινητές αξίες με συνολική αξία τουλάχιστον εκατό χιλιάδες (100.000) ευρώ ανά επενδυτή, για κάθε επί μέρους προσφορά, δ) προσφορά κινητών αξιών, η ονομαστική αξία ανά μονάδα των οποίων ανέρχεται τουλάχιστον σε εκατό χιλιάδες (100.000) ευρώ, ε) προσφορά κινητών αξιών, με συνολική αξία στην Ευρωπαϊκή Ένωση μικρότερη από εκατό χιλιάδες (100.000) ευρώ, όριο το οποίο υπολογίζεται σε περίοδο δώδεκα μηνών.

Πράγματι, είναι άκρως δικαιολογημένη η παραπάνω εξαίρεση, καθώς κάθε φορά συντρέχει και διαφορετική κατηγορία επενδυτών, που έχει και ανάλογη απαίτηση προστασίας και αυτό λόγω της εκάστοτε ειδικής γνώσης που κατέχει. Ειδικά για τον ειδικό επενδυτή, στον οποίο και περιλαμβάνεται και ο επαγγελματίας πελάτης του άρθρ. 6 του ν. 3606/2007 και εν γένει αυτόν που έχει κατηγοριοποιηθεί

ως επαγγελματίας, τεκμαίρεται, ότι γνωρίζει και δύναται να αξιολογήσει τους κινδύνους που ενέχει η επένδυση σε κινητές αξίες. Στην περίπτωση, δε, του χαμηλού αριθμού των επενδυτών, όταν δηλαδή, η προσφορά απευθύνεται σε λιγότερα από 150 άτομα, τότε εύλογα, μπορεί να μη δημοσιευθεί δελτίο, καθώς είναι ευχερέστερη η ιδιωτική πληροφόρηση. Παρατηρείται, επιπλέον, ότι οι εξαιρέσεις από την υποχρέωση του εκδότη να δημοσιεύει ενημερωτικό δελτίο καθορίζονται με τρόπο αποκλειστικό και όχι ενδεικτικό και δικαιολογούνται είτε με βάση το πρόσωπο προς το οποίο απευθύνεται η δημόσια προσφορά είτε με βάση την αξία της προσφοράς είτε με βάση το ίδιο το αντικείμενο της προσφοράς⁹⁷. Το ενημερωτικό δελτίο δημοσιεύεται μόνο ύστερα από έγκριση της ΕΚ καθώς η έκδοση του δελτίου αποτελεί το τελευταίο στάδιο πριν την άντληση κεφαλαίων από το επενδυτικό κοινό. Είναι δε γεγονός ότι η παράβαση των διατάξεων του ν. 3401/2005 προβλέπει αστικές, διοικητικές αλλά και ποινικές κυρώσεις από τη δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου ενώ συντρέχει λόγος και για αστική ευθύνη για την προστασία των επενδυτών.

II. Η ΝΕΑ ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΗ ΠΡΟΒΛΕΨΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΠΡΟΣΦΟΡΑ ΚΙΝΗΤΩΝ ΑΞΙΩΝ

Με το άρθρο 23 του ν. 4416/2016 προστέθηκε νέα παράγραφος 6 στο ήδη υπάρχον άρθρο 1 του ν. 3401/2005 σύμφωνα με την οποία πλέον ορίζεται ότι: «6. Κατ' εξαίρεση μπορεί να διενεργείται δημόσια προσφορά χωρίς να απαιτείται η κατάρτιση και δημοσιοποίηση του προβλεπόμενου στην προηγούμενη παράγραφο πληροφοριακού δελτίου, εφόσον συντρέχουν **σωρευτικά** οι εξής προϋποθέσεις:

α) Η προσφορά διενεργείται αποκλειστικά μέσω ηλεκτρονικού συστήματος, το οποίο διαχειρίζεται ΑΕΠΕΥ που έχει λάβει άδεια να παρέχει τουλάχιστον την επενδυτική υπηρεσία της περίπτωσης α' της παραγράφου 1 του άρθρου 4⁹⁸ και την παρεπόμενη υπηρεσία της περίπτωσης α' της παρ. 2 του άρθρου 4⁹⁹ του ν. 3606/2007, ΑΕΔΟΕΕ

⁹⁷ Στην εισηγητική έκθεση του ν. 3401/2005 αναφέρεται ότι στις περισσότερες από τις περιπτώσεις που αναφέρονται, η εξαίρεση παρέχεται διότι θεωρείται ότι υπάρχει αρκετή ενημέρωση για τις εν λόγω κινητές αξίες είτε γιατί έχει προηγηθεί ένα εταιρικό ή άλλο γεγονός ως προς το οποίο δόθηκε στο κοινό ικανοποιητική ενημέρωση είτε γιατί η προσφορά απευθύνεται κατά τεκμήριο σε πρόσωπα που έχουν γνώση των συγκεκριμένων κινητών αξιών είτε γιατί οι κινητές αξίες είναι ήδη γνωστές στο κοινό.

⁹⁸ Ήτοι τη λήψη και διαβίβαση εντολών, η οποία συνίσταται στη λήψη και διαβίβαση εντολών για λογαριασμό πελατών, για κατάρτιση συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα.

⁹⁹ Ήτοι τη φύλαξη και διοικητική διαχείριση χρηματοπιστωτικών μέσων για λογαριασμό πελατών, περιλαμβανομένης της παροχής υπηρεσιών θεματοφύλακα και παροχής

που έχει λάβει άδεια να παρέχει τις παρεπόμενες υπηρεσίες της περίπτωσης β' της παρ. 4 του άρθρου 6 του ν. 4209/2013¹⁰⁰ ή πιστωτικό ίδρυμα στο πλαίσιο της επενδυτικής υπηρεσίας της λήψης και διαβίβασης εντολών. **Ως ηλεκτρονικό σύστημα νοείται η ηλεκτρονική πλατφόρμα που παρουσιάζει μέσω του διαδικτύου τις επενδυτικές προτάσεις των εκδοτών και δέχεται με τον ίδιο τρόπο εντολές επενδυτών για απόκτηση κινητών αξιών**¹⁰¹.

β) Προσφέρονται κινητές αξίες των ανωτέρω εκδοτών με συνολική αξία μικρότερη από πεντακόσιες χιλιάδες (500.000) ευρώ, όριο το οποίο υπολογίζεται ανά εκδότη σε περίοδο δώδεκα μηνών.

γ) Η συμμετοχή του ιδιώτη πελάτη, κατά την έννοια της παρ. 8 του άρθρου 2 του ν. 3606/2007¹⁰², δεν μπορεί να υπερβαίνει το ποσό των πέντε χιλιάδων (5.000) ευρώ¹⁰³ και σε κάθε περίπτωση το δέκα τοις εκατό (10%)¹⁰⁴ του μέσου όρου των δηλωθέντων με τη φορολογική δήλωση εισοδημάτων της προηγούμενης τριετίας¹⁰⁵, ανά εκδότη και των τριάντα χιλιάδων (30.000) ευρώ¹⁰⁶ κατ' έτος, ανά ΑΕΠΕΥ ή ΑΕΔΟΕΕ της περίπτωσης α' της παρούσης παραγράφου ή πιστωτικό ίδρυμα¹⁰⁷.

Με απόφαση του Υπουργού Οικονομικών, μετά από εισήγηση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, μπορούν να μεταβάλλονται τα χρηματικά όρια της παρούσας.»

συναφών υπηρεσιών όπως η διαχείριση χρηματικών διαθεσίμων ή παρεχόμενων ασφαλειών.

¹⁰⁰ Ήτοι β) παρεπόμενες υπηρεσίες: αα) Παροχή επενδυτικών συμβουλών, ββ) φύλαξη και διοικητική διαχείριση μετοχών ή μεριδίων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων και γγ) λήψη και διαβίβαση εντολών επί χρηματοπιστωτικών μέσων.

¹⁰¹ Για το λόγο αυτό η διαδικασία όλη αυτή ονομάζεται από πολλούς equity-based crowdfunding.

¹⁰² Σύμφωνα με το άρθρο αυτό ιδιώτης πελάτης είναι κάθε πελάτης που δεν είναι επαγγελματίας.

¹⁰³ Παρ' όλα αυτά, εκτός από το όριο των 5.000 ευρώ / ανά εκδότη, ο νόμος δεν φαίνεται να θέτει άλλα όρια στους επενδυτές χαμηλού εισοδήματος και ως εκ τούτου δημιουργεί ορισμένα ερωτήματα σχετικά με την προστασία των επενδυτών.

¹⁰⁴ Εάν, για παράδειγμα, το συνολικό δηλωθέν ποσό των τριών τελευταίων ετών ανέρχεται σε 70.000 ευρώ, ο επενδυτής μπορεί να επενδύσει έως και 7.000 ευρώ ανά εκδότη. Επιπλέον, αν το 10% του μέσου δηλωθέντος ποσού της τριετούς περιόδου είναι μικρότερο από 5.000 ευρώ, τότε ο επενδυτής έχει τη δυνατότητα να επενδύσει μέχρι 5.000 ευρώ.

¹⁰⁵ Ορθότερο είναι σύμφωνα με τη θεωρία να θεωρηθεί ότι το έτος με βάση το οποίο θα υπολογίζεται το δεύτερο από τα ανωτέρω ποσά θα είναι το ημερολογιακό έτος, καθότι, το ποσό των 30.000€ θα συνδέεται με τον τρόπο αυτό και με το ανώτατο επιτρεπόμενο όριο με βάση τα δηλωθέντα εισοδήματα του συγκεκριμένου προσώπου. Συνακόλουθα δε το ποσοστό 10% θα ισχύει και για τον υπολογισμό των συνολικών επενδύσεων του συγκεκριμένου προσώπου δια μέσου ηλεκτρονικού συστήματος συμμετοχικής επένδυσης.

¹⁰⁶ Για παράδειγμα, εάν το 10% αυτού του εισοδήματος υπερβαίνει τα 30.000 ευρώ τότε ο επενδυτής μπορεί να αποφασίσει να καταναείμι αυτό το ποσό μόνο σε μία ή περισσότερες προσφορές. Αλλά σε κάθε περίπτωση θα τηρήσει το όριο στην ίδια πλατφόρμα για το ίδιο έτος.

¹⁰⁷ Η νομοθετική αυτή πρόβλεψη τέθηκε με σκοπό να προλάβει ενδεχόμενο ανταγωνισμό μεταξύ κυρίαρχων διαχειριστών ηλεκτρονικής πλατφόρμας στην αγορά.

Παρατηρείται, συνεπώς στο νέο νομοθετικό πλαίσιο ότι ειδικά για τους φορείς που διαχειρίζονται ηλεκτρονική πλατφόρμα συμμετοχικής επένδυσης δεν υπάρχει υποχρέωση δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου σε πλήρη αντίθεση με ό,τι ισχύει εν γένει με την εισαγωγή κινητών αξιών σε οργανωμένη αγορά και την προσφορά τους στο επενδυτικό κοινό σύμφωνα με το ήδη υπάρχον νομοθετικό πλαίσιο (ν. 3401/2005), **προσθέτοντας κατά τον τρόπο αυτό και άλλη εξαίρεση από τη δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου εφόσον συντρέχουν σωρευτικά οι προϋποθέσεις που έχουν ήδη ανωτέρω σημειωθεί**. Επιπρόσθετα, δεν μπορεί να παραγνωρισθεί ότι τίθενται όρια αριθμητικά τόσο για τους εκδότες όσο και για τους ίδιους τους επενδυτές καθώς προσπάθησε ο Έλληνας νομοθέτης να ακολουθήσει ένα συνδυασμό άλλων νομοθετικών σχετικών προβλέψεων άλλων κρατών συγκεκριμένα δε αυτών της Γερμανίας αλλά και του Ηνωμένου Βασιλείου¹⁰⁸.

Στη νέα, όμως, νομοθετική πρόβλεψη μπορεί να σημειωθεί ότι αυτή έχει λησμονήσει ότι οι εν γένει κανόνες ασφαλείας όπως αυτοί διασφαλίζονται μέσα από την εν λόγω δημοσίευση ενδεχομένως και να μην μπορούν να εφαρμοστούν και στην εδώ εξεταζόμενη περίπτωση. Άλλως ειπείν, είναι πράγματι πρόκληση από τη μία πλευρά να επιχειρείται να αναπτυχθεί ταχύτατα ο καινοτόμος αυτός θεσμός και η σχετική αγορά και από την άλλη να γίνεται προσπάθεια ενίσχυσης της προστασίας των επενδυτών, χωρίς όμως παράλληλα να τίθενται νομοθετικές δικλείδες ικανές να εξασφαλίσουν το τελευταίο. Ενώ θα πρέπει να λεχθεί ότι από τη γραμματική ερμηνεία της διάταξης προκύπτει ότι ο νομοθέτης θέλησε να αυξήσει τα κεφάλαια που μπορούν να επενδυθούν μέσω της ηλεκτρονικής πλατφόρμας καθώς γίνεται αντιληπτό ότι όσο περισσότερες ηλεκτρονικές πλατφόρμες λειτουργούν στην αγορά τόσο περισσότερα ποσά θα μπορεί να επενδύσει ένας επενδυτής.

Η ανωτέρω επιλογή του Έλληνα νομοθέτη, σαφώς και δεν είναι ανάξια κριτικής, καθώς στην προσπάθειά του να πραγματώσει την ενωσιακή πρωτοβουλία της ταχύτερης ανάπτυξης του θεσμού της συμμετοχικής επένδυσης, τη μη απώλειας υποψήφιων επενδυτών και εν γένει της ενίσχυσης της καταναλωτικής εμπιστοσύνης, πράγματι, κάπως ανώριμα, πήρε την απόφαση να εισάγει αμέσως σχετική διάταξη, σύμφωνα με την οποία να μην απαιτείται για το θεσμό, η προηγούμενη δημοσίευση

¹⁰⁸ Σύμφωνα με τη σχετική νομοθεσία του Ηνωμένου Βασιλείου το ποσό που μπορεί ο επενδυτής να επενδύσει μέσω μίας ηλεκτρονικής πλατφόρμας υπολογίζεται και εξαντλείται αριθμητικά σε ένα ποσό χ που δύναται να επενδύσει σε όλη την αγορά της συμμετοχικής επένδυσης (aggregate limit). Ενώ σύμφωνα με τη νομοθεσία της Γερμανίας ο επενδυτής μπορεί να επενδύσει μέσω των διάφορων ηλεκτρονικών πλατφόρμων διάφορα ποσά, χωρίς δηλαδή να δεσμεύεται, πλην όμως τίθεται αριθμητικό όριο όσον αφορά στις επενδύσεις του ανά πλατφόρμα (single issuer limit). Βλ. σχετικά σε *Serdaris*, (Electronic copy available at: <https://ssrn.com/abstract=2913443>), 12.

ενημερωτικού δελτίου. Και μάλιστα, το έπραξε χωρίς να υπολογίσει το ότι στην υπό κρίση διαδικασία επενδύουν δύο ταχύτητες επενδυτών, ήτοι αυτοί που επενδύουν μικρά χρηματικά ποσά και αυτοί που επενδύουν μεγάλα. Η νέα διάταξη, όπως παρατηρείται, πράγματι, δεν είναι σε θέση να εγγυηθεί την προστασία των επενδυτών, αφού ενδέχεται η τήρηση του ενημερωτικού δελτίου να είναι επαρκής για μία προσφορά ύψους 250.000 ευρώ, αλλά ενδέχεται να είναι ανεπαρκής για μια μεγαλύτερη προσφορά ή υπερβολική για μια μικρότερη προσφορά¹⁰⁹. Συνακόλουθα, η έλλειψη του ενημερωτικού δελτίου μπορεί να οδηγήσει τους ανυποψίαστους – αδαείς επενδυτές σε παράλογες επιλογές, λανθασμένες επενδύσεις και κατ' επέκταση σε περιουσιακή ζημία. Εδώ, δηλαδή, ενδέχεται να υπάρξει περίπτωση επενδυτή, που κάνει χρήση της ηλεκτρονικής πλατφόρμας, χωρίς όμως, να κατέχει ειδικότερες γνώσεις στον τομέα αυτό και σε συνδυασμό με τη μη προηγούμενη δημοσίευση δελτίου που στην αντίθετη περίπτωση θα συνέβαλε στην ενημέρωσή του, μπορεί, πράγματι, να υποστεί ζημία, για την αποκατάσταση της οποίας να μπορεί να προσφύγει δικαστικά και να επιδιώξει να διεκδικήσει χρηματικό ποσό από το φορέα διαχείρισης της ηλεκτρονικής πλατφόρμας αλλά και από την υπό χρηματοδότηση εταιρεία.

Περαιτέρω, εξίσου προβληματική παραμένει η ως άνω νομοθετική επιλογή και ως προς το ότι σε τελευταία ανάλυση, δεν προβλέπει τη δυνατότητα τήρησης ενημερωτικού δελτίου ανάλογα με το ύψος της δημόσιας προσφοράς. Λαμβανομένης υπόψη της περιόδου της οικονομικής κρίσης που διανύει η χώρα μας και των χαμηλών της επενδυτικών της κινήσεων, πράγματι, είναι αντιληπτό ότι η επιλογή του νομοθέτη, έπρεπε να είναι ακριβώς η αντίθετη από την ισχύουσα, αφού, προβλέπει ότι προσφέρονται κινητές αξίες με συνολική αξία μικρότερη από πεντακόσιες χιλιάδες (500.000) ευρώ, όριο το οποίο υπολογίζεται ανά εκδότη σε περίοδο δώδεκα μηνών, ήτοι θέτει μέγιστο όριο, ενώ, αντίθετα, εάν ήθελε να αυξήσει την είσοδο ολοένα και περισσότερων επενδυτών στην εν λόγω διαδικασία, όφειλε να ακολουθήσει την αντίθετη κατεύθυνση, σε αρμονία με την Οδηγία 2003/71/ΕΕ και το ν. 3401/2005 που

¹⁰⁹ Όπως εύστοχα παρατηρεί ο Serdaris, (Electronic copy available at: <https://ssrn.com/abstract=2913443>): «[...] For example, when an issuer offers bonds or other securitized debt, excluding those containing a derivative, then the platform would not need to carry out an appropriateness assessment where the other conditions of Article 25(6) are met. Hence, the lack of a completed information sheet combined with the abandonment of an appropriateness assessment might lead unsophisticated investors to unreasonable choices and financial loss. However, platforms should be very careful when making use of Article 25§6's exemption, since it could possibly lead to civil liability issues. [...]».

προβλέπουν μεγαλύτερα όρια εξαίρεσης από το δελτίο και να θεσπίσει ελάχιστο όριο¹¹⁰.

Όλα τα παραπάνω σε συνδυασμό με το ότι ειδικά στο νόμο, δεν γίνεται διάκριση μεταξύ ιδιωτών και επαγγελματιών επενδυτών, παρά μόνο όσον αφορά στο ότι οι τελευταίοι δεν υπάγονται στους περιορισμούς του ποσού που θα επενδύσουν¹¹¹, και έτσι συνάγεται το συμπέρασμα ότι οι επενδυτές που κατέχουν περισσότερο το συγκεκριμένο αντικείμενο, θα καταφέρουν και να επιβιώσουν, αφού θα είναι σε θέση να διακρίνουν μία πολλά υποσχόμενη επιχείρηση από μία καθ' όλα κοινή, ενώ παράλληλα θα έχουν την οικονομική άνεση να επενδύσουν στην πρώτη. Επιπρόσθετα, όπως θα παρατηρήσει κανείς, σε αντίθεση με τους επαγγελματίες επενδυτές, για τους ιδιώτες τίθενται επενδυτικά όρια κατά τα ανωτέρω και επομένως, στο παραπάνω ποσό επένδυσης, θα παραμείνουν και οι δύο ταχύτητες επενδυτών και συνακόλουθα οι ισχυρότεροι θα επικρατήσουν. Παράλληλα δε οι νεοσύστατες ευαγείς επιχειρήσεις που έχουν γνώση του χώρου που δραστηριοποιούνται, θα προσελκύσουν μόνο σοβαρά κεφάλαια, ήτοι επενδύσεις που προέρχονται από επαγγελματίες του χώρου και όχι κεφάλαια από μικροεπενδυτές. Για τους λόγους αυτούς, έχει προταθεί σχετικά η αύξηση του ορίου των 500.000€ που προβλέπεται τουλάχιστον στο ποσό των 1.000.000€¹¹². Ήδη ο υπό ψήφιση Κανονισμός σχετικά με τους Ευρωπαϊούς παρόχους υπηρεσιών πληθοχρηματοδότησης για επιχειρήσεις αναφέρει ότι για την αποτελεσματικότερη προστασία των επενδυτών κρίνεται σκόπιμο να επιβληθεί όριο ως προς το ανώτατο ύψος ανταλλακτικής αξίας για κάθε προσφορά πληθοχρηματοδότησης και να οριστεί αυτό στο ποσό των 1.000.000€ και αυτό διότι το συγκεκριμένο όριο θα αντιστοιχεί σε εκείνο που ορίζεται πλέον στο νέο Κανονισμό 2017/1129 σύμφωνα με τον οποίο θα είναι υποχρεωτική η κατάρτιση και έγκριση ενημερωτικού δελτίου πάνω από το ποσό αυτό.

¹¹⁰ Βλ. *Serdaris*, (Electronic copy available at: <https://ssrn.com/abstract=2913443>): «[...] What it is suggested here is that bigger exemptions increase the money invested in crowdfunding whereas investor protection can be succeeded through higher minimum stock prices which will inevitably exclude reckless investors who might not be able to fend for themselves. [...]».

¹¹¹ Αυτή την παρατήρηση σημειώνει ο Μούζουλας, ΔΕΕ 2017, 474.

¹¹² Βλ. *Serdaris*, (Electronic copy available at: <https://ssrn.com/abstract=2913443>): «[...] Having said the above, it is suggested that the threshold set in article 1 § 6b be increased, at least to the amount of EUR 1 million. Giving issuers the ability to offer bigger amounts to the public, will lead to more retail investors entering the market, something that is consistent with the objectives of the regulation. Moreover, it is suggested that issuers should be free to use the crowdfunding mechanism in order to offer securities at least to professional investors, without having to stay within the limit of EUR 500.000 and without of course having to issue a prospectus. At the same time, an amendment in the law is necessary in the direction of setting a higher -but in no case limitless- threshold for securities offered to accredited investors, based on the provisions of other European countries.[...]».

Εκ των ανωτέρω λεχθέντων προκύπτει ότι εγείρονται διάφορα ζητήματα προστασίας εν γένει των μικροεπενδυτών, για τους οποίους ελλοχεύει σοβαρός κίνδυνος περιουσιακής ζημίας καθώς πράγματι η συμμετοχή τους μέχρι το μικρό ποσό των 5.000€, μπορεί να οδηγήσει σε επιπόλαιη επένδυση με ό,τι αυτό συνεπάγεται. Οι δε διαχειριστές της ηλεκτρονικής πλατφόρμας είναι αναγκαίο να είναι προσεκτικοί όταν κάνουν χρήση της εν λόγω νέας παραγράφου (νέας εξαίρεσης) καθώς ενδέχεται οι επενδυτές να θεμελιώσουν μελλοντικές τους αξιώσεις είτε στηριζόμενες στο άρθρ. 914 ΑΚ είτε στο ν. 2251/1994 περί προστασίας του καταναλωτή.

Επιπλέον, να σημειωθεί ότι ναι μεν εκ της ανωτέρω παράθεσης των προβλεπόμενων επενδυτικών ορίων γίνεται σαφές ότι αυτά αφορούν τους ιδιώτες επενδυτές και ότι οι τελευταίοι υπάγονται αναντίρρητα στο πλαίσιο εφαρμογής της εν λόγω νομοθεσίας, πλην όμως ότι παράλληλα δεν υφίσταται κάποιο κώλυμα υπαγωγής και συνακόλουθης εφαρμογής του ως άνω νομοθετικού πλαισίου και για τους επαγγελματίες επενδυτές¹¹³.

III. ΤΟ ΔΙΑΦΟΡΕΤΙΚΟ ΕΠΙΠΕΔΟ ΠΡΟΣΤΑΣΙΑΣ ΤΟΥ ΙΔΙΩΤΗ ΕΠΕΝΔΥΤΗ ΜΕ ΤΟ ΝΕΟ ΝΟΜΟ ΕΝ ΣΥΓΚΡΙΣΕΙ ΜΕ ΤΟ ΗΔΗ ΥΠΑΡΧΟΝ ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

Να σημειωθεί ότι ο αποδέκτης των υπηρεσιών της ηλεκτρονικής πλατφόρμας - επενδυτής, είναι εκείνος που αγοράζει τα επενδυτικά προϊόντα που δρα στο χώρο της χρηματαγοράς και αυτός που διαμορφώνει με τη συμπεριφορά του τη λειτουργία της¹¹⁴. Βάσει δε της θεωρίας επενδυτής είναι κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο στο οποίο μία Ε.Π.Ε.Υ. παρέχει επενδυτικές ή παρεπόμενες υπηρεσίες¹¹⁵. Το σύνολο των προσώπων που συναλλάσσονται με τους φορείς που διαχειρίζονται τις

¹¹³ Πάντως στη θεωρία έχει υποστηριχθεί μέχρι στιγμής ότι εξ αντιδιαστολής από τη διατύπωση του συγκεκριμένου άρθρου, συνάγεται ότι, εφόσον στη συμμετοχική επένδυση μετέχουν επενδυτές που δεν χαρακτηρίζονται ως ιδιώτες, μπορούν να επενδύουν με τη μορφή αυτή, χωρίς τους ανωτέρω περιορισμούς. Βλ. σχετικά *Serdaris*, *The Regulation of Crowdfunding under the Greek Securities Laws*, Electronic copy available at: <https://ssrn.com/abstract=2913443>· *Μούζουλα*, ΔΕΕ 2017, 474, ο οποίος υποστηρίζει την ως άνω θέση και επιπρόσθετα αναφέρει χαρακτηριστικά στην υποσημείωση 6 ότι τυχόν ερμηνεία περί αναφοράς σε ιδιώτες επενδυτές που αποσκοπεί στην αποκλεισμό των επαγγελματιών επενδυτών από τη συμμετοχική χρηματοδότηση, δεν μπορεί να γίνει αποδεκτή καθώς στερείται λογικής.

¹¹⁴ *Κορδή-Αντωνοπούλου*, Το νομικό πλαίσιο των αγορών χρηματοπιστωτικών μέσων, 2008, 16.

¹¹⁵ *Πολίτης*, Οι επενδυτικές συμβουλές, ΔΕΕ 1998, 933· *Τουντόπουλος*, Η ευθύνη των ΕΠΕΥ έναντι των επενδυτών για παράλειψη πληροφόρησης στα πλαίσια των συμβάσεων απλής λήψης και εκτέλεσης εντολών, ΔΕΕ 2001, 481· ο ίδιος (2015), 72 επ.

ηλεκτρονικές πλατφόρμες αποτελεί το επενδυτικό κοινό, το οποίο ως ομάδα προσώπων διαφορετικών έχει τις περισσότερες φορές συγκρουόμενα συμφέροντα ανάλογα με τον επενδυτικό σκοπό που επιδιώκουν. Επομένως, η βασική αρχή είναι ότι ορισμένοι επενδυτές έχουν ανάγκη λιγότερο προστατευτικών ρυθμίσεων λόγω της επαγγελματικής εμπειρίας που έχουν αποκτήσει ή λόγω των πόρων που διαθέτουν¹¹⁶ και άλλοι πάλι περισσότερο.

Τόσο ο ν. 3606/2007 όσο και ο ν. 3401/2005 διακρίνει τους επενδυτές σε διάφορες κατηγορίες που θα μπορούσαν να εφαρμοστούν και εν προκειμένω καθώς με τον τρόπο αυτό διασφαλίζεται η σωστή αντιμετώπιση του κάθε επενδυτή συγκεκριμένα και το υψηλότερο επίπεδο προστασίας ανάλογα με την εκάστοτε κατηγορία. Εν προκειμένω, όμως, ο ν. 4416/2016 με το άρθρ. 23 προσέθεσε νέα παράγραφο 6 στο ήδη υπάρχον άρθρο 1 του ν. 3401/2005 σύμφωνα με την οποία στην περ. γ' γίνεται μνεία στη συμμετοχή του *ιδιώτη* πελάτη, κατά την έννοια της παρ. 8 του άρθρου 2 του ν. 3606/2007. Προβλέπεται, δηλαδή, εξαίρεση από τη δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου στην περίπτωση των ιδιωτών επενδυτών-πελατών οι οποίοι δεν μπορούν να θεωρηθούν επαγγελματίες. Παρατηρείται, όμως, το εξής οξύμωρο: **Ενώ βάσει του ν. 3606/2007 οι ιδιώτες πελάτες απολαμβάνουν το υψηλότερο επίπεδο προστασίας που αυτό συνίσταται στο λεπτομερή καθορισμό σε σχέση με τους επαγγελματίες, του είδους και της μορφής της παρεχόμενης από την αδειοδοτούμενη εταιρεία ενημέρωσης γιατί κατ' άλλα η προστασία δεν αναφέρεται στην ποιότητα των παρεχόμενων υπηρεσιών, οι οποίες σε κάθε περίπτωση πρέπει να παρέχονται με εντιμότητα, ευθύτητα και επαγγελματισμό σε όλους τους επενδυτές, εντούτοις, στο εξεταζόμενο νομοθετικό πλαίσιο (ν. 4416/2016) εμφανίζονται οι ιδιώτες επενδυτές να μένουν απροστάτευτοι και παντελώς ανενημέρωτοι καθώς με τις νέες διατάξεις θεσπίζεται κατ' ουσίαν η εξαίρεση από τη δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου. Παρατηρείται, συνεπώς, ότι υπάρχει μία διαφορετική και μάλλον ατυχής αντιμετώπιση της προστασίας της ίδιας κατηγορίας επενδυτών, ήτοι αυτή των ιδιωτών.**

¹¹⁶ Τουντόπουλος (2015), 76.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ

Ι. Η ΔΙΑΦΗΜΙΣΗ ΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΜΕ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΟ ΤΡΟΠΟ ΤΩΝ ΚΙΝΗΤΩΝ ΑΞΙΩΝ ΣΤΟΥΣ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ

Μεταξύ των άλλων διατάξεων σχετικά με το ενημερωτικό δελτίο που θέλησε ο νομοθέτης να τροποποιήσει προκειμένου να ανταποκριθεί στις ιδιαιτερότητες της νέας διαδικασίας, μέσω της ηλεκτρονικής πλατφόρμας, συμπεριλήφθηκε επίσης η τροποποίηση του άρθρου 24 παρ. 3 του ν. 3401/2005 σχετικά με τη διαφήμιση.

Σύμφωνα με την προηγούμενη έκδοση του της παρ. 3 του ανωτέρω άρθρου απαγορευόταν η από φυσικά ή νομικά πρόσωπα δημόσια προσφορά ή διενέργεια, με οποιονδήποτε τρόπο, διαφημίσεων, γνωστοποιήσεων, δηλώσεων ή ανακοινώσεων, προς σκοπό την προσέλκυση του κοινού για επένδυση χρηματικών ποσών σε κάθε είδους κινητές αξίες, κατά την έννοια της παραγράφου 1 του άρθρου 2 του νόμου, εκτός εάν προηγουμένως, στις μεν περιπτώσεις που οι δημόσιες προσφορές για κινητές αξίες υπάγονταν στο πεδίο εφαρμογής του νόμου, είχε χορηγηθεί έγκριση ενημερωτικού δελτίου από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, όπου απαιτούνταν, σύμφωνα με τις διατάξεις του νόμου και σε κάθε δε άλλη περίπτωση με την επιφύλαξη των διατάξεων των άρθρων 3 και 4 του νόμου είχε καταρτισθεί και δημοσιοποιηθεί πληροφοριακό δελτίο, το οποίο να περιέχει τα προβλεπόμενα από την απόφαση της παραγράφου 5 άρθρου 1 του νόμου στοιχεία και πληροφορίες. Το πληροφοριακό δελτίο δε εγκρίνονταν από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, εκτός των περιπτώσεων που οι κινητές αξίες εισάγονταν προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά ή εντάσσονταν σε πολυμερή μηχανισμό διαπραγμάτευσης που λειτουργούσε στην Ελλάδα, οπότε το πληροφοριακό δελτίο εγκρίνονταν από το διαχειριστή της οργανωμένη αγοράς ή του πολυμερούς μηχανισμού διαπραγμάτευσης, κατά περίπτωση. Σύμφωνα δηλαδή, με την προϊσχύσασα μορφή της εν λόγω παραγράφου προκειμένου να γίνει η διαφήμιση δημόσιας προσφοράς κινητών αξιών με σκοπό την προσέλκυση επενδυτών, η έκδοση ενημερωτικού δελτίου ανάλογα με το ποσό της προσφοράς έπρεπε να προηγείται.

Με την τροποποίηση όμως που επέφερε ο ν. 4416/2016¹¹⁷ στην παραπάνω διάταξη πλέον το περιεχόμενο της διαμορφώνεται ως εξής: «3α. Απαγορεύεται η από

¹¹⁷ Σύμφωνα με την αιτιολογική έκθεση του νόμου, η προσφορά κινητών αξιών μέσω μιας πλατφόρμας θα πρέπει να συνοδεύεται από σαφή ειδοποίηση ότι η επένδυση δεν είναι άμεσα ρευστοποιήσιμη και ότι υπάρχει η δυνατότητα για τον πελάτη να χάσει ολόκληρο το ποσό της επένδυσης.

φυσικά ή νομικά πρόσωπα δημόσια προσφορά ή διενέργεια, με οποιονδήποτε τρόπο, διαφημίσεων, γνωστοποιήσεων, δηλώσεων ή ανακοινώσεων, προς το σκοπό της προσέλκυσης του κοινού για επένδυση χρηματικών ποσών σε κάθε είδους κινητές αξίες, κατά την έννοια της παραγράφου 1 του άρθρου 2 του παρόντος νόμου, εκτός εάν προηγουμένως, στις μεν περιπτώσεις που οι δημόσιες προσφορές για κινητές αξίες υπάγονται στο πεδίο εφαρμογής του παρόντος νόμου, έχει χορηγηθεί έγκριση ενημερωτικού δελτίου από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, όπου απαιτείται, σύμφωνα με τις διατάξεις του παρόντος νόμου, όπως κάθε φορά ισχύει, σε κάθε δε άλλη περίπτωση, με την επιφύλαξη των διατάξεων των άρθρων 1 παρ. 6¹¹⁸, 3 και 4 του παρόντος νόμου, έχει καταρτισθεί και δημοσιοποιηθεί πληροφοριακό δελτίο, το οποίο περιέχει τα προβλεπόμενα από την απόφαση της παραγράφου 5 του άρθρου 1 του παρόντος νόμου, όπως αυτή κάθε φορά ισχύει, στοιχεία και πληροφορίες. Το πληροφοριακό δελτίο εγκρίνεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, εκτός των περιπτώσεων που οι κινητές αξίες εισάγονται προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά ή εντάσσονται σε πολυμερή μηχανισμό διαπραγμάτευσης που λειτουργούν στην Ελλάδα, οπότε το πληροφοριακό δελτίο εγκρίνεται από το διαχειριστή της οργανωμένη αγοράς ή του πολυμερούς μηχανισμού διαπραγμάτευσης, κατά περίπτωση». Λαμβανομένου δε υπόψη ότι πλέον δεν υφίσταται υποχρέωση για την έκδοση ενημερωτικού δελτίου ειδικά για την ηλεκτρονική προσφορά κινητών αξιών, η αξία της οποίας δεν υπερβαίνει το κατώτατο όριο των 500.000 ευρώ παρατηρείται ότι η διάταξη πρέπει να αλλάξει εκ νέου προκειμένου να αποκλείσει τη διαφήμιση της επένδυσης με ηλεκτρονικό τρόπο των κινητών αξιών στους επενδυτές από την προηγούμενη έκδοση πληροφοριακού δελτίου.

Περαιτέρω, δεδομένου ότι με το άρθρ. 15 του ν. 3401/2005, το οποίο αναφέρεται στις διαφημιστικές καταχωρίσεις και μάλιστα αναγιγνώσκοντάς το, γίνεται αντιληπτό ότι δεν υποχρεούνται οι φορείς που διαχειρίζονται την ηλεκτρονική πλατφόρμα να συμμορφώνονται με τους κανόνες και τις υποχρεώσεις ως αναφέρονται σ' αυτό, καθότι οι προσφερόμενες ηλεκτρονικά κινητές αξίες εξαιρούνται από την απαίτηση της έκδοσης ενημερωτικού δελτίου. Επομένως, καθίσταται σαφές ότι σύμφωνα με το νέο νόμο, μπορούν όλοι να διαφημίσουν επενδυτικές προσφορές που πραγματοποιούνται μέσω πλατφόρμων χωρίς περαιτέρω περιορισμούς. Ο μόνος περιορισμός βάσει του ως άνω νομοθετικού πλαισίου που φαίνεται να παραμένει και επομένως ισχύει για τις διαφημίσεις των επενδύσεων με ηλεκτρονικό τρόπο, είναι ότι υφίσταται υποχρέωση της διαφημιζόμενης

¹¹⁸ Αναφέρεται στη διαδικασία της επένδυσης μέσω της ηλεκτρονικής πλατφόρμας.

εταιρείας να γνωστοποιήσει τη διαφήμιση αυτή στην ΕΚ δύο ημέρες πριν από τη δημοσίευσή της σύμφωνα με την παρ. 6 του άρθρου 15 του ν. 3401/2005.

Παράλληλα με τα ως άνω είναι αναγκαίο να αναφερθεί ότι μπορούν να τύχουν εφαρμογής και στην εδώ εξεταζόμενη περίπτωση οι γενικές διατάξεις του ν. 2251/1994¹¹⁹, οι οποίες απαγορεύουν τη συγκριτική και παραπλανητική διαφήμιση λαμβανομένου υπόψη ότι η εν λόγω διαφήμιση των επενδύσεων απευθύνεται αφενός σε ευρύτερο επενδυτικό κοινό κι αφετέρου διενεργείται μέσω του διαδικτύου¹²⁰ και συνακόλουθα ελλοχεύει ακόμα περισσότερο ο κίνδυνος λόγω του γενικότερου απρόσωπου χαρακτήρα να αναπτυχθούν φαινόμενα διαφημιστικών πρακτικών σε βάρος των ανυποψίαστων επενδυτών προκαλώντας τους περιουσιακή ζημία, η οποία τις περισσότερες φορές μπορεί να μην είναι ορατά προβλέψιμη.

II. Η ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΑΘΕΜΙΤΩΝ ΠΡΑΚΤΙΚΩΝ ΣΤΗΝ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΠΡΟΣΦΟΡΑ ΤΩΝ ΚΙΝΗΤΩΝ ΑΞΙΩΝ

Είναι αναγκαίο, δε, να γίνει κατανοητό ότι η πραγματοποίηση της επένδυσης δια μέσου του διαδικτύου δε σημαίνει ότι πρόσθετες ενέργειες που σχετίζονται με τη συμμετοχική επένδυση, δεν είναι δυνατό να επιτελεστούν με διαφορετικά μέσα επικοινωνίας¹²¹. Δηλαδή, η αναζήτηση πελατείας για την πλατφόρμα ή η παρουσίαση της δραστηριότητας της τελευταίας μπορεί να επιχειρηθεί και με διαφημίσεις σε άλλα μέσα ή με διάφορες εμπορικές πρακτικές κι εκεί να εμφιλοχωρήσουν και αθέμιτες πρακτικές και μέθοδοι εις βάρος των επενδυτών. Αυτό μάλλον φαίνεται ότι δεν ελήφθη σοβαρά υπόψη από τη νομοπαρασκευαστική επιτροπή καθώς στην προσπάθειά του ο Έλληνας νομοθέτης να δημιουργήσει μοναδικά ένα δικό του νομοθετικό κείμενο, πρωτότυπο, μάλλον «λησμόνησε» να προβλέψει ρητά και ανάλογες διατάξεις. Σαφώς, όμως υπάρχει εν προκειμένω κενό νομοθετικό που θα πρέπει να καλυφθεί καθώς αφενός είναι αναγκαίο να διαφυλάσσονται όλοι οι επενδυτές πόλλω δε μάλλον οι έχοντες λιγοστή τέτοια εμπειρία κι αφετέρου πρέπει να ληφθεί υπόψη η δύναμη που έχουν οι νέες τεχνολογίες στο ευρύ κοινό, το οποίο

¹¹⁹ Βλ. ν. 2251/1994, όπως τροποποιήθηκε και ισχύει, ενσωματώνοντας, μεταξύ άλλων, την οδηγία 93/13 / ΕΟΚ του Συμβουλίου της 5ης Απριλίου 1993 για τις καταχρηστικές ρήτρες στις συμβάσεις καταναλωτών, μετά την τροποποίηση, της οδηγίας 2006/114/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 12ης Δεκεμβρίου 2006, σχετικά με την παραπλανητική και τη συγκριτική διαφήμιση.

¹²⁰ *Serdaris*, The Regulation of Crowdfunding under the Greek Securities Laws, posted on 08 Feb 2017, e-library: <https://papers.ssrn.com/sol3/results.cfm>.

¹²¹ Μούζουλας, ΔΕΕ 2017, 474.

αναντίρρητα πολλές φορές ως μάζα επηρεάζεται από ό,τι βλέπει και παρακολουθεί ως νέο στο διαδίκτυο.

Λαμβανομένου υπόψη του ως άνω νομοθετικού κενού μπορούμε να κάνουμε την εξής διάκριση, εάν δηλαδή είναι εκούσιο ή ακούσιο υπό την έννοια ότι στην περίπτωση που είναι εκούσιο, τότε οφείλει άμεσα να ρυθμιστεί νομοθετικά το κενό αυτό με νέες διατάξεις και εάν όμως είναι ακούσιο τότε θα μπορούσε κανείς να ομιλήσει για αναλογική εφαρμογή και των διατάξεων του ν. 2251/1994 περί αθέμιτων εμπορικών πρακτικών (άρθρ. 9α' έως 9θ'). Ειδικότερα, αντικείμενο ρύθμισης θα μπορούσε να αποτελέσει η περίπτωση φορέων που διαχειρίζονται ηλεκτρονική πλατφόρμα δια μέσου της οποίας διαφημίζεται η παροχή υπηρεσιών επενδυτικών προς το ευρύ κοινό, οι οποίοι (φορείς) όμως ακολουθούν αθέμιτες εμπορικές πρακτικές¹²² προκειμένου να προσελκύσουν είτε καινούριους πελάτες είτε ακόμα και να ενισχύσουν την ολοένα αυξανόμενη πελατεία τους με σκοπό την αύξηση των επενδυτικών κεφαλαίων.

Αναντίρρητα, τα άρθρα αυτά του νόμου περί του Καταναλωτή, είναι σε θέση να προσδιορίσουν είτε γενικά είτε με τρόπο πιο συγκεκριμένο τους κανόνες επαγγελματικής ευσυνειδησίας¹²³ των αδειοδοτημένων φορέων διαχείρισης της ηλεκτρονικής πλατφόρμας καθώς αναμένεται, άλλως οφείλουν, ως επαγγελματίες του χώρου των επενδύσεων να επιδείξουν στον τομέα των συναλλακτικών τους σχέσεων με τους επενδυτές ιδιαίτερη ικανότητα και επιμέλεια. **Η αναλογική εφαρμογή των διατάξεων αυτών και στην υπό κρίση περίπτωση αποτελεί εκ των πραγμάτων προϋπόθεση ρύθμισης του επιμελούς και συνετού τρόπου λειτουργίας των εταιρειών που θα διαχειρίζονται την ηλεκτρονική πλατφόρμα καθώς οι διατάξεις αυτές αποτελούν ειδική έκφραση της καλής συναλλακτικής πίστης και ορίζουν το μέτρο επιμέλειας του αντίστοιχου επαγγελματία με**

¹²² Μία από τις σημαντικότερες καινοτομίες του ν. 3587/2007 είναι η προσθήκη των διατάξεων περί αθέμιτων εμπορικών πρακτικών στα άρθρα 9α' – 9θ' του ν. 2251/1994 κατ' ενσωμάτωση της Οδηγίας 2005/29/ΕΚ. Πιο συγκεκριμένα εισάγεται με το άρθρ. 9γ' μία γενική ρήτρα εμπεριέχουσα αόριστες έννοιες για τον προσδιορισμό της αθέμιτης εμπορικής πρακτικής και εν συνεχεία μία τυποποίηση των περιπτώσεων που θεωρούνται από το νομοθέτη ότι πληρούν άνευ ετέρου τα κριτήρια αυτά ως πράξεις *per se* απαγορευμένες στα άρθρ. 9ζ', 9δ' και 9ε', όπου εκεί χρησιμοποιούνται αντίστοιχα αντικειμενικά και γενικά κριτήρια για τον προσδιορισμό των παραπλανητικών και επιθετικών πρακτικών ως υποκατηγορία των αθέμιτων.

¹²³ Ο όρος «επαγγελματική ευσυνειδησία» υποδηλώνει το πρότυπο της ιδιαίτερης ικανότητας και επιμέλειας που δικαιολογημένα μπορεί να αναμείνει κανείς ότι θα επιδείξει ένας έμπορος εν προκειμένω μία εταιρεία διαχείρισης τέτοιας ηλεκτρονικής πλατφόρμας απέναντι στους επενδυτές στον τομέα της δραστηριότητάς του κατά τις επιταγές της καλής πίστης και τις έντιμες πρακτικές της αγοράς αυτής. Βλ. για την έννοια αυτή και σε *Καράκωστα*, Δίκαιο προστασίας καταναλωτή, 2008², 376.

κριτήρια αντικειμενικά και με λήψη υπόψη παραμέτρων της συγκεκριμένης δραστηριότητας έναντι του μέσου επενδυτή¹²⁴.

III. Η ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΩΝ ΔΙΑΤΑΞΕΩΝ ΤΟΥ Ν. 2251/1994 – ΑΠΟ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ

Τόσο η νομολογία των δικαστηρίων¹²⁵, όσο και ο Συνήγορος του Καταναλωτή¹²⁶ αλλά και η ελληνική θεωρία¹²⁷ αποδέχονται ότι ο επενδυτής έχει καταρχήν την ιδιότητα του καταναλωτή. Ο χαρακτηρισμός του επενδυτή ως καταναλωτή και η κατ' επέκταση ένταξή του στην προστατευτική εμβέλεια του ν. 2251/1994 έχει μεγάλη πρακτική σημασία ακόμα και μετά τις τροποποιήσεις που επήλθαν στο νόμο εντός του έτους 2018 με την κωδικοποίηση του νόμου σε ενιαίο κείμενο με την υπ' αριθμ. 5338/2018 υπουργική απόφαση.

Είναι αναγκαίο, όμως να παρατηρηθεί εκ πρώτης όψεως ότι στην κεφαλαιαγορά οι επενδυτές δε συγκεντρώνουν ομοιόμορφα χαρακτηριστικά ούτε διακρίνονται για την ομοιογένεια των επιδιώξεών τους. Κι αυτό διότι μπορεί να συναλλάσσονται απλοί ιδιώτες που απλά επιθυμούν να εξασφαλίσουν την παρούσα αξία της περιουσίας τους αλλά και εκείνοι που αποβλέπουν στη μακροπρόθεσμη επαύξηση της περιουσίας τους και συνακόλουθα σε ριψοκίνδυνες συναλλαγές. Την ίδια ακριβώς διαφορά μπορεί να διαπιστώσει κανείς και στην εξεταζόμενη περίπτωση κι αυτό διότι μπορεί να επενδύσει μέσω της ηλεκτρονικής πλατφόρμας τόσο ένας

¹²⁴ Σχετικά με τις αθέμιτες εμπορικές πρακτικές βλ. *Αλεξανδρίδου*, Η Οδηγία για τις αθέμιτες εμπορικές πρακτικές, ΔΕΕ 2005, 639· *η ίδια*, Νέες τάσεις του κοινοτικού νομοθέτη-Το παράδειγμα της Οδηγίας για τις αθέμιτες εμπορικές πρακτικές, ΔΕΕ 2006, 855· *Αργυρού*, Η προστασία των καταναλωτών από τις αθέμιτες εμπορικές πρακτικές στην ευρωπαϊκή αγορά σύμφωνα με την Οδηγία 2005/29/ΕΚ, ΔΕΕ 2006, 873· *Μικρούλεα*, Δίκαιο της Διαφήμισης και Internet, ΔΕΕ 2000, 1091.

¹²⁵ ΠολΠρωτΑθ 20/2013, ΤΝΠ ΙΣΟΚΡΑΤΗΣ στην οποία αναφέρεται ότι οι υπηρεσίες χρηματοπιστηριακής παραγγελίας (αγορά μετοχών), η επένδυση σε ορισμένα ομόλογα αφορούν μεγάλο αριθμό καταναλωτών, οι οποίοι δίχως να έχουν ιδιαίτερες οικονομικές γνώσεις γίνονται αποδέκτες των συναφών υπηρεσιών και ότι δεν αμφισβητείται ότι τα πρόσωπα αυτά υπάγονται στην έννοια του καταναλωτή.

¹²⁶ Συνήγορος του Καταναλωτή 4995/25.2.2013, Συνήγορος του Καταναλωτή 3700/11.2.2013, Συνήγορος του Καταναλωτή 9868/8.11.2012, Συνήγορος του Καταναλωτή 1526/5.7.2010, Συνήγορος του Καταναλωτή 4084/28.12.2009.

¹²⁷ *Αυγητίδης*, Ο αποδέκτης επενδυτικών υπηρεσιών ως καταναλωτής, ΕπισκεΔ 2001, 287, 297· *Αλεξανδρίδου*, εις Χρηματιστήριο και προστασία των επενδυτών, 2001, 18· *Γεωργιάδης Στ.*, Η ευθύνη των ΕΠΕΥ από την παροχή επενδυτικών συμβουλών, 2003, 240· *Κατσάς*, σε: Δούβλη/Μπώλο (επιμ.), Δίκαιο Προστασίας Καταναλωτών, τ. II 2008, 1251· *Μιχαλόπουλος*, εις Ανώνυμη εταιρεία και κεφαλαιαγορά, 2002, 251, 267, *Παπαστεργιοπούλου*, Η ευθύνη των ΕΠΕΥ κατά του άρθρου 8 ν. 2251/1994, ΧρΙΔ 2003, 309, 311· *Παπαντώνη*, Επενδυτικές συμβουλές και διαχείριση χαρτοφυλακίου, 2000, 61 επ., η οποία αναφέρεται στις συμβάσεις διαχείρισης χαρτοφυλακίου και παροχής επενδυτικών συμβουλών.

ιδιώτης που δεν έχει ιδιαίτερη εμπειρία όσο και αυτός που διαθέτει τέτοια συναλλακτική πείρα ικανή να επενδύει σε πολύπλοκες συναλλαγές.

Το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, με τις ρυθμίσεις των Οδηγιών 97/9, 2003/71, 2004/39 (Mifid I) και 2014/65 (Mifid II από 3.1.2017) καθώς και των ν. 2533/1997, 3401/2005 και 3606/2007, προβλέπει την προστασία των επενδυτών με τρεις κυρίως τρόπους: α) μέσω της θέσπισης κανόνων συμπεριφοράς για τις Ε.Π.Ε.Υ., κυρίως υποχρεώσεων αξιολόγησης, πληροφόρησης και προειδοποίησης των επενδυτών, β) μέσω της θέσπισης κανόνων ασφαλιστικής αποζημίωσης για την περίπτωση περιέλευσης των επιχειρήσεων αυτών σε κατάσταση αφερεγγυότητας και γ) μέσω της καθιέρωσης υποχρέωσης για δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου σε περίπτωση δημόσιας προσφοράς ή εισαγωγής αξιών προς διαπραγμάτευση. Επιπρόσθετα, διακρίνονται οι επενδυτές σε ιδιώτες και επαγγελματίες καθώς για τους πρώτους αναγνωρίζεται ότι δεν είναι ικανοί να αντιληφθούν τους κινδύνους που αναλαμβάνουν ως αποδέκτες επενδυτικών υπηρεσιών ενώ για τους δεύτερους ότι κατά τεκμήριο διαθέτουν εξειδίκευση, εμπειρία και δύνανται να λάβουν οι ίδιοι μέτρα προστασίας. Αναφορικά δε με την ένδικη προστασία των επενδυτών να σημειωθεί ότι δύνανται να αξιώσουν την ανόρθωση της ζημίας τους κατά τις διατάξεις του ΑΚ, στηριζόμενοι είτε στην παράβαση συμβατικών υποχρεώσεων της ΕΠΕΥ (ΑΚ 330) είτε σε αδικοπρακτική της ευθύνη, εφόσον συντρέχουν οι προϋποθέσεις της ΑΚ 914, είτε τέλος, και αρκετά συχνά κατά τη νομολογία, θεμελιώνοντας ενιαία αξίωση αποζημίωσης στη συρροή ενδοσυμβατικής και αδικοπρακτικής ευθύνης της Ε.Π.Ε.Υ.¹²⁸.

Πέραν όμως των ανωτέρω να σημειωθεί ότι μέχρι πρότινος, στη θεωρία του δικαίου της κεφαλαιαγοράς υπήρχε σημαντική ερμηνευτική δυσχέρεια στην εφαρμογή του γενικού ορισμού του καταναλωτή του άρθρ. 1 παρ. 4 στοιχ. α' του ν. 2251/1994, αφού με πολλή μεγάλη δυσκολία μπορούσε να στοιχειοθετηθεί η απόκτηση χρηματοπιστωτικών μέσων υπό την ιδιότητα του τελικού χρήστη¹²⁹. Προκρινόταν για

¹²⁸ Για τα παραπάνω βλ. *Αυγητίδη*, σε *Αλεξανδρίδου* (επιμ.) Δίκαιο Προστασίας Καταναλωτή, 2016², 880 επ, 884, 885 επ, 891-898· *Λιάππη*, Αποζημίωση των επενδυτών και Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2012· *Καραγκουνίδης*, Η προστασία του επενδυτή στο δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών, 2007· *Γεωργιάδης Στ.*, Η ευθύνη της επιχείρησης παροχής επενδυτικών υπηρεσιών από την παροχή επενδυτικών συμβουλών, 2003.

¹²⁹ Βλ. σε *Αλεξανδρίδου*, Ο επενδυτής ως καταναλωτής, εις Κέντρο Διεθνούς και Ευρωπαϊκού Οικονομικού Δικαίου, Χρηματιστήριο και προστασία των επενδυτών, 2001, 17· *Αυγητίδη*, Ο αποδέκτης επενδυτικών υπηρεσιών ως καταναλωτής, ΕπισκΕΔ 2001, 296· *Δέλλιο*, Το ζήτημα της προστασίας ή μη του λήπτη επαγγελματικού δανείου ως καταναλωτή, ΕπισκΕΔ 2013, 1· *Μήτσου*, Διασυνοριακές συναλλαγές σε χρηματιστήρια αξιών της Ευρώπης, 2007, 155· *Παμπούκη*, Οι επενδυτικές τραπεζικές συμβάσεις και η προστασία του καταναλωτή στο ευρωπαϊκό δικονομικό διεθνές δίκαιο, ΔΕΕ 2008, 561· *Περάκη*, Άρθρο 1 Ν 2251/1994, σε *Αλεξανδρίδου* (επιμ.), Δίκαιο Προστασίας Καταναλωτή, Ελληνικό – Κοινοτικό, 2008, 59· *Τζάκα*, ΧρηΔικ 2014, 8· *Χριστιανό*, Η προστασία του

το λόγο αυτό η αυστηρή γραμματολογική ερμηνεία του ΔικΕΕ σύμφωνα με την οποία εντασσόταν η εκάστοτε παρεχόμενη επενδυτική υπηρεσία στο πλαίσιο της επαγγελματικής δραστηριότητας¹³⁰ και ότι το ίδιο πρόσωπο άλλοτε μπορούσε να θεωρηθεί καταναλωτής στο πλαίσιο ορισμένων οικονομικών πράξεων και άλλοτε επιχειρηματίας στο πλαίσιο άλλων¹³¹. Ήδη, όμως, η πρόσφατη τροποποίηση του ν. 2251/1994 με το ν. 4512/2018 διαμόρφωσε ενιαίο ορισμό του καταναλωτή εγκαταλείποντας την ευρεία έννοια του καταναλωτή ως αποδέκτη υπηρεσιών και ορίζοντας ως καταναλωτή «κάθε φυσικό πρόσωπο το οποίο ενεργεί για λόγους οι οποίοι δεν εμπίπτουν στην εμπορική, επιχειρηματική, βιοτεχνική ή ελευθέρια επαγγελματική του δραστηριότητα». Ουσιαστικό κριτήριο, επομένως, αποτελεί πλέον η κάλυψη ιδίων καταναλωτικών αγαθών και η ερασιτεχνική ιδιότητα με την οποία συμβάλλεται το εκάστοτε φυσικό πρόσωπο¹³².

Κατόπιν της ως άνω αλλαγής, πλέον για τη διερεύνηση της δυνατότητας προστασίας του επενδυτή ως καταναλωτή κρίνεται αναγκαία η εξέταση της ιδιότητας με την οποία εμπλέκεται (ερασιτεχνική ή επαγγελματική), έτσι ώστε να καταστεί δυνατή η υπαγωγή του στο ν. 2251/1994. Κάθε τελικός αποδέκτης προϊόντος ή υπηρεσίας δεν αποτελεί οπωσδήποτε και καταναλωτή, για τους σκοπούς εφαρμογής όλων των διατάξεων του ν. 2251/1994, αλλά αυτό που οδηγεί στην αποδοχή ενός φυσικού προσώπου ως καταναλωτή είναι η ικανοποίηση ιδίων καταναλωτικών αναγκών και η μη επαγγελματική ιδιότητα με την οποία συμμετέχει. Υπό τη σκοπιά αυτή πλέον ο αποδέκτης επενδυτικών υπηρεσιών, όπως και ο αποδέκτης κάθε είδους υπηρεσιών, συμπεριλαμβανομένων και με την παρούσα εξεταζόμενων υπηρεσιών, είναι αναμφισβήτητα ενταγμένος στην προστατευτική εμβέλεια του ν. 2251/1994 υπό την προϋπόθεση ότι αποτελεί φυσικό πρόσωπο το οποίο ενεργεί για λόγους οι οποίοι δεν εμπίπτουν στην εμπορική, επιχειρηματική, βιοτεχνική ή ελευθέρια επαγγελματική του δραστηριότητα.

επενδυτή ως καταναλωτή στο κοινοτικό δίκαιο: Από την απαγόρευση εκμετάλλευσης εμπιστευτικών πληροφοριών στην απαγόρευση χειραγώγησης της αγοράς, ΕλλΔνη 2002, 1560.

¹³⁰ Υπόθεση C- 59/2012, 3.10.2013 (BKK Mobil Oil Körperschaft des öffentlichen Rechts κατά Zentrale zur Bekämpfung unlauteren Wettbewerbs eV)·ΔΕΚ, Υπόθεση C- 488/11, 30.05.2013 (Dirk Frederik Asbeek Brusse, Katarina de Man Garabito κατά Jahani BV)·ΔΕΚ, Υπόθεση C-91/1992, 14.7.1994 (Paola Faccini Dorì κατά Recreb Srl)· ΔΕΚ, Υπόθεση C-361/1989, 14.3.1991 (Patrice Di Pinto)·ΔΕΚ, Υπόθεση C-419/2011, 14.3.2013 (Česká spořitelna, a.s. κατά Gerald Feichter).

¹³¹ ΔΕΚ, Απόφ. Gruber κατά Bay Wa , σκ. 36· ΔΕΚ, Απόφ. F. Benincasa , σκ. 16. Βλ. και ΕφΑθ 6401/2002, ΔΕΕ 2003, 412 παρατ. Δελλή και Κυπρούλη· ΠΠρΑθ 7169/2010, ΝοΒ 2011, 351 παρατ. Παπαστάμου· ΜΠρΑθ 299/2012, ΔΕΕ 2012, 483· ΜΠρΜυτιλ 212/2014, ΔΕΕ 2014, 1070 παρατ. Μικρουλέα = ΕφΑΔ 2014, 34 παρατ. Πουρνάρα.

¹³² Αυγητίδης, σε Αλεξανδρίδου (επιμ.), 2018³, 881.

Επιπρόσθετα, αυτό που είναι σημαντικό να παρατηρηθεί είναι ότι και στην εδώ εξεταζόμενη περίπτωση μπορεί να συναλλάσσονται με την ηλεκτρονική πλατφόρμα απλοί ιδιώτες, αποταμιευτές, οι οποίοι αποβλέπουν απλά στην εξασφάλιση της παρούσας αξίας των περιουσιακών τους στοιχείων αλλά μπορεί να δραστηριοποιούνται και εκείνοι οι ιδιώτες που αποβλέπουν όχι τόσο στη μακροπρόθεσμη επαύξηση των περιουσιακών τους στοιχείων όσο στο βραχυπρόθεσμο πλουτισμό τους ή ακόμη και στο συστηματικό βιοπορισμό τους μέσω ριψοκίνδυνων συναλλαγών. **Με τη διαπίστωση αυτή και εφόσον ο επενδυτής είναι φυσικό πρόσωπο που ενεργεί ερασιτεχνικά δύναται να αντλήσει προστασία από το ν. 2251/1994 εκτός από τον ΑΚ (288, 914 330 επ).**

Ακόμα παρατηρητέο είναι ότι από το γράμμα του ενιαίου πια ορισμού του καταναλωτή αίρεται το σύστημα της διάσπασης του καταναλωτή, σύμφωνα με το οποίο για την υπαγωγή στα άρθρα 2 και 8 του ν. 2251/1994 για τους καταχρηστικούς ΓΟΣ και για την ευθύνη του παρέχοντος υπηρεσίες καταναλωτής θεωρούνταν κάθε αποδέκτης επενδυτικών υπηρεσιών¹³³ ενώ για την υπαγωγή στα άρθρα 4θ' και 9 επ. του ίδιου νόμου, που αφορούν στις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες από απόσταση και στις αθέμιτες εμπορικές πρακτικές, προϋπόθεση ήταν οι επενδυτές, αποδεχόμενοι τις επενδυτικές υπηρεσίες, να ενεργούν ως ιδιώτες¹³⁴.

Παρά το ότι ο νέος ορισμός του καταναλωτή πλέον επιλύει ερμηνευτικές δυσχέρειες, εντούτοις αυτό που μπορεί κάποιος να παρατηρήσει είναι ότι δεν μπορούν να επικαλούνται οι επαγγελματίες επενδυτές το ν. 2251/1994 (και κατ' επέκταση την εφαρμογή της ΑΚ 281 ο αντισυμβαλλόμενος τους). Ήδη, δηλαδή, με το νέο ορισμό του καταναλωτή εκφεύγει του πεδίου εφαρμογής του νόμου ο επενδυτής που είναι είτε νομικό πρόσωπο είτε που ακόμα συμβάλλεται υπό την επαγγελματική του ιδιότητα. Η διαπίστωση αυτή επηρεάζει αναντίρρητα και την εξεταζόμενη περίπτωση αφού ανωτέρω έγινε μνεία ότι δύνανται να συμμετέχουν σ' αυτό το είδος της επένδυσης και επαγγελματίες επενδυτές. Επομένως, ευθύς αμέσως παρατηρείται ότι για τη συγκεκριμένη κατηγορία επενδυτών, η νέα έννοια του καταναλωτή τους απομακρύνει από τη δυνατότητα επίκλησης του ν. 2251/1994 και όλων των διατάξεών του. Ο αποκλεισμός αυτής της κατηγορίας των επενδυτών από την προστατευτική εμβέλεια του νόμου δεν μπορεί να θεωρηθεί επιτυχής καθώς οι επαγγελματίες πλέον επενδυτές είναι αναγκαίο να καταφύγουν είτε στον ΑΚ είτε σε αναλογική εφαρμογή των διατάξεων του ν. 2251/1994 με αμφίβολο δικαστικό

¹³³ Βλ. Δέλλιο, Προστασία των καταναλωτών και σύστημα του Ιδιωτικού Δικαίου, τ. Ι: Ο καταναλωτής ως υποκείμενο έννομης προστασίας, 2005, 16 επ., 22 επ.

¹³⁴ Βλ. Αυγητίδη, σε Αλεξανδρίδου (επιμ.) (2016)², 871, 879, 889 επ.

αποτέλεσμα καθώς ενδέχεται πράγματι ad hoc να είναι άξιοι προστασίας κάποιοι εξ αυτών.

Αναφορικά όμως με τους ιδιώτες επενδυτές δε φαίνεται να υπάρχει κανένα πρόβλημα αναλογικής εφαρμογής του ν. 2251/1994 καθώς κατά τεκμήριο ο ιδιώτης επενδυτής τυγχάνει ασθενέστερο συμβαλλόμενο μέρος και συνακόλουθα έχει ανάγκη προστασίας. Στην εδώ εξεταζόμενη περίπτωση όπου παρέχονται επενδυτικές υπηρεσίες μέσω ηλεκτρονικής πλατφόρμας θεμελιώνεται διαπραγματευτική ισχύ είτε της Ε.Π.Ε.Υ. είτε και οποιουδήποτε άλλου αδειοδοτούμενου φορέα διαχείρισης ηλεκτρονικής πλατφόρμας και κατ' επέκταση αναπτύσσεται δυσμενές περιβάλλον όσον αφορά στα δικαιώματα και στις εναλλακτικές για τον ιδιώτη επενδυτή. Σε κάθε περίπτωση, πάντως, και η υπαγωγή του ιδιώτη επενδυτή στην έννοια του καταναλωτή θα πρέπει να κρίνεται ad hoc με συνολική στάθμευση των ιδιαιτεροτήτων της κάθε περίπτωσης χωρίς σαφώς να εξαιρείται και η εδώ εξεταζόμενη νομοθετική ρύθμιση. Σαφώς εάν έχουμε να αντιμετωπίσουμε στην περίπτωση μας έναν πολύ καλό γνώστη των επενδύσεων εν γένει, τότε αυτός ο ιδιώτης επενδυτής δεν ανταποκρίνεται στο πρότυπο του καταναλωτή που είχε υπόψη ο νομοθέτης και στην περίπτωση αυτή δεν μπορούμε να ομιλούμε για εφαρμογή των διατάξεων του ν. 2251/1994. Θα μπορούσε δε βάσιμα να ισχυριστεί κανείς ότι η επίκληση από τον ιδιώτη επενδυτή της προστασίας που απορρέει από τις εν λόγω διατάξεις προσκρούει στην 281 ΑΚ.

Δεδομένης, συνεπώς, της δυνατότητας που υπάρχει για αναλογική εφαρμογή των διατάξεων του ν. 2251/1994 περί αθέμιτων εμπορικών πρακτικών¹³⁵ και στην εξεταζόμενη περίπτωση και λαμβανομένου υπόψη ότι μπορεί κατ' αρχήν ο ιδιώτης επενδυτής τέτοιας ηλεκτρονικής πλατφόρμας να υπαχθεί στην έννοια του καταναλωτή γίνεται δεκτό ότι ανοίγεται περαιτέρω δρόμος και για την εφαρμογή κι άλλων διατάξεων του νόμου για τον καταναλωτή. Πιο συγκεκριμένα, μπορεί να τύχει εφαρμογής το άρθρ. 8 του ν. 2251/1994 καθώς δύναται να ιδρυθεί ευθύνη της αδειοδοτούμενης εταιρείας που διαχειρίζεται την ηλεκτρονική πλατφόρμα δια μέσω της οποίας επενδύει το κοινό ως παρέχουσας υπηρεσίες για κάθε ζημία που προκάλεσε υπαιτίως κατά την παροχή των υπηρεσιών. Με τον τρόπο αυτό ο ιδιώτης επενδυτής εκτός από την κοινή αδικοπρακτική ευθύνη και την τυχόν ενδοσυμβατική ευθύνη κατά τον ΑΚ αποκτά και μία έτερη νομική βάση να θεμελιώσει τα δικαιώματά

¹³⁵ Τζάκας, Οι χρηματοοικονομικές υπηρεσίες και ιδίως η προστασία των επενδυτών στο πλαίσιο της οδηγίας για τις αθέμιτες εμπορικές πρακτικές (Οδ. 2005/29/ΕΚ), ΧρηΔικ 2014, 399 επ.

του¹³⁶. Επιπλέον, κατ' εφαρμογή του ενιαίου πια ορισμού του καταναλωτή ο ιδιώτης επενδυτής της ηλεκτρονικής πλατφόρμας δύναται να ασκεί συλλογικά με άλλους επενδυτές συλλογική αγωγή σύμφωνα με το άρθρ. 10 του ν. 2251/1994 ζητώντας δικαστικά την παράλειψη παράνομης συμπεριφοράς της ηλεκτρονικής πλατφόρμας που παρέχει τις επενδυτικές υπηρεσίες, ιδίως όταν αυτή συνίσταται σε χρήση καταχρηστικών Γ.Ο.Σ.(άρθρο 2) ή σε πλημμελή παροχή επενδυτικών υπηρεσιών (άρθρο 8), τη χρηματική ικανοποίηση λόγω ηθικής βλάβης (άρθρο 10 παρ. 16 περ. β' του ν. 2251/1994), τη λήψη ασφαλιστικών μέτρων (άρθρο 10 παρ. 16 περ. γ' του ν. 2251/1994) καθώς και την αναγνώριση του δικαιώματος αποκατάστασης της ζημίας που υφίστα(ν)ται από την παράνομη συμπεριφορά (άρθρο 10 παρ. 16 περ. δ' του ν. 2251/1994).

¹³⁶ *Καράκωστας, (2008²), 284.*

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ - ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

Ι. ΕΛΛΗΝΙΚΗ

- Αλεξανδρίδου Ε.**, Δίκαιο προστασίας του καταναλωτή ΙΙ, 1996.
- η ίδια**, εις Χρηματιστήριο και προστασία των επενδυτών, 2001.
- η ίδια**, Ο επενδυτής ως καταναλωτής, εις Κέντρο Διεθνούς και Ευρωπαϊκού Οικονομικού Δικαίου, Χρηματιστήριο και προστασία των επενδυτών, 2001.
- η ίδια**, Η Οδηγία για τις αθέμιτες εμπορικές πρακτικές, ΔΕΕ 2005, 639.
- η ίδια**, Νέες τάσεις του κοινοτικού νομοθέτη-Το παράδειγμα της Οδηγίας για τις αθέμιτες εμπορικές πρακτικές, ΔΕΕ 2006, 855.
- η ίδια**, Νέες τάσεις του κοινοτικού νομοθέτη -Το παράδειγμα της Οδηγίας για τις αθέμιτες εμπορικές πρακτικές, ΔΕΕ 2006, 855.
- Ανυφαντάκη Σ.**, Η ανάπτυξη της χρηματοοικονομικής τεχνολογίας (F i n t e c h), Διεύθυνση Οικονομικής Ανάλυσης και Μελετών της ΤτΕ, Τεύχος 44 Οικονομικό Δελτίο, 2016, 60.
- Αργυρού Γ.**, Η προστασία των καταναλωτών από τις αθέμιτες εμπορικές πρακτικές στην ευρωπαϊκή αγορά σύμφωνα με την Οδηγία 2005/29/ΕΚ, ΔΕΕ 2006, 873.
- Αυγητίδης Δ.**, Ο αποδέκτης επενδυτικών υπηρεσιών ως καταναλωτής, ΕπισκεΔ 2001, 287, 297.
- ο ίδιος**, Η ευθύνη του αναδόχου στο δίκαιο προστασίας του καταναλωτή, 2005.
- ο ίδιος**, Η ευθύνη του αναδόχου για το ενημερωτικό δελτίο μετά την ενσωμάτωση της Οδηγίας 2003/71/ΕΚ με το ν. 3401/2005, ΕπισκεΔ 2007, 3, 6 επ.
- ο ίδιος**, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2014.
- ο ίδιος**, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, 2016.
- ο ίδιος**, σε Αλεξανδρίδου (επιμ.) Δίκαιο Προστασίας Καταναλωτή, 2016².
- ο ίδιος**, σε Αλεξανδρίδου (επιμ.) Δίκαιο Προστασίας Καταναλωτή, 2018³.
- Βελέντζας Γ.**, Ενημερωτικό δελτίο δημόσιας προσφοράς κινητών αξιών και εισαγωγής τους για διαπραγμάτευση, ΕΤρΑξΧρΔ 2007, 93.
- Γεωργιάδης Στ.**, Η ευθύνη των ΕΠΕΥ από την παροχή επενδυτικών συμβουλών, 2003.
- ο ίδιος**, Η φύλαξη και διαχείριση κινητών αξιών, ΧρΙΔ 2004, 110.
- Γκόρτσος Χ.**, Δίκαιο διεθνών συναλλαγών, 2010.
- Δέλλιος Γ.**, Προστασία των καταναλωτών και σύστημα του Ιδιωτικού Δικαίου, τ. Ι: Ο καταναλωτής ως υποκείμενο έννομης προστασίας, 2005.
- ο ίδιος**, Το ζήτημα της προστασίας ή μη του λήπτη επαγγελματικού δανείου ως καταναλωτή, ΕπισκεΔ 2013, 1.

Δρακόπουλος Π., Ενημερωτικό δελτίο εισαγωγής στο Χρηματιστήριο μετοχών από συγχώνευση, ΔΕΕ 1997, 929.

Κατσάς Θεοδ., σε: Δούβλη/Μπώλο (επιμ.), Δίκαιο Προστασίας Καταναλωτών, τ. ΙΙ 2008.

Καραγκουνίδης Α., Προστασία του Επενδυτή στο δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών, 2007.

Καράκωστας Ιωαν., σε Γεωργιάδη – Σταθόπουλο (επιμ.), Αστικός Κώδιξ ΙΙΙ, Ειδικό Ενοχικό, 2008.

ο ίδιος, Ο αποδέκτης τραπεζικών υπηρεσιών ως καταναλωτής, ΧρΙΔ 2003, 97 επ.

ο ίδιος, Δίκαιο προστασίας καταναλωτή, 2008².

Κορδή-Αντωνοπούλου Ματ., Το νομικό πλαίσιο των αγορών χρηματοπιστωτικών μέσων, 2008.

Κουλορίδας Αθ., Η μικροχρηματοδότηση πλήθους – crowdfunding – Νομικά και κανονιστικά ζητήματα, αναρτημένη στο διαδίκτυο στην ιστοσελίδα: <https://eclass.aueb.gr/modules/document/file.php/MISC216/crowdfunding.pdf>, όπου το crowd – funding το ονομάζει «μικροχρηματοδότηση πλήθους» άλλως «συμμετοχική χρηματοδότηση».

Λιάππης Δημ., Αποζημίωση των επενδυτών, 2012.

Μήτσου Α., Διασυνοριακές συναλλαγές σε χρηματιστήρια αξιών της Ευρώπης, 2007.

Μικρουλέα Αλ., Δίκαιο της Διαφήμισης και Internet, ΔΕΕ 2000, 1091.

Μιχαλόπουλος Γ., εις Ανώνυμη εταιρεία και κεφαλαιαγορά, 2002.

Μούζουλας Σπηλ., Πρακτικά ζητήματα εταιρικού δικαίου από τη συμμετοχική επένδυση (Crowd – Investing), ΧρΙΔ 2016, 715.

ο ίδιος, Η συμμετοχική επένδυση (crowd – investing), ΝοΒ 2017, 809.

ο ίδιος, Κριτική αξιολόγηση της ρύθμισης της συμμετοχικής επένδυσης (crowd – investing) από το ν. 4416/2016, ΔΕΕ 2017, 473 επ.

Παπαντώνη Μ., Επενδυτικές συμβουλές και διαχείριση χαρτοφυλακίου, 2000.

Παπαστεργιοπούλου Χρ., Η ευθύνη των ΕΠΕΥ κατά του άρθρο 8 ν. 2251/1994, ΧρΙΔ 2003, 309, 311.

Περάκης Ευαγ., Άρθρο 1 Ν 2251/1994, σε Αλεξανδρίδου (επιμ.), Δίκαιο Προστασίας Καταναλωτή, Ελληνικό – Κοινοτικό, 2008.

Πολίτης Ευαγ., Οι επενδυτικές συμβουλές, ΔΕΕ 1998, 933.

Ρόκας Ν. – Μικρουλέα Αλ. – Λιβαδά Χρ., Ιδιωτικό Τραπεζικό Δίκαιο (Το δίκαιο των τραπεζικών συμβάσεων) στο συλλογικό έργο των Ρόκα – Γκόρτσου – Μικρουλέα – Λιβαδά, Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου, 2016³.

Ρόκας Ν. – Γκόρτσος Χ., Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου, Δημόσιο & Ιδιωτικό Τραπεζικό Δίκαιο, 2012².

Ταρναρίδου Χρ., Η Οικογενειακή επιχείρηση ως νέα επενδυτική προοπτική – Σύγχρονα ζητήματα της οικογενειακής επιχείρησης (25ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου) 2016, 197.

Τζάκας Δημ.-Παν., Οι χρηματοοικονομικές υπηρεσίες και ιδίως η προστασία των επενδυτών στο πλαίσιο της οδηγίας για τις αθέμιτες εμπορικές πρακτικές (Οδ. 2005/29/ΕΚ), ΧρηΔικ 2014, 399 επ.

Τουντόπουλος Βασ., Η ευθύνη των ΕΠΕΥ έναντι των επενδυτών για παράλειψη πληροφόρησης στα πλαίσια των συμβάσεων απλής λήψης και εκτέλεσης εντολών, ΔΕΕ 2001, 481.

ο ίδιος, Δίκαιο κεφαλαιαγοράς, 2015.

Χριστιανός Β., Η προστασία του επενδυτή ως καταναλωτή στο κοινοτικό δίκαιο: Από την απαγόρευση εκμετάλλευσης εμπιστευτικών πληροφοριών στην απαγόρευση χειραγώγησης της αγοράς, ΕλλΔνη 2002, 1560.

Χριστοπούλου Χρ., Σημείωση στην ΕφΑθ 4682/2008, ΔΕΕ 2009, 700.

II. ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ

Cosh / Andy/ Douglas Cumming / Alan Hughes, Outside Entrepreneurial Capital, Economic Journal 119 2009, 1494-1533.

Drake D., 2000 Global Crowdfunding Sites to Choose from by 2016: Top 5 Growth Indicators, article in huffingtonpost.com.

European Banking Authority, Opinion on lending-based crowdfunding, EBA/Op/2015/03, 26 February 2015, 8.

ESMA, Investment-based crowdfunding, Insights from regulators in the EU, 13 May 2015/ESMA/2015/856 Ann 1.

ESMA, Investment-based crowdfunding, Opinion, 18 December 2014, ESMA/2014/1378.

ESMA, Investment-based crowdfunding, Advice, 18 December 2014/ESMA/2014/1560.

Hamilton An., How to Crowdfund Your Creative Project, article in business.time.com.

Kirby E. / Worner Sh., Crowd-funding: An infant industry growing fast, IOSCO Staff Working Paper no SWP3/2014, OIVC-IOSCO, 2014, ιδίως 4 και 10.

Ordanini A. / Miceli L. / Pizzetti M. / Parasuraman A., Crowd-funding: transforming customers into investors through innovative service platforms. Journal of service management, 22, 443-470.

Serdaris Kon., The Regulation of Crowdfunding under the Greek Securities Laws, posted on 08 Feb 2017, e- library: <https://papers.ssrn.com/sol3/results.cfm>.

Stucki D., Financer une enterprice par le crowdfunding, Les nouvelles regles du crowdfunding, 2014 21.

Troeger T., Remarks on the German Regulation of Crowdfunding, posted on 09 Oct 2017, e- library: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3048885.

ΝΟΜΟΛΟΓΙΑ

ΟΛΑΠ 13/2015, ΧρΙΔ 2015, 675

ΑΠ 173/2017, ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ

ΑΠ 1378/2012, ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ

ΑΠ 781/2012, ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ

ΑΠ 656/2011, ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ

ΑΠ 654/2011, ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ

ΑΠ 1523/2010, ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ

ΑΠ 1761/2009, ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ

ΑΠ 1738/2009, ΕφΑΔ 2010, 439

ΑΠ 1248/2009, ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ

ΑΠ 464/2009, ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ

ΑΠ 1490/2005, ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ

ΑΠ 530/1991, ΕλλΔνη 33, 84

ΕφΑθ 1309/2012, ΕλλΔνη 2012, 818

ΕφΑθ 1159/2012, ΔΕΕ 2012, 676

ΕφΑθ 6002/2009, ΕλλΔνη 2010, 922

ΕφΑθ 1501/2009, ΕλλΔνη 2009, 1466

ΕφΑθ 7893/2006, ΕλλΔνη 2007, 549

ΕφΑθ 4788/2008, Αρμ 2009, 1204

ΕφΑθ 298/2008, ΕλλΔνη 2008, 847

ΕφΑθ 6401/2002, ΔΕΕ 2003, 412 παρατ. *Δελλή και Κυπρούλη*

ΕφΑθ 3273/1999, ΕλλΔνη 2001, 468

ΕφΔυτΜακεδον 13/2012, ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ

ΕφΔωδ 184/2013, ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ

ΕφΘεσ 312/2012, ΕλλΔνη 2012, 1376

ΕφΘεσ 1490/2011, ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ

ΕφΘεσ 1342/2001, Αρμ 2002, 1458.

Εφιων 307/2004, ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ

ΕφΛαρ 806/2010, ΕπισκεΔ 2011, 461

ΕφΠειρ 544/2015, ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ

ΜΠρΑθ 299/2012, ΔΕΕ 2012, 483

ΜΠρΜυτιλ 212/2014, ΔΕΕ 2014, 1070 παρατ. *Μικρουλέα* = ΕφΑΔ 2014, 34 παρατ. *Πουρνάρα*.

ΠολΠρωΑθ 20/2013, ΤΝΠ ΙΣΟΚΡΑΤΗΣ

ΠΠρΑθ 7169/2010, ΝοΒ 2011, 351 παρατ. *Παπαστάμου*

ΔΕΚ (νυν ΔικΕΕ), Υπόθεση C-59/2012, 3.10.2013 (BKK Mobil Oil Körperschaft des öffentlichen Rechts κατά Zentrale zur Bekämpfung unlauteren Wettbewerbs eV)

ΔΕΚ, Υπόθεση C-488/11, 30.05.2013 (Dirk Frederik Asbeek Brusse, Katarina de Man Garabito κατά Jahani BV)

ΔΕΚ, Υπόθεση C-91/1992, 14.7.1994 (Paola Faccini Dori κατά Recreb Srl)

ΔΕΚ, Υπόθεση C-361/1989, 14.3.1991 (Patrice Di Pinto)

ΔΕΚ, Υπόθεση C-419/2011, 14.3.2013 (Česká spořitelna, a.s. κατά Gerald Feichter)

ΔΕΚ, Υπόθεση C-269/95, 3.7.1997 (Francesco Benincasa κατά Dentalkit Srl)

ΔΕΚ, Υπόθεση C-464/2001, 20.1.2005 (Johann Gruber κατά Bay Wa AG)

ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ ΣΥΝΗΓΟΡΟΥ ΤΟΥ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΗ

Συνήγορος του Καταναλωτή 4995/25.2.2013

Συνήγορος του Καταναλωτή 3700/11.2.2013

Συνήγορος του Καταναλωτή 9868/8.11.2012

Συνήγορος του Καταναλωτή 1526/5.7.2010

Συνήγορος του Καταναλωτή 4084/28.12.2009

ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

2/460/10.1.2008 ΕΚ

1/452/1.11.2007 ΕΚ

3/398/22.9.2006 ΕΚ

ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ

<https://rejoin.gr/blog/1113-neofiis-epixeirisi-start-up> (πρόσβαση στο διαδίκτυο 19-05-2018).

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018PC0113&from=EN> (πρόσβαση στο διαδίκτυο 19-05-2018), όπου έχει δημοσιευθεί η σχετική πρόταση με τη μορφή Κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τους Ευρωπαίους παρόχους υπηρεσιών πληθοχρηματοδότησης για επιχειρήσεις, COM (2018) 113 final της 8.3.2018

<https://www.giveandfund.com/giveandfund/homepage>·<http://www.youthelp.gr/>

<https://startupper.gr/>·<https://www.opencircleproject.com/>

<https://www.groopio.com/>·<http://www.winnersfund.com/>·<http://greekfund.gr/subscribe/>

<http://www.oneup.gr:9380/homepage>

<http://www.fortunegreece.com/article/i-proti-platforma-crowdfunding-stin-ellada-parousiastike-stis-vrixelles/> (ανάρτηση στο διαδίκτυο 02-06-2016).

<https://www2.deloitte.com/dl/en/pages/legal/articles/crowdfunding-in-deutschland.html> (πρόσβαση στο διαδίκτυο 19-05-2018).

<https://www.crowdfundinsider.com/what-is-the-jobs-act/> (15-10-2016).

<https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/10102/2016/EN/10102-2016-154-EN-F1-1.PDF>.

ttp://www.huffingtonpost.gr/entry/dorea-46-ekat-dolarion-apo-te-unicef-yia-ten-ekpaideese-ton-paidion-sto-afyanistan_gr_5a48aed2e4b025f99e1c2532

http://epublications.web.auth.gr/?q=el/articles-search&page=1

www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/oikodelt201612.pdf

<https://www.fca.org.uk/firms/authorisation/when-required/crowdfunding>

<https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp18-20.pdf>

[https://www.wardynski.com.pl/wp-](https://www.wardynski.com.pl/wp-content/uploads/2017/10/ECN_Crowdfunding_Review_2017.pdf)

[content/uploads/2017/10/ECN_Crowdfunding_Review_2017.pdf](https://www.wardynski.com.pl/wp-content/uploads/2017/10/ECN_Crowdfunding_Review_2017.pdf)

ΛΗΜΜΑΤΙΚΟ ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ

C

crowdfunding: **9, 10, 11, 12, 13, 14, 15, 16, 22, 25**

crowdinvesting: **10, 13, 16, 17, 25**

D

donation based: **13, 20, 23**

E

equity – based crowdfunding: **13, 25, 51**

P

peer-to-peer lending: **13, 18**

profit – sharing crowdfunding: **13, 25**

R

reward based and prepurchase: **13, 23**

royalty scheme: **24**

S

start-ups: **8, 15, 29**

A

αθέμιτες πρακτικές: **59, 60, 64**

Δ

διαφήμιση: **16, 57, 58, 59, 61**

διαχειριστές: **12, 13, 32, 33, 34, 55**

Ε

έμμεσος δανεισμός: **18**

ενημερωτικό δελτίο: **13, 16, 47, 48, 50, 57**

H

ηλεκτρονικές πλατφόρμες: **9, 10, 14, 17, 20, 26, 52, 56**

O

όχημα ειδικού σκοπού: **29, 31**

Π

πληθοχρηματοδότηση: **8, 9, 10, 11, 12, 15, 16, 54**

Σ

συμμετοχική επένδυση: **9, 10, 16, 18, 23, 25, 26, 27, 32, 35, 36, 37, 40, 42, 44, 55, 59**

συμμετοχική χρηματοδότηση: **9, 16, 25, 26, 30, 55**