

## Το crowdfunding στην Ελλάδα

02/Οκτ/2014 06:45

Των Νίκου Κοντιζά και Έλενας Παπαχρήστου

### 1. Τι είναι το Crowdfunding

Το crowdfunding ή αλλιώς participative financing - («χρηματοδότηση από το πλήθος» -- «συμμετοχική χρηματοδότηση») είναι μία νέα δημοφιλής μέθοδος για την άντληση κεφαλαίων από μεγάλο αριθμό ενδιαφερόμενων, κατά κύριο λόγο μέσω του διαδικτύου. Ενώ το crowdfunding αρχικά συνδέθηκε με τη χρηματοδότηση διαφόρων κοινωφελών έργων ή με τη χρηματοδότηση μορφών τέχνης, τον τελευταίο καιρό αναδεικνύεται ως μια μέθοδος άντλησης κεφαλαίων για νεοσύστατες εταιρίες (startups) ή άλλα εμπορικά εγχειρήματα.

Το crowdfunding λειτουργεί συνήθως μέσω μίας ιστοσελίδας, στην οποία παρουσιάζονται εταιρείες ή έργα που χρειάζονται χρηματοδότηση και στην οποία έχει πρόσβαση το κοινό.

Το crowdfunding έχει βρεθεί τον τελευταίο καιρό στο προσκήνιο από την αυξανόμενη δημόσια συζήτηση για την πρόσβαση στη χρηματοδότηση. Όλο αυτό βέβαια, είναι το αποτέλεσμα αφενός της οικονομικής κρίσης και των συναφών αδυναμιών της αγοράς όπου το υφιστάμενο καθεστώς συμβατικής χρηματοδότησης (τραπεζικά δάνεια, κλπ) δεν είναι αρκετό να στηρίξει και να παράσχει ικανή χρηματοδότηση για τις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις και αφετέρου της ραγδαίας εξέλιξης στον τομέα της τεχνολογίας των επικοινωνιών, η οποία διευκολύνει την πρόσβαση των νεοσύστατων επιχειρήσεων σε επενδυτές και το αντίστροφο.

Το crowdfunding μπορεί να διακριθεί σε τρεις (3) κυρίως μορφές:

#### • Κεφαλαιοδότηση (equity model)

Αυτού του τύπου η επένδυση συνεπάγεται συμμετοχή στο κεφάλαιο μίας εταιρείας.

#### • Δάνεια (lending model)

Σε αυτήν την περίπτωση, η χρηματοδότηση γίνεται με τη μορφή δανεισμού.

#### • Δωρεές (donations-rewards model)

Οι δωρεές χρησιμοποιούνται κυρίως για τη χρηματοδότηση κοινωφελών και φιλανθρωπικών σκοπών ή για τη χρηματοδότηση της τέχνης. Στην περίπτωση αυτή, οι επενδυτές χρηματοδοτούν

έργα της επιλογής τους είτε για λόγους ηθικής ικανοποίησης και χωρίς αντάλλαγμα ή για να λάβουν το μη χρηματικό αντίτιμο που ενδεχομένως προσφέρει το έργο, το οποίο μπορεί να είναι από ευχαριστήριο σημείωμα έως μικρό δώρο συμβολικής αξίας, όπως εισιτήρια, μπλουζάκια, ή ακόμα και σπιτικά γεύματα.

## **2. Το equity crowdfunding υπό το υφιστάμενο νομοθετικό πλαίσιο**

Στην Ελλάδα σήμερα λειτουργεί ουσιαστικά μόνο το μοντέλο των δωρεών (donation model). Ωστόσο το μοντέλο που φαίνεται να παρουσιάζει σήμερα το μεγαλύτερο ενδιαφέρον, λόγω του υφιστάμενου ελλείμματος στη λειτουργία άλλων μορφών χρηματοδότησης των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων είναι το μοντέλο της κεφαλαιοδότησης (equity crowdfunding).

Η λειτουργία του equity crowdfunding στην Ελλάδα προσκρούει σε μία σειρά από νομικά προσκόμματα, τα οποία δεν είναι εύκολο να υπερκεραστούν χωρίς την ύπαρξη ειδικής νομοθετικής πρόβλεψης. Ειδικότερα:

**• Το equity crowdfunding μπορεί να συνίσταται ή να αφορά σε παροχή επενδυτικών υπηρεσιών, για την οποία απαιτείται άδεια από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (ΕΚ).**

Σύμφωνα με το νόμο 3606/2007 με τον οποίο ενσωματώθηκε στην Ελλάδα η Οδηγία 2004/39/EK («MiFID»), η προσφορά επενδυτικών υπηρεσιών και η διενέργεια επενδυτικών δραστηριοτήτων στην Ελλάδα με επαγγελματική ιδιότητα, επιτρέπεται κατ' αρχήν σε εταιρείες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών οι οποίες έχουν λάβει άδεια λειτουργίας στην Ελλάδα από την ΕΚ ή εναλλακτικά σε εταιρείες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών από άλλα κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, οι οποίες απολαμβάνουν του ευρωπαϊκού «διαβατηρίου» (δηλαδή σύμφωνα με τη διαδικασία γνωστοποίησης) και οι οποίες προσφέρουν υπηρεσίες μέσω υποκαταστήματος ή διασυνοριακά, χωρίς εγκατάσταση.

Η παροχή επενδυτικών υπηρεσιών περιλαμβάνει, μεταξύ άλλων, τη λήψη, διαβίβαση και εκτέλεση εντολών εκ μέρους των πελατών για τη διενέργεια συναλλαγών σε χρηματοδοτικά μέσα, την τοποθέτηση χρηματοπιστωτικών μέσων χωρίς δέσμευση ανάληψης αυτών και την παροχή επενδυτικών συμβουλών.

Τα χρηματοπιστωτικά μέσα είναι, μεταξύ άλλων, κινητές αξίες, μέσα χρηματαγοράς, μερίδια οργανισμών συλλογικών επενδύσεων, συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης, συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, συμβάσεις ανταλλαγής, προθεσμιακά συμβόλαια και άλλα παράγωγα.

Όταν μια πλατφόρμα crowdfunding διευκολύνει την προσφορά κινητών αξιών στο κοινό και/ή παρέχει συμβουλές προς επενδυτές σχετικά με την επένδυση σε κινητές αξίες, μπορεί να θεωρηθεί ότι ο διαχειριστής της παρέχει επενδυτικές υπηρεσίες τοποθέτησης χρηματοπιστωτικών μέσων και/ή επενδυτικών συμβουλών, για τις οποίες απαιτείται η άδεια της ΕΚ.

- Το **equity crowdfunding** μπορεί να συνιστά πρόσκληση προς το κοινό για επένδυση, για την οποία απαιτείται άδεια από την ΕΚ.

Ο νόμος 3401/2005, όπως ισχύει, με τον οποίο ενσωματώνεται στην ελληνική νομοθεσία η Οδηγία 2003/71/ΕΚ (η «Οδηγία περί Ενημερωτικών Δελτίων», όπως τροποποιήθηκε από την Οδηγία 2010/73/ΕΕ), προβλέπει ότι για τη δημόσια προσφορά κινητών αξιών στην Ελλάδα απαιτείται η προηγούμενη δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου, το οποίο πρέπει να εγκριθεί από την ΕΚ.

Υπάρχει εξαίρεση από την υποχρέωση δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου για προσφορά κινητών αξιών συνολικής αξίας μικρότερης των εκατό χιλιάδων (100.000) ευρώ εντός περιόδου δώδεκα (12) μηνών. Την εξαίρεση αυτή ενδέχεται να προσπαθήσουν να χρησιμοποιήσουν οι πλατφόρμες crowdfunding που θα επιχειρήσουν να λειτουργήσουν με το μοντέλο άντλησης κεφαλαίων μέσω έκδοσης μετοχών από τις εταιρείες που επιθυμούν χρηματοδότηση. Ωστόσο, η εφαρμογή της εξαίρεσης αυτής δεν έχει δοκιμαστεί ακόμη στην πράξη σε πλατφόρμες crowdfunding στην Ελλάδα. Η πρώτη πλατφόρμα (με την ονομασία open circle) έχει ανακοινώσει την έναρξη λειτουργίας της τον Σεπτέμβριο του 2014.

### **3. Ανάγκη ύπαρξης ειδικής νομοθετικής πρόβλεψης**

Το crowdfunding βρίσκεται σε πρώιμο στάδιο στην Ελλάδα και επί του παρόντος δεν υπάρχει συγκεκριμένο ρυθμιστικό πλαίσιο. Όπως είδαμε, η λειτουργία σύμφωνα με το μοντέλο κεφαλαιοδότησης (equity model) ενδέχεται να υπόκειται σε ορισμένες ρυθμιστικές απαιτήσεις, συμπεριλαμβανομένου ενδεικτικά του νόμου 3606/2007 για την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών καθώς και του νόμου 3401/2005 για τη δημόσια προσφορά κινητών αξιών σχετικά με την προσέκλυση του κοινού για να επενδύσει σε οποιοδήποτε είδος επενδύσεων.

Η λειτουργία του μοντέλου δωρεών ή ανταμοιβών δεν υπόκειται σε καμία διάταξη χρηματιστηριακού δικαίου, ενώ το μοντέλο δανεισμού (για το οποίο δεν γίνεται εκτενής αναφορά σε αυτό το άρθρο) ενδέχεται να υπόκειται, μεταξύ άλλων, στις διατάξεις του νόμου 3601/2007 σχετικά με τη ρυθμιζόμενη δραστηριότητα της παροχής πιστώσεων.

Οι υπάρχοντες νομοθετικοί περιορισμοί στη λειτουργία του crowdfunding καθιστούν αναγκαία την υιοθέτηση κατάλληλου νομοθετικού πλαισίου για την απρόσκοπτη λειτουργία του θεσμού αυτού. Σχετικές νομοθετικές πρωτοβουλίες υπήρξαν πρόσφατα σε διάφορες χώρες, όπως στις ΗΠΑ, Γαλλία και Βέλγιο ενώ η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εξετάζει ήδη από τον Οκτώβριο του 2013 την προοπτική και τους κινδύνους αυτής της σχετικά νέας και ανερχόμενης μορφής χρηματοδότησης καθώς και την πιθανή εναρμόνιση του ρυθμιστικού πλαισίου για το crowdfunding σε ευρωπαϊκό επίπεδο.

Στις ΗΠΑ, ο περίφημος νόμος JOBS Act (Jumpstart Our Business Startups Act), σχετικά με τη χρηματοδότηση μικρών επιχειρήσεων, επιτρέπει από το 2012 τη χρηματοδότηση εταιρειών μέχρι ενός εκατομμυρίου (1.000.000) δολαρίων 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. Επίσης, εισήγαγε μία νέα κατηγορία funding portal (δηλ. ενδιάμεσου σε συναλλαγές που αφορούν αγορά ή πώληση κινητών αξιών) για πλατφόρμες crowdfunding.

Παρά το γεγονός ότι ο νόμος JOBS Act δεν έχει τεθεί σε πλήρη εφαρμογή, καθώς η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) δεν έχει ακόμα εκδώσει όλες τις απαραίτητες εφαρμοστικές πράξεις, η επίδραση του στην οικονομία θεωρείται τεράστια, σύμφωνα με το οικονομικό περιοδικό Forbes. Τον Απρίλιο του 2013 η SEC έκρινε ότι η δραστηριότητα των δύο πλατφόρμων FundersClub και AngelList, η οποία συνίσταται στη σύζευξη ενδιαφερομένων επαγγελματιών επενδυτών και νεοσύστατων εταιρειών δεν αποτελεί εποπτευόμενη επενδυτική υπηρεσία.

Στη Γαλλία, εκδόθηκε πρόσφατα νόμος που επιτρέπει τη λειτουργία πλατφόρμας crowdfunding και προβλέπει ότι: (α) για το equity model απαιτείται νέος ειδικός τύπος εταιρείας, η λεγόμενη “conseiller en investissement participatif” (crowdfunding investment advisor), η οποία δεν υπόκειται σε ελάχιστο κεφάλαιο. Οι εταιρείες αυτές μπορούν να συγκεντρώσουν μέχρι ένα εκατομμύριο (1.000.000) ευρώ ανά project χωρίς την υποχρέωση δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου αλλά μόνο ολιγοσέλιδου δελτίου, ενώ (β) για το lending model επίσης απαιτείται νέος ειδικός τύπος εταιρείας, η λεγόμενη “intermédiaire en financement participatif ” (crowdfunding intermediary), η οποία επίσης δεν υπόκειται σε ελάχιστο κεφάλαιο αλλά σε περιορισμό χιλίων (1.000) ευρώ ανά επενδυτή και ανά project. Στην ίδια κατεύθυνση κινείται και ο αντίστοιχος πρόσφατος νόμος στο Βέλγιο.

Στη Φινλανδία, η αρμόδια χρηματοοικονομική εποπτική αρχή (FIN-FSA) εξέδωσε πρόσφατα (τέλη Ιουνίου 2014) δελτίο τύπου σχετικά με τη νομική μεταχείριση του crowdfunding, θέτοντας ρητά και σαφώς τα όρια μεταξύ των μορφών crowdfunding που υπόκεινται και αυτών που δεν υπόκεινται σε εποπτεία.

Στην Ελλάδα, θα πρέπει ίσως αντίστοιχα να διασαφηνιστεί – όχι απαραίτητα με τη μορφή νόμου αλλά ίσως και με τη μορφή εγκυκλίου ή άλλης πράξης της ΕΚ – ότι η απλή σύζευξη, μέσω μία πλατφόρμας, επενδυτικού ενδιαφέροντος από τη μία μεριά και ανάγκης μη εισηγμένων εταιρειών για εξεύρεση μετόχων από την άλλη δεν συνιστά απαραίτητα επενδυτική υπηρεσία και ότι, επομένως, οι πλατφόρμες αυτές δεν υπόκειται άνευ ετέρου στο αυστηρό ρυθμιστικό πλαίσιο των εταιρειών παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Μία τέτοια τολμηρή κίνηση εκ μέρους της ΕΚ δεν θα ήταν διόλου αντίθετη με τη διεθνή τάση υποστήριξης που φαίνεται να επικρατεί για το crowdfunding, και θα έδινε μία σημαντική ώθηση στην επιβίωση των νεοσύστατων μικρομεσαίων επιχειρήσεων, απαραίτητη για το μέλλον της ελληνικής οικονομίας. Αυτό δεν σημαίνει βέβαια ότι δεν θα πρέπει να υπάρξουν και στη χώρα μας οι αναγκαίες προϋποθέσεις, όπως σχετικοί κανόνες δεοντολογίας και διαφάνειας, οι οποίες θα εξασφαλίζουν την ορθή, πλήρη και επαρκή πληροφόρηση των επενδυτών για τις εταιρείες που παρουσιάζονται στις πλατφόρμες αυτές.

*\*Οι κ.κ. Νίκος Κοντιζάς και Έλενα Παπαχρήστου ειδικεύονται στο χρηματιστηριακό και τραπεζικό δίκαιο και είναι μέλη της δικηγορικής εταιρείας Ζέπος & Γιαννόπουλος.*

Διαβάστε το άρθρο στο [Capital.gr](https://www.capital.gr)