



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ ΕΦΑΡΜΟΣΜΕΝΗΣ  
ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ

ΔΗΜΟΚΡΙΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ

ΘΡΑΚΗΣ  
ΤΜΗΜΑ ΝΟΜΙΚΗΣ

ΔΙΔΡΥΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΔΙΚΑΙΟ ΚΑΙ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ

**CROWDFUNDING – ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ:  
ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΗ, ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΗ ΚΑΙ ΝΟΜΙΚΗ ΘΕΩΡΗΣΗ**

Διπλωματική Εργασία

της

Σουλτάνας Χρηστινίδου

Θεσσαλονίκη, Φεβρουάριος/2024

**CROWDFUNDING – ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ:  
ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΗ, ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΗ ΚΑΙ ΝΟΜΙΚΗ ΘΕΩΡΗΣΗ**

Σουλτάνα Χρηστινίδου

Πτυχιούχος Νομικής Σχολής ΑΠΘ, 2019

Διπλωματική Εργασία

υποβαλλόμενη για τη μερική εκπλήρωση των απαιτήσεων του

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟΥ ΤΙΤΛΟΥ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΟ ΔΙΚΑΙΟ & ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ

Επιβλέπουσα Καθηγήτρια  
Μαρία Βλαχοπούλου

Εγκρίθηκε από την τριμελή εξεταστική επιτροπή την 29/02/2024

Μαρία Βλαχοπούλου

Φώτιος Κίτσιος

Κωνσταντίνος Φούσκας

Σουλτάνα Χρηστινίδου

## Περίληψη

Η συμμετοχική χρηματοδότηση, ευρέως γνωστή και ως crowdfunding, είναι μια διαδικασία συγκέντρωσης χρημάτων από μια μεγάλη ομάδα ατόμων, συνήθως μέσω διαδικτυακών πλατφορμών. Αυτή η καινοτόμος μέθοδος χρηματοδότησης έχει επιτρέψει σε επιχειρηματίες, δημιουργούς, καλλιτέχνες, και κοινωνικά έργα να αποκτήσουν τα απαραίτητα κεφάλαια για την υλοποίηση των ιδεών τους, απευθυνόμενοι σε ένα ευρύ κοινό. Στην παρούσα εργασία θα ασχοληθούμε με την συγκεκριμένη χρηματοδοτική μέθοδο και θα εξετάσουμε την εφαρμογή της στον σύγχρονο επιχειρηματικό κόσμο, τόσο στην διεθνή κοινότητα όσο και στην Ελλάδα, αναλύοντας τις τεχνολογικές, επιχειρηματικές και νομικές πτυχές της. Η εργασία διαιρείται σε δύο μέρη. Στο πρώτο μέρος πραγματοποιείται ο ορισμός και η ανάλυση της συμμετοχικής χρηματοδότησης, εξετάζοντας τους συντελεστές, δηλαδή το πλήθος, τους χρηματοδοτούμενους και την πλατφόρμα. Περιγράφονται τα είδη crowdfunding, με ανάλυση των μοντέλων ανταμοιβών, δωρεών, συμμετοχικής επένδυσης και δανεισμού και με παράλληλη παράθεση μελέτης περιπτώσεων εκστρατειών και έργων που κάλυψαν τις χρηματοδοτικές τους ανάγκες μέσω της συγκεκριμένης μεθόδου. Η αξιολόγηση περιλαμβάνει οφέλη, μειονεκτήματα, στατιστικά, καθώς και την επίδραση της πανδημίας Covid-19 στη συμμετοχική χρηματοδότηση. Επίσης, εξετάζεται η τεχνολογία blockchain στο crowdfunding. Το δεύτερο μέρος εστιάζει στο νομικό πλαίσιο που ρυθμίζει το crowdfunding, παρουσιάζοντας και αναλύοντας τις σχετικές νομοθετικές ρυθμίσεις της Ευρωπαϊκής Ένωσης και της Ελλάδας. Εξετάζονται, ακόμα, οι πτυχές που αφορούν τη συγκέντρωση καταθέσεων χρημάτων, το δίκαιο του καταναλωτή και το ηλεκτρονικό εμπόριο, παρέχοντας μία εμπειριστατωμένη επισκόπηση του νομικού πλαισίου. Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να αναδείξει τη συμμετοχική χρηματοδότηση ως ένα ενδιαφέρον φαινόμενο, εξετάζοντας τις πολλαπλές πτυχές της, συνδυάζοντας τεχνολογική, επιχειρηματική και νομική οπτική για μια ολοκληρωμένη κατανόηση.

**Λέξεις Κλειδιά:** εναλλακτική χρηματοδότηση, συμμετοχική χρηματοδότηση, επιχειρηματικότητα, καινοτομία, χρηματοδότηση από το πλήθος, crowdfunding, καμπάνια, έργο – project, πλατφόρμα χρηματοδότησης, νομοθετικό πλαίσιο, Κανονισμός (ΕΕ) 2020/1503.

## **Abstract**

Participatory finance, widely known as crowdfunding, is a process of raising money from a large group of people, usually through online platforms. This innovative method of funding has allowed entrepreneurs, creators, artists, and social projects to secure the necessary capital for realizing their ideas by appealing to a wide audience. In this thesis we will delve into this specific financing method and examine its application in the contemporary business world, both in the international community and in Greece, while analyzing its technological, business and legal aspects. The thesis is divided into two parts. The first part entails the definition and analysis of participatory finance is carried out, examining its contributors, namely the crowd, the funded entities and the platform. The types of crowdfunding are described, analyzing the models of rewards, donations, equity and lending, accompanied by case studies of campaigns and projects that fulfilled their financial needs through this method. The evaluation includes benefits, drawbacks, statistics, and the impact of the Covid-19 pandemic on participatory finance. It also examines the role of blockchain technology in crowdfunding. The second part focuses on the legal framework that regulates crowdfunding, presenting and analyzing the relevant legislation of the European Union and Greece. It also examines aspects relating to the collection of money deposits, consumer law and e-commerce, providing a thorough overview of the legal framework. The aim of this thesis is to highlight crowdfunding as an interesting phenomenon, examining its multiple aspects, combining technological, business and legal perspectives for a holistic understanding.

**Keywords:** alternative finance, participatory finance, entrepreneurship, innovation, crowdfunding, campaign, project, funding platform, legal framework, Regulation (EU) 2020/1503.

## Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά την επιβλέπουσα καθηγήτρια κα. Βλαχοπούλου Μάρω για τη βοήθεια και τη διαρκή στήριξή της στην εκπόνηση της Διπλωματικής Εργασίας. Αποτέλεσε έμπνευση για μένα καθ' όλη τη διάρκεια του προγράμματος. Επίσης, θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένεια μου, που με στήριξαν και εξακολουθούν να με στηρίζουν τόσα χρόνια. Ακόμη θα ήθελα να ευχαριστήσω τον φίλο μου, Γιώργο, για την υπομονή του όλο αυτό το χρονικό διάστημα της συγγραφής.

# Περιεχόμενα

Εισαγωγή.....	1
<b>Α' ΜΕΡΟΣ: Ορισμός και ανάλυση της συμμετοχικής χρηματοδότησης.....</b>	<b>3</b>
<b>1 Η έννοια της συμμετοχικής χρηματοδότησης.....</b>	<b>3</b>
1.1 Ορισμός.....	3
1.2 Ιστορική αναδρομή.....	4
1.3 Οι συντελεστές:.....	7
1.3.1 Το πλήθος.....	8
1.3.1.1 Τα κίνητρα του συμμετοχικού χρηματοδότη ως ατόμου.....	9
1.3.1.2 Η συμπεριφορά του πλήθους, ανεξάρτητα από τις ατομικές εκτιμήσεις και κίνητρα των συμμετεχόντων σε αυτό.....	11
1.3.2 Οι χρηματοδοτούμενοι .....	12
1.3.3 Η πλατφόρμα.....	13
1.3.3.1 Πρακτικές τιμολόγησης των πλατφορμών.....	16
<b>2 Είδη Crowdfunding.....</b>	<b>17</b>
2.1 Το μοντέλο ανταμοιβών (reward based).....	17
2.1.1 Ορισμός και επεξήγηση.....	17
2.1.2 Σύγκριση με το μοντέλο προ-αγορών.....	18
2.1.3 Reward based case study («Coolest Cooler»).....	19
2.2 Το μοντέλο δωρεών (donation based).....	20
2.2.1 Ορισμός και επεξήγηση.....	20
2.2.2 Donation based case study («GIVE & FUND»).....	21
2.3 Το μοντέλο συμμετοχικής επένδυσης μέσω κεφαλαίου ή επενδυτικό μοντέλο (equity based).....	23
2.3.1 Ορισμός και επεξήγηση.....	23
2.3.2 Τα μοντέλα άμεσης και έμμεσης συμμετοχικής χρηματοδότησης κεφαλαίου.....	24
2.3.3 Equity based case study («Crowdcube»).....	26
2.4 Το μοντέλο συμμετοχικής χρηματοδότησης μέσω δανεισμού (lending based).....	27
2.4.1 Ορισμός και επεξήγηση.....	27
2.4.2 Lending based case studies («LendingClub» και «Ener2Crowd»).....	29

2.4.2.1 LendingClub.....	29
2.4.2.2 Ener2Crowd.....	30
<b>3 Αποτίμηση.....</b>	<b>32</b>
3.1 Οφέλη.....	32
3.2 Μειονεκτήματα – Κίνδυνοι.....	35
3.3 Στατιστικά.....	38
3.4 Συμμετοχική χρηματοδότηση και Covid –19.....	41
<b>4 Η τεχνολογία Blockchain στο Crowdfunding.....</b>	<b>45</b>
<b>Β' Μέρος: Νομικό πλαίσιο.....</b>	<b>47</b>
<b>5 Νομοθετικές ρυθμίσεις που τυγχάνουν εφαρμογής σε όλα τα μοντέλα συμμετοχικής χρηματοδότησης.....</b>	<b>47</b>
5.1 Η απαγόρευση συγκέντρωσης καταθέσεων χρημάτων και άλλων επιστρεπτέων κεφαλαίων.....	47
5.2 Η συμμετοχική χρηματοδότηση υπό το πρίσμα του δικαίου του καταναλωτή.....	48
5.3 Η συμμετοχική χρηματοδότηση υπό το πρίσμα των διατάξεων για το ηλεκτρονικό εμπόριο.....	50
<b>6 Εθνικό νομοθετικό πλαίσιο.....</b>	<b>52</b>
6.1 Γενικά.....	52
6.2 Νόμος 4416/2016.....	52
6.3 Νόμος 4514/2018.....	55
6.4 Κανονισμός ΕΕ 2017/1129 και Νόμος 4706/2020.....	57
<b>7 Κανονισμός ΕΕ 2020/1503 και Νόμος 4920/2022.....</b>	<b>59</b>
7.1 Κανονισμός ΕΕ 2020/1503.....	59
7.2 Νόμος 4920/2022.....	66
<b>8 Συμπεράσματα.....</b>	<b>67</b>
<b>Βιβλιογραφία.....</b>	<b>71</b>

## **Κατάλογος Εικόνων**

Εικόνα 1: «The crowdfunding principle» .....	8
Εικόνα 2: «Give and Fund homepage».....	22
Εικόνα 3: «Μοντέλο άμεσης χρηματοδότησης» .....	25
Εικόνα 4: «Μοντέλο έμμεσης χρηματοδότησης».....	25
Εικόνα 5: «Άμεση συμμετοχική δανειοδότηση».....	28
Εικόνα 6: «Αντικείμενα εκστρατειών (σκοπός χρηματοδότησης)».....	43



## Εισαγωγή

Η παροχή ψηφιοποιημένων χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, δηλαδή υπηρεσιών που περιστρέφονται γύρω από την διαδικτυακή χρηματοδότηση μέσω πλατφορμών, αποτελεί κομμάτι της Χρηματοοικονομικής Τεχνολογίας (FinTech). Η παγκόσμια αναδύομενη πρακτική της συμμετοχικής χρηματοδότησης, γνωστή και ως «crowdfunding» αντιπροσωπεύει μια επαναστατική μεταστροφή στον τρόπο χρηματοδότησης, ενθαρρύνοντας τη συμμετοχή του κοινού στη χρηματοδότηση και στην υποστήριξη καινοτόμων ιδεών και εγχειρημάτων. Η ανάλυση περιστρέφεται γύρω από ένα ουσιαστικό «τρίπολο», τους συντελεστές της συμμετοχικής χρηματοδότησης, οι οποίοι είναι το πλήθος, τα χρηματοδοτούμενα εγχειρήματα και η διαδικτυακή πλατφόρμα. Στον πυρήνα της ιδέας βρίσκεται η δυνατότητα οποιουδήποτε - από επιχειρηματίες και δημιουργούς έως καθημερινούς ανθρώπους με πάθος για ένα συγκεκριμένο έργο ή επιχειρηματικό σκοπό - να απευθύνεται απευθείας στο κοινό για να συγκεντρώσει τα απαραίτητα κεφάλαια. Οι πλατφόρμες crowdfunding παρέχουν ένα εικονικό πεδίο μάχης, όπου η ιδέα, η καινοτομία και η επιθυμία για αλλαγή αναδύονται ως κεντρικοί παράγοντες προσέλκυσης της χρηματοδότησης.

Η πρακτική όμως της συμμετοχικής χρηματοδότησης δεν είναι μονοσήμαντη ως προς τους στόχους και τα μέσα της, δηλαδή δεν ταυτίζεται με έναν αποκλειστικά χρηματοδοτικό ή/και επενδυτικό μηχανισμό. Καταλαμβάνει και μορφές, όπου η απόδοση και η ανταμοιβή δεν αποτελούν σκοπό. Τόσο στη θεωρία όσο και στην πράξη παρουσιάζονται διάφορα μοντέλα και συνεχώς αναφύονται και άλλα, με τα επικρατέστερα εξ αυτών να είναι τα εξής τέσσερα: 1. Το μοντέλο ανταμοιβών (reward based), 2. Το μοντέλο δωρεών (donation based), 3. Το μοντέλο συμμετοχικής επένδυσης μέσω κεφαλαίου ή επενδυτικό μοντέλο (equity based) και 4. Το μοντέλο συμμετοχικής χρηματοδότησης μέσω δανεισμού (lending based). Τόσο στη διεθνή κοινότητα όσο και στην Ελλάδα, γίνεται χρήση της μεθόδου του crowdfunding από ιδιώτες, επιχειρηματίες και εταιρείες, γεγονός που αποδεικνύει τη διεισδυτικότητα και τη δημοφιλία της συγκεκριμένης χρηματικής μεθόδου. Τα πλεονεκτήματα και τα οφέλη, για όλους τους συντελεστές, είναι πολλά. Άντληση κεφαλαίων, έλεγχος ζήτησης της αγοράς, πρόσβαση σε ένα ευρύ κοινό πιθανών υποστηρικτών, εργαλείο εμπορικής προώθησης κ.α.. Τα μειονεκτήματα ωστόσο και οι κίνδυνοι που ελλοχεύουν είναι επίσης πολυάριθμα και διαφορετικά για τον κάθε συντελεστή του μοντέλου αυτού χρηματοδότησης. Το επενδυτικό ρίσκο στις επενδύσεις υψηλού κινδύνου, η έλλειψη γνώσεων και επενδυτικής εμπειρίας, η ασυμμετρία πληροφοριών, η πιθανή κλοπή πνευματικών δικαιωμάτων, ο κίνδυνος απάτης κ.α. Το ερώτημα που τίθεται είναι αν μέσω των σχετικών κανονιστικών ρυθμίσεων επιλύονται ή τουλάχιστον περιορίζονται οι κίνδυνοι αυτοί και όσοι άλλοι ανακύπτουν ακόμη, καθώς σαν μορφή χρηματοδότησης είναι ακόμα υπό εξέλιξη. Κατά τη γνώμη μας, οι υφιστάμενες ρυθμίσεις περί τραπεζικής πίστης, δημόσιας προσφοράς κινητών αξιών και επενδυτών υπηρεσιών, καθώς και οι ρυθμίσεις για την προστασία του καταναλωτή και άλλες υφιστάμενες, είναι μάλλον ανεπαρκείς μπροστά στις προκλήσεις του φαινομένου. Δημιουργούν ένα νομοθετικό πλαίσιο το οποίο εφαρμόζεται σε κάποιες πτυχές του νέου μοντέλου χρηματοδότησης, παραμένουν όμως αρρυθμιστα πολλά ζητήματα.

Ενδεχομένως, θα μπορούσαμε να πούμε πως ο νέος Κανονισμός ΕΕ 2020/1503 έδωσε κάποιες λύσεις στο πρόβλημα, με τον Ευρωπαϊό νομοθέτη να κάνει ξεκάθαρη την βούληση του για δημιουργία μίας ενιαίας αγοράς συμμετοχικής χρηματοδότησης, με αβέβαια, ακόμα, αποτελέσματα, καθώς ο ρυθμιστικός ανταγωνισμός – και δη ο κάθετος ανταγωνισμός μεταξύ των εθνικών εννόμων τάξεων και της ενωσιακής – επιβιώνει.

Ο σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να προσφέρει μια ολοκληρωμένη κατανόηση της συμμετοχικής χρηματοδότησης και να εξετάσει την εφαρμογή της στον σύγχρονο επιχειρηματικό κόσμο, τόσο σε διεθνές επίπεδο όσο και στην Ελλάδα. Αναλύονται οι τεχνολογικές, επιχειρηματικές και νομικές πτυχές της συμμετοχικής χρηματοδότησης μέσω της εξέτασης του ορισμού, της ιστορικής αναδρομής, των διαφόρων ειδών crowdfunding, της αξιολόγησης οφελών και μειονεκτημάτων, των στατιστικών, της επίδρασης της πανδημίας Covid-19 και της τεχνολογίας blockchain. Επίσης, παρουσιάζεται και αναλύεται το νομικό πλαίσιο που ρυθμίζει το crowdfunding, τόσο σε ευρωπαϊκό όσο και σε εθνικό επίπεδο. Μέσα από αυτήν την ανάλυση, η εργασία στοχεύει στην ανάδειξη της συμμετοχικής χρηματοδότησης ως σημαντικού φαινομένου και στην προώθηση της κατανόησης της σε διάφορα επίπεδα και πτυχές.

Η μεθοδολογία σύνταξης της εργασίας περιλάμβανε τα ακόλουθα βήματα: Μετά τον καθορισμό του θέματος έγινε εκτεταμένη έρευνα τόσο σε ξένη όσο και σε ελληνική βιβλιογραφία και αρθρογραφία, καθώς και σε αξιόπιστες πηγές από το διαδίκτυο. Τα περισσότερα άρθρα που χρησιμοποιήθηκαν προέρχονται από επιστημονικές ιστοσελίδες, όπως το researchgate.net, το google scholar, το academia.edu κ.α. Στη συνέχεια έγινε κριτική ανάλυση των πηγών και σύγκρισή τους, ώστε να οργανωθεί το υλικό σε κατάλληλες κατηγορίες και θεματικές ενότητες. Πραγματοποιήθηκε λεπτομερής ανάλυση του υλικού και τμηματική σύνθεση του κειμένου. Τέλος, έλαβε χώρα η αναθεώρηση του τελικού κειμένου για να διορθωθούν πιθανά σφάλματα, να βελτιωθεί η συνοχή και συντακτική ορθότητα και να προστεθούν τυχόν λεπτομέρειες, όπου απαιτούνταν.

## Α΄ ΜΕΡΟΣ: Ορισμός και ανάλυση της συμμετοχικής χρηματοδότησης

### Κεφάλαιο 1: Η έννοια της συμμετοχικής χρηματοδότησης

#### 1.1 Ορισμός

Παρά το γεγονός πως έχει ευδοκιμήσει η έκφραση «νέο χρηματοδοτικό μοντέλο» ή «νέο επιχειρηματικό εργαλείο», ως χαρακτηριστικό της συμμετοχικής χρηματοδότησης, η θεωρία έχει προσπαθήσει να αποδώσει κατά καιρούς διάφορους ορισμούς, καθώς σαν φαινόμενο, έχει τις ρίζες του στο μακρινό παρελθόν. Ειδικότερα, ως συμμετοχική χρηματοδότηση έχει επικρατήσει να ορίζεται η συγκέντρωση κεφαλαίων από το πλήθος μέσω του διαδικτύου για τη χρηματοδότηση, με διάφορες μορφές, ποικίλων κερδοσκοπικών ή κοινωφελών επιχειρημάτων. Πρόκειται δηλαδή για μία ανοικτή και δημόσια πρόσκληση για τη χρηματοδότηση έργων, ατόμων ή επιχειρήσεων, με ή χωρίς αντάλλαγμα και με ποικίλους τρόπους, πάντως μέσω του διαδικτύου, η οποία απευθύνεται στους χρήστες αυτού αντί για κάποιους επαγγελματίες.<sup>1</sup> Την έκφραση «ανοικτή πρόσκληση» χρησιμοποίησε και ο Belleflamme et al. (2014), ορίζοντας τη συμμετοχική χρηματοδότηση ως «μία ανοικτή πρόσκληση, κυρίως μέσω του Διαδικτύου, για την παροχή οικονομικών πόρων είτε με τη μορφή δωρεάς είτε σε αντάλλαγμα για το μελλοντικό προϊόν ή κάποια μορφή ανταμοιβής για την υποστήριξη πρωτοβουλιών για συγκεκριμένους σκοπούς». Μία πιο ανατρεπτική προσέγγιση του φαινομένου, ορίζει το crowdfunding ως μέρος της ψηφιακής επανάστασης, στην ουσία ως έναν δημοκρατικό, διαδικτυακό μηχανισμό, που χρησιμοποιεί στοιχεία του ελεύθερου εμπορίου και της συνεργατικής σοφίας, για να συγκεντρώσει ανθρώπους και κοινότητες γύρω από έναν κοινό σκοπό. Δίνοντας χρήματα και υποστήριξη σε ένα έργο, μέσω μίας πλατφόρμας crowdfunding, οι άνθρωποι διαμορφώνουν την κοινωνία, αποφασίζοντας ποια ιδέα αξίζει να ακολουθηθεί και ποια όχι, και το κάνουν αυτό διαχειριζόμενοι τους δικούς τους πόρους και τον δικό τους χρόνο, επενδύοντας τα δικά τους χρήματα.<sup>2</sup> Καθίσταται, έτσι, σημαντική η έμφαση που δίνει η συγκεκριμένη μέθοδος χρηματοδότησης στη δύναμη που πηγάζει από το πλήθος, καθώς «το πλήθος είναι σοφό, γενναιόδωρο και αποτελεί την ιδανικότερη μορφή εκδήλωσης της συλλογικής βούλησης» (Surowiecki, 2004), γεγονός που εξηγεί και τη χρήση του όρου crowd (= πλήθος) για τον καθορισμό της μεθόδου, ενώ ακόμα, σύμφωνα με τον Brabham (2008), «Η μοναδικότητα του crowdfunding βρίσκεται στη δύναμη του πλήθους».

Γίνεται αντιληπτό πως για να κατανοήσει κανείς πλήρως τα χαρακτηριστικά και τις διαστάσεις του εναλλακτικού αυτού τρόπου χρηματοδότησης, θα πρέπει να προχωρήσει σε συστηματική εξέταση των τριών βασικών πυλώνων-συντελεστών του

---

<sup>1</sup>Κουλορίδας Α. (2019). *Εναλλακτικές Μορφές Χρηματοδότησης μέσω Διαδικτύου-Η συμμετοχική χρηματοδότηση*. Εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, σελ. 7

<sup>2</sup>Brüntje, D., & Gajda, O. (2016). *Crowdfunding in Europe. State of the Art in Theory and Practice*, 2

θεσμού, ήτοι της πλατφόρμας, των χρηματοδοτών και των χρηματοδοτούμενων εγχειρημάτων, αλλά σε πρώτο βαθμό, να έχει συλλάβει την έννοια του πληθοπορισμού (crowdsourcing), καθώς το crowdfunding συνιστά ειδικότερη έκφανση αυτού, με τους Lambert και Schwienbacher, το 2010, να επιβεβαιώνουν ότι το crowdfunding είναι η φυσική εξέλιξη του crowdsourcing.

Για τον πληθοπορισμό, η πρώτη αναφορά έγινε το 2006 από τον Jeff Howe στο άρθρο του «The Rise of Crowdsourcing», το οποίο δημοσιεύτηκε στο Wired Magazine και στο οποίο επισημαίνει ότι η νέα τάση στην εξωτερική ανάθεση των εργασιών συνδέεται με την ανάθεση εργασιών σε μία «δεξαμενή» εξειδικευμένων ή όχι χρηστών.<sup>3</sup> Ο ίδιος σε επόμενο άρθρο του (Howe, 2008) προσδιορίζει το crowdsourcing ως την πράξη της ανάληψης μίας εργασίας που παραδοσιακά εκτελείται από έναν καθορισμένο αντιπρόσωπο (όπως ένας υπάλληλος ή ένας εργολάβος) και την αναθέτει σε τρίτους, απευθύνοντας ανοιχτή πρόσκληση σε μία απροσδιόριστη, αλλά μεγάλη ομάδα ανθρώπων, με αποτέλεσμα να επιτρέπει τη δύναμη του πλήθους να φέρει εις πέρας, εργασίες που κάποτε ανήκαν σε λίγους και εξειδικευμένους. Χαρακτηριστικό και διαδεδομένο συλλογικό εγχείρημα πληθοπορισμού αποτελεί η Wikipedia, που όπως αυτοπροσδιορίζεται, είναι μία πολυγλωσσική διαδικτυακή εγκυκλοπαίδεια ελεύθερου περιεχομένου. Τα λήμματα της Wikipedia γράφονται σε συνεργασία από εθελοντές από όλον τον κόσμο και οποιοσδήποτε μπορεί να τα επεξεργαστεί, απλώς πατώντας στη σύνδεση «επεξεργασία» που εμφανίζεται στην κορυφή της κάθε σελίδας. Συνεπώς, με απλές λέξεις, ο πληθοπορισμός-crowdsourcing συνιστά ένα μοντέλο κατανομής επίλυσης προβλημάτων και λειτουργιών, όπου τα «προβλήματα» δημοσιεύονται σε ένα άγνωστο πλήθος χρηστών για την παροχή λύσεων από τον «διοργανωτή», και η συμμετοχική χρηματοδότηση-crowdfunding συνιστά ειδικότερη μορφή του crowdsourcing, καθώς, όπως θα αναλύσουμε στη συνέχεια, εύλογη ήταν η εξέλιξη, ο διοργανωτής ενός εγχειρήματος να μην αναζητά από το πλήθος αποκλειστικά τη συνεισφορά τους σε είδος, αλλά χρηματοδότηση (Κουλορίδας, 2019).

## 1.2 Ιστορική αναδρομή

Το μοντέλο της συμμετοχικής χρηματοδότησης μπορεί να εξελίχθηκε και να εξελίσσεται ραγδαία, παράλληλα με την εξέλιξη των μέσων κοινωνικής δικτύωσης και τις δυνατότητες που προσφέρει η σύγχρονη τεχνολογία, ωστόσο, σαν ιδέα, δεν είναι καινούρια. Πρώτη φορά εφαρμόστηκε στη Γερμανία κατά τη διάρκεια του 17<sup>ου</sup> αιώνα, με το θεσμό της «προεγγραφής» (praenumeration), ο οποίος χρησιμοποιήθηκε από εκδότες για τη χρηματοδότηση της εκτύπωσης βιβλίων. Μέσω του θεσμού αυτού, οι πελάτες προαγόραζαν μία συνδρομή (ένα βιβλίο), που στη συνέχεια χρησιμοποιούταν για την κάλυψη του απαιτούμενου κεφαλαίου για την έναρξη της ίδιας της εκτύπωσης (Marelli, Ordanini, 2016). Χαρακτηριστικό παράδειγμα της πρακτικής αυτής ήταν και

---

<sup>3</sup>Φούσκας, Παχγή-Τσιτηρίδου (2020). Μοντέλο Πληθοπορισμού – Crowdsourcing –Crowdfunding Model. Στο Μ. Βλαχοπούλου (Επιμ.), *Ψηφιακό Μάρκετινγκ, Από τη Θεωρία στην Πράξη* (σ.528-547). Αθήνα: Rosili.

το 1728, όταν ο Γιώχαν Τσέντλερ, σε μία πασχαλινή έκθεση στη Λειψία, προσέφερε έναντι προεγγραφής και σε προνομιακή τιμή τα έργα του Μαρτίνου Λούθηρου, πριν εκτυπωθούν και πωληθούν.

Μία παρόμοια μέθοδος χρησιμοποιήθηκε το 1884 από την Αμερικάνικη Επιτροπή για τη συγκέντρωση κεφαλαίων για την κατασκευή του βάρους του Αγάλματος της Ελευθερίας. Ο διάσημος δημοσιογράφος Joseph Pulitzer ξεκίνησε μία εκστρατεία συγκέντρωσης χρημάτων στην εφημερίδα του «The New York World», ζητώντας βοήθεια για να συγκεντρωθεί το ποσό των 100.000 δολαρίων που χρειαζόταν με αντάλλαγμα την αναφορά των χρηματοδοτών στην εφημερίδα του. Περισσότεροι από 160.000 δωρητές συνεισέφεραν στον σκοπό αυτό, με περισσότερα από τα  $\frac{3}{4}$  των δωρεών να ανέρχονται σε λιγότερο από ένα δολάριο, συγκεντρώνοντας συνολικά 101.091 δολάρια σε μόλις 5 μήνες (Marelli, Ordanini, 2016). Πρέπει να σημειωθεί πως η όποια χρηματοδότηση λάμβανε μέρος πριν από την εμφάνιση της σύγχρονης συνεργατικής χρηματοδότησης, δεν είχε καμία απολύτως ανταμοιβή πέραν της προσωπικής – ψυχολογικής ικανοποίησης.

Το έτος 1997 όμως, είναι το σημείο αφετηρίας του σύγχρονου crowdfunding, καθώς απέκτησε δημοσιότητα και έγινε ευρέως γνωστό μέσα από τη χρήση του στη μουσική βιομηχανία και τις τέχνες εν γένει. Έτσι λοιπόν, το 1997, το βρετανικό συγκρότημα ροκ μουσικής «Marillion», χρηματοδότησε τα έξοδα των μουσικών περιοδειών του, μέσω διαδικτυακών δωρεών από οπαδούς του. Η ανταμοιβή των ανθρώπων που συμμετείχαν σε αυτό το εγχείρημα ήταν να δεχτούν ευχαριστίες από το συγκρότημα στο εξώφυλλο του καινούριου τους δίσκου, που γνώρισε τεράστια επιτυχία το 2001. Η πρωτοποριακή αυτή κίνηση του συγκροτήματος «Marillion», αποτέλεσε πρότυπο για την προετοιμασία, προβολή, διοργάνωση και διαχείριση και άλλων παρόμοιων εγχειρημάτων, με αποτέλεσμα να μην προκαλεί έκπληξη το γεγονός ότι κυκλοφόρησαν άρθρα στο διαδίκτυο, αναφέροντας το χαρακτηριστικό «*Marillion understood where the Internet was going early on*».<sup>4</sup>

Η καινοτόμος αυτή μέθοδος χρηματοδότησης άρχισε να παίρνει σάρκα και οστά και να πλησιάζει τη σύγχρονη μορφή της, όπως την γνωρίζουμε σήμερα, το 2003, έτος ίδρυσης της ArtistShare, πρώτης διαδικτυακής πλατφόρμας crowdfunding, μέσω της οποίας οι ενδιαφερόμενοι καλλιτέχνες μπορούσαν να στραφούν για χρηματοδότηση στους θαυμαστές τους και στους οπαδούς τους, για να τους στηρίξουν οικονομικά σε οποιοδήποτε νέο τους εγχείρημα (Ordanini, 2011).

Με αφορμή την επιτυχία της πλατφόρμας ArtistShare, άρχισαν να ιδρύονται και άλλες περισσότερες πλατφόρμες χρηματοδότησης, όχι μόνο στα πλαίσια στήριξης και προώθησης καλλιτεχνικών εγχειρημάτων, αλλά και σχετικά με κοινωφελείς σκοπούς, νέους επιχειρηματίες και μικρές επιχειρήσεις με διάφορα αντικείμενα. Έτσι, το 2005, ιδρύεται η αμερικάνικη Kiva, η πρώτη εταιρεία στον κόσμο που επιτρέπει σε επιχειρηματίες να παρέχουν μικροπιστώσεις σε κατοίκους αναπτυσσόμενων χωρών του πλανήτη, με σκοπό να περιοριστεί η φτώχεια και να αναπτυχθεί η

---

<sup>4</sup>[bbc.com/news/entertainment-arts-23881382](http://bbc.com/news/entertainment-arts-23881382)

επιχειρηματικότητα, με την ίδια να αναφέρει στην ιστοσελίδα της πως χρησιμοποιεί τα μικροδάνεια που χρηματοδοτούνται από το πλήθος ως «δύναμη για κάτι καλό».<sup>5</sup> Έναν χρόνο αργότερα, το 2006, κάνουν την εμφάνισή τους η αμερικάνικη πλατφόρμα Prosper και η βρετανική πλατφόρμα Zopa, οι πρώτες εταιρείες που έκαναν χρήση των ηλεκτρονικών πλατφορμών με το μοντέλο δανεισμού (Zhao et al., 2019), τύπου P2P (Peer to Peer lending), όπως θα αναλύσουμε παρακάτω.

Εφαλτήριο όμως για την ανάπτυξη του σύγχρονου crowdfunding, και κυρίως της συμμετοχικής χρηματοδότησης μέσω δανεισμού, που, όπως θα δούμε στο σχετικό κεφάλαιο, αλλά όπως αναφέρει και ο Κουλορίδας στο βιβλίο του (2019), συνιστά το πιο επιτυχημένο μοντέλο συμμετοχικής χρηματοδότησης, αποτέλεσε η πρώτη διετία της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης του 2008 και η επακόλουθη συντηρητική πολιτική των τραπεζών στην έκδοση νέων δανείων για νεοφυείς επιχειρήσεις. Ωστόσο, πέρα από την προσφορά χρηματοδότησης, η κρίση επηρέασε και τη ζήτηση από τους επιχειρηματίες, καθώς οι ιδιώτες ήταν και είναι διστακτικοί ως προς την ανάληψη χρέους, αντιλαμβανόμενοι την αβεβαιότητα και τη μείωση του διαθέσιμου εισοδήματος των καταναλωτών (Αλεξανδρή, 2018). Το γεγονός αυτό, μαζί με την ανάπτυξη της τεχνολογίας, αποτέλεσαν εύφορο έδαφος για την ίδρυση και άλλων πλατφορμών, όπως η Indiegogo το 2008 και η Kickstarter το 2009, που μέχρι και σήμερα είναι από τις πιο δημοφιλείς πλατφόρμες crowdfunding, βασιζόμενες στο μοντέλο ανταμοιβών, όπως θα αναλύσουμε στο σχετικό κεφάλαιο.

Και ενώ το crowdfunding συνέχιζε και συνεχίζει να αναπτύσσεται με γοργούς ρυθμούς, έντονη ήταν η έλλειψη ενός κανονιστικού και ρυθμιστικού πλαισίου του φαινομένου. Άνοιξε, έτσι, το 2012, ο δρόμος για τη θέσπιση του νόμου Jumpstart Our Business Startups (J.O.B.S. Act), με πρωτοβουλία του τότε αμερικανού Προέδρου Barack Obama, ένας νόμος που αποσκοπούσε στην ενθάρρυνση της χρηματοδότησης των μικρών επιχειρήσεων στις Ηνωμένες Πολιτείες με τη «χαλάρωση» πολλών από τους κανονισμούς της χώρας για τις κινητές αξίες, αποτρέποντας παράλληλα περιπτώσεις απάτης και ανέντιμης ή δόλιας μη αποκάλυψης στοιχείων. Όπως χαρακτηριστικά αναφέρει ο McCracken, 2015 (όπως αναφέρεται στο Zhao et al., 2019), ο ίδιος ο Barack Obama είχε δηλώσει «Για πρώτη φορά στην ιστορία, οι Αμερικάνοι πολίτες μπορούν να συνδέονται στο διαδίκτυο και να επενδύουν σε επιχειρηματικά εγχειρήματα που πιστεύουν». Στις 30 Οκτωβρίου 2015, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς υιοθέτησε οριστικούς κανόνες που επιτρέπουν το crowdfunding μετοχών βάσει του Τίτλου III του J.O.B.S. Act, και συγκεκριμένα, επιτρέπουν σε μη διαπιστευμένους επενδυτές να επενδύουν σε μετοχές εταιρειών, με την προϋπόθεση ότι αυτό θα γίνεται μέσω αδειοδοτημένης διαδικτυακής πλατφόρμας. Οι κανόνες αυτοί τέθηκαν σε ισχύ τον Μάιο του 2016, και έγιναν γνωστοί ως «Κανονισμός crowdfunding». Εν ολίγοις, όπως καταλήγει ο Zhao et al. (2019), «είναι σαφές ότι ο κλάδος διευρύνει τα όρια της ανάπτυξης της αγοράς, των επιχειρηματικών μοντέλων, της δημόσιας ευαισθητοποίησης, των εταιρικών συμπράξεων, της θεσμικής χρηματοδότησης, της

---

<sup>5</sup><https://www.kiva.org/pgtmp/home>

καινοτομίας προϊόντων, της διεθνούς επέκτασης και της περαιτέρω ρυθμιστικής υποστήριξης».

Στην Ευρώπη, η αγορά του crowdfunding δεν είναι τόσο αναπτυγμένη σε σύγκριση με άλλες μεγάλες οικονομίες του κόσμου, όπως οι ΗΠΑ. Αυτό οφείλεται στο γεγονός πως για πολλά χρόνια, ένα από τα μεγαλύτερα εμπόδια που αντιμετώπιζαν οι πλατφόρμες crowdfunding που προσπαθούσαν να προσφέρουν τις υπηρεσίες τους διασυννοριακά, ήταν η έλλειψη κοινού κανονιστικού πλαισίου και οι διαφορετικές απαιτήσεις αδειοδότησης σε ολόκληρη την Ε.Ε. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα ένα υψηλό κόστος συμμόρφωσης, αλλά και λειτουργικό κόστος, το οποίο εμπόδιζε τις πλατφόρμες να κλιμακώσουν αποτελεσματικά την παροχή των υπηρεσιών τους. Έτσι, οι μικρές επιχειρήσεις και οι ιδιώτες είχαν λιγότερες ευκαιρίες χρηματοδότησης στη διάθεσή τους και οι επενδυτές λιγότερες επιλογές. Πρέπει να σημειωθεί πως η πρώτη διαβούλευση που δρομολόγησε η Ευρωπαϊκή Επιτροπή για το crowdfunding στην Ε.Ε. για να διερευνήσει την προστιθέμενη αξία της πιθανής δράσης της Ε.Ε., έλαβε χώρα στις 3 Οκτωβρίου 2013. Παρ' όλα αυτά, η ευρωπαϊκή αγορά crowdfunding έχει σημειώσει τεράστια πρόοδο τα τελευταία χρόνια, τόσο με την εμφάνιση σχετικών πλατφορμών, όπως η CrowdCube<sup>6</sup> (Ηνωμένο Βασίλειο) και η Ulule<sup>7</sup> (Γαλλία), όσο και με την σταδιακή νομοθέτηση, σε ευρωπαϊκό αλλά και εθνικό επίπεδο. Και ενώ η ευρωπαϊκή αγορά προσπαθεί να διατηρήσει τον ρυθμό ανάπτυξής της, η αγορά της Β. Αμερικής βρίσκεται στην κορυφή με αξία περίπου 74 δισεκατομμύρια δολάρια. Συνολικά, οι ειδικοί προβλέπουν ότι το παγκόσμιο crowdfunding θα φτάσει, έως το 2025, τα 196 δισεκατομμύρια δολάρια, με ετήσιο ρυθμό ανάπτυξης 15%.

### 1.3 Οι συντελεστές

Προτού προχωρήσουμε στην ανάλυση των τριών διαστάσεων – συντελεστών του φαινομένου crowdfunding, ήτοι του πλήθους (αναφερόμενοι και ως επενδυτές), των χρηματοδοτούμενων και χρηματοδοτούμενων εγχειρημάτων και της πλατφόρμας, χρήσιμο είναι να παραθέσουμε μία σύντομη και γενική περιγραφή του τρόπου λειτουργίας της συμμετοχικής χρηματοδότησης, που όμως, όπως θα δούμε στη συνέχεια διαφοροποιείται, ανάλογα με το είδος συμμετοχικής χρηματοδότησης που εφαρμόζεται εκάστη φορά.

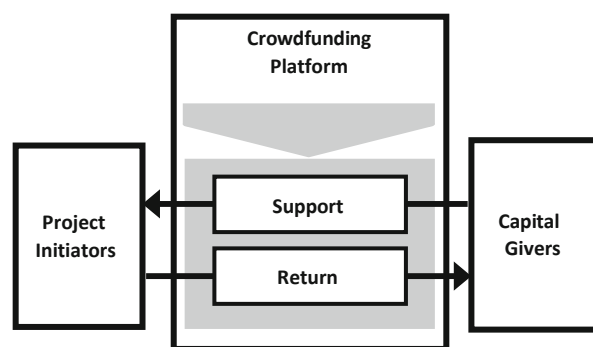
Ειδικότερα, κοινό σημείο όλων των κατηγοριών crowdfunding είναι η ηλεκτρονική πλατφόρμα χρηματοδότησης, η οποία φέρνει σε επαφή τους χρηματοδότες και τους χρηματοδοτούμενους. Οι χρηματοδότες, ως χρήστες του διαδικτύου, καλούνται να παίξουν το ρόλο του οικονομικού υποστηρικτή μίας ιδέας ή μιας επιχείρησης, έναντι κάποιας ανταπόδοσης (χρηματικής ή μη). Ο χρηματοδοτούμενος, ως δημιουργός ή

---

<sup>6</sup>[www.crowdcube.com](http://www.crowdcube.com)

<sup>7</sup><https://fr.ulule.com/>

επιχειρηματίας, παρουσιάζει σε κάποια πλατφόρμα μία καμπάνια, όπου περιγράφει α) την ιδέα του, β) το ποσό που ζητά για την υλοποίησή της, γ) την ανταμοιβή που θα προσφέρει στους χρηματοδότες/υποστηρικτές του και δ) ορίζει το χρονικό διάστημα, μέσα στο οποίο πρέπει να ολοκληρωθεί η χρηματοδότηση. Οι χρηματοδότες προσφέρουν το ποσό που επιθυμούν και τα χρήματα δεσμεύονται μόνο μετά τη λήξη της συγκεκριμένης ορισθείσας προθεσμίας και μόνον εφόσον έχει επιτευχθεί ο στόχος που τέθηκε από τον χρηματοδοτούμενο (ανάλογα με την πλατφόρμα).



Εικ. 1, Πηγή: The crowdfunding principle (Haas, Blohm, & Leimeister, 2014)

### 1.3.1 Το πλήθος

Το «πλήθος» αποτελεί βασικό παράγοντα επιτυχίας για τις νέες τεχνικές συλλογής κεφαλαίων όπως είναι το crowdfunding. **Τι είναι όμως το πλήθος και ποια είναι τα κίνητρα αυτού;** Ευρέως, θα μπορούσε να οριστεί ως το σύνολο του παγκόσμιου πληθυσμού, καθώς κάθε ένας από εμάς είναι εν δυνάμει ενδιαφερόμενος- χρήστης - επενδυτής. Στο πλήθος αυτό, έχουν προσδοθεί κατά καιρούς πολλοί ορισμοί, αλλά και μία σημαντική προστιθέμενη αξία, η «σοφία του πλήθους», καθώς, σύμφωνα με τον Surowiecki (2005), «το πλήθος είναι σοφό, γενναιόδωρο και αποτελεί την ιδανικότερη μορφή εκδήλωσης της συλλογικής βούλησης». Η ιδέα της συλλογικής σοφίας ωστόσο, δηλαδή η άποψη ότι «πολλά κεφάλια μπορεί να είναι έξυπνα και γενικά καλύτερα από ένα κεφάλι», είναι τουλάχιστον τόσο παλιά όσο και τα Πολιτικά του Αριστοτέλη, καθώς ο ίδιος ο Αριστοτέλης υιοθετεί την άποψη αυτή. Κάποιος θα μπορούσε να υποστηρίξει ότι η ιδέα αυτή βρίσκεται στον πυρήνα κάθε συλλογικής προσπάθειας, ίσως και κάθε κοινωνίας. Οι άνθρωποι συναθροίζονται επειδή ξέρουν ότι μπορούν να πετύχουν περισσότερα ως ομάδα απ' ότι θα μπορούσαν μόνοι τους, και παίρνουν αποφάσεις συλλογικά, επειδή πιστεύουν ότι η αναμενόμενη ποιότητα των αποφάσεων αυτών θα είναι, κατά μέσο όρο, καλύτερη από την ποιότητα των αποφάσεων που θα έπαιρνε ένας μόνος του. Κοινωνιολογικές μελέτες έχουν υποστηρίξει ότι ο λόγος για τον οποίο μπορεί να συμβαίνει αυτό είναι λόγω μίας εύλογης συσχέτισης μεταξύ της λήψης αποφάσεων χωρίς αποκλεισμούς και της παρουσίας ενός συστατικού που αποδείχθηκε ότι είναι το κλειδί για την εμφάνιση της συλλογικής σοφίας, δηλαδή της «γνωστικής ποικιλομορφίας» (Landemore, 2009). Για την καλύτερη κατανόηση της



έννοιας του πλήθους, χρήσιμο είναι να εξετάζονται ξεχωριστά οι δύο διαστάσεις αυτού, δηλαδή η διάσταση του συμμετοχικού χρηματοδότη ως ατόμου και η διάσταση του συμμετοχικού χρηματοδοτικού πλήθους, ανεξάρτητα από τις ατομικές εκτιμήσεις και τα κίνητρα των συμμετεχόντων σε αυτό (Κουλορίδας, 2019).

### **1.3.1.1. Τα κίνητρα του συμμετοχικού χρηματοδότη ως ατόμου**

Ανάλογα με το είδος της συμμετοχικής χρηματοδότησης που εφαρμόζει μία πλατφόρμα, διαφοροποιούνται και τα κίνητρα του ατόμου. Λόγω της φύσης, αλλά και της λέξης «χρηματοδότηση», που προσδιορίζει το φαινόμενο, θα ήταν αναμενόμενο, τα κίνητρα αυτά να είναι εξ ολοκλήρου οικονομικά, πράγμα που δεν ισχύει.

**Οικονομικά κίνητρα:** Εντοπίζονται στην επενδυτική κυρίως χρηματοδότηση, όπου οι ιδιώτες επενδυτές έχουν την ευκαιρία να επενδύσουν πιθανότατα στην επόμενη «μεγάλη ιδέα», στο καινούριο και διαφορετικό που, κάποια στιγμή στο μέλλον, θα τους αποφέρει ένα μεγάλο χρηματικό ποσό. Το κίνητρο της απόδοσης ωστόσο, τις περισσότερες φορές δεν είναι χρηματικό, όπως για παράδειγμα στο μοντέλο χρηματοδότησης μέσω ανταμοιβών, όπου το κίνητρο μπορεί να είναι η κατά προτεραιότητα πρόσβαση σε ένα προϊόν, σε μία υπηρεσία ή ακόμα και σε μία εμπειρία. Οι Gerber και Hui (2013), στο άρθρο τους «*Crowdfunding: Motivations and deterrents for participation*», και έχοντας πραγματοποιήσει συνεντεύξεις με 83 συμμετέχοντες, καταλήγουν στο συμπέρασμα πως ο «υποστηρικτής» βάζει χρήματα πριν από τη δημιουργία του προϊόντος, εμπιστευόμενος ότι ο δημιουργός θα τηρήσει την υπόσχεσή του. Και παρά το γεγονός πως η ικανοποίηση της υπόσχεσης μπορεί να καθυστερήσει, έχει κίνητρο να αυξήσει το ποσό της χρηματοδότησης για να λάβει την επιθυμητή ανταμοιβή. Αυτό υποδηλώνει πως οι χρηματοδότες έχουν επίγνωση της αξίας του προϊόντος, της υπηρεσίας ή της εμπειρίας που θα λάβουν σε αντάλλαγμα για την οικονομική τους υποστήριξη. Χαρακτηριστικός ήταν ο σχολιασμός ενός συνεντευξιαζόμενου υποστηρικτή που συνεισέφερε κεφάλαιο σε ένα έργο ντοκιμαντέρ πως «*Δεν θα τους δώσω 5 δολάρια. Θα τους δώσω 10 δολάρια, γιατί τα 5 δολάρια παραπάνω θα μου δώσουν μία λήψη υψηλής ευκρίνειας αυτής της ταινίας. Αυτό αξίζει τον κόπο!*» Επιπλέον, με το πέρας των συνεντεύξεων, παρατηρήθηκε πως πολλοί υποστηρικτές αναφέρονται στη συναλλαγή που λαμβάνει χώρα μέσω της πλατφόρμας ως «*αγορά*» και «*απόκτηση*», επιδεικνύοντας έτσι καταναλωτική συμπεριφορά, καθώς εκφράζουν το ενδιαφέρον τους να λάβουν μία ανταμοιβή και σε αντάλλαγμα να δώσουν χρήματα. Ωστόσο, το γεγονός ότι είναι πρόθυμοι να πληρώσουν πριν από τη δημιουργία της ίδιας της ανταμοιβής και να περιμένουν εβδομάδες ή και μήνες για την απόκτησή της, διαφοροποιεί αυτό το είδος συναλλαγής από τις παραδοσιακές καταναλωτικές συναλλαγές.

**Κοινωνικά κίνητρα:** Πέρα από το κίνητρο συμμετοχής σε μία επενδυτική ευκαιρία ή από το κίνητρο της ανταμοιβής, οι υποστηρικτές, όπως υποστηρίζει ο Agrawal (2011), θα μπορούσαν να έχουν ως κίνητρο την υποστήριξη έργων με τα οποία είναι συναισθηματικά συνδεδεμένοι, έργα με τα οποία είναι εξοικειωμένοι ή έργα που έχουν

ξεκινήσει από κάποιον με τον οποίον έχουν φιλική, ή ακόμα και ιδεολογική, ταύτιση. Αυτό χαρακτηρίζεται ως κίνητρο άμεσης επιλογής (Gierczak et al., 2016). Επίσης, μελέτες αποδεικνύουν πως τα κοινωνικά δίκτυα και μέσα ενημέρωσης παίζουν σημαντικό ρόλο στη συμμετοχική χρηματοδότηση. Σύμφωνα με τους Lu et al. (2014), τα αποτελέσματα ενός έργου ή εγχειρήματος συσχετίζονται περισσότερο με τις πρώιμες δραστηριότητες προώθησης στα μέσα κοινωνικής δικτύωσης, παρά με τις ίδιες τις ιδιότητές του (πχ διάρκεια του έργου, στόχος συγκέντρωσης κεφαλαίου κλπ). Πιο συγκεκριμένα, ο αριθμός των υποστηρικτών ενός έργου έχει ισχυρή συσχέτιση με τις δραστηριότητες προώθησής του, ενώ και το ποσοστό επιτυχίας του εξαρτάται από το σχεδιασμό της εκστρατείας προώθησής του και τον αντίκτυπο που θα έχει στους υποψήφιους υποστηρικτές. Έτσι, ένα έργο ή εγχείρημα εκλαϊκεύεται από τη μαζική προώθηση, ενώ τα θεμέλια της επιτυχίας του δημιουργούνται στις εντατικές αλληλεπιδράσεις μεταξύ των συμμετεχόντων, ήδη από τα στάδια της προώθησης.

**Συμπεριφορικά κίνητρα:** Σημαντικό κίνητρο αποτελεί επίσης η ατομική αναγνωρισιμότητα, η οποία έχει καταταχθεί στις βασικές ανθρώπινες ανάγκες, καθώς προσδίδει στα άτομα το αίσθημα της αυτοεκτίμησης (Nerdinger, 2006). Το κίνητρο αυτό, εντοπίζεται σε πολλές μελέτες που σχετίζονται με τη συμμετοχική οικονομία (crowdsourcing), όπως για παράδειγμα τις κοινότητες ανοιχτού λογισμικού, στις οποίες οι συμμετέχοντες αναμένουν θετικές αντιδράσεις από άλλους συμμετέχοντες και αισθάνονται περήφανοι όταν τρίτοι αναγνωρίζουν τη συνεισφορά τους. Οι Bretschneider et al. (2014) υποστηρίζουν το εξής: το γεγονός ότι οι υποστηρικτές προβάλλονται με τα ονόματά τους σε περίοπτη θέση σε μία πλατφόρμα crowdfunding, μπορεί να εκληφθεί από τους εν λόγω υποστηρικτές ως ευκαιρία για αναγνώριση. Τέλος, το κίνητρο κάποιου υποστηρικτή μπορεί να είναι απλή ελευθεριότητα, φιλανθρωπία, ή γενικότερα ηθική ικανοποίηση, τα οποία εντοπίζονται κυρίως στο μοντέλο χρηματοδότησης μέσω δωρεών.

**Το κίνητρο της γεωγραφικής επιλογής:** Το κίνητρο αυτό στηρίζεται στη γεωγραφική εγγύτητα μεταξύ ενός εγχειρήματος και ενός χρηματοδότη (στη ξένη βιβλιογραφία εντοπίζεται κυρίως ως «regional identification motive») και υποδηλώνει πως ένας χρηματοδότης έχει μία προδιάθεση εντοπιότητας «home bias» στην κατανομή των χρηματοδοτήσεων (Gierczak et al., 2016). Εντοπίζεται κυρίως σε άλλες μορφές χρηματοδότησης, όπως στους επιχειρηματικούς αγγέλους (business angels) και στους επενδυτές κεφαλαίων (venture capital), καθώς σε αυτές τις περιπτώσεις οι συναλλαγές πραγματοποιούνται με την προσωπική επαφή επενδυτή και επιχειρηματία (Mollick, 2014), ενώ, όπως αναφέρουν και οι Sorenson και Stuart (2001) «*Η μέση απόσταση μεταξύ των εταιρειών επενδυτικών κεφαλαίων και των επιχειρήσεων-στόχων είναι 70 μίλια*». Εν αντιθέσει, στην περίπτωση του crowdfunding, το κίνητρο αυτό εξαλείφεται, επειδή οι συναλλαγές πραγματοποιούνται μέσω του διαδικτύου και η διαδικασία λαμβάνει χώρα μέσω της ενδιάμεσης πλατφόρμας.

Τέλος, σε έρευνα που έγινε από το Πανεπιστήμιο Αθηνών<sup>8</sup> σχετικά με το crowdfunding και τα κίνητρα των χρηματοδοτών, ερωτήθηκαν περίπου 100.000 χρήστες – μέλη ομάδων και κοινοτήτων crowdfunding και προέκυψε το συμπέρασμα πως υπάρχουν πέντε παράγοντες, οι οποίοι επηρεάζουν έναν χρηματοδότη ώστε να χρηματοδοτήσει μία ιδέα ή ένα εγχείρημα. Οι παράγοντες αυτοί είναι οι εξής:

- Η αξιοπιστία του εμπορικού σήματος μίας πλατφόρμας, καθώς οι χρήστες προτιμούν να επενδύουν τα χρήματά τους σε ιστοσελίδες που εμπιστεύονται και που έχουν αποδείξει την αξιοπιστία τους λόγω και άλλων εγχειρημάτων.
- Η ίδια η εικόνα του εμπορικού σήματος μίας πλατφόρμας, διότι, όπως έδειξαν τα αποτελέσματα της έρευνας, υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ της εικόνας του εμπορικού σήματος και της πρόθεσης του χρήστη για χρηματοδότηση.
- Ο αντιληπτός κίνδυνος που υπάρχει στις συναλλαγές των χρηστών με μία πλατφόρμα crowdfunding, παράγοντας που σχετίζεται επίσης με την αξιοπιστία της πλατφόρμας.
- Οι τεχνικές παιχνιδιοποίησης που χρησιμοποιούνται από μία πλατφόρμα crowdfunding. Η παιχνιδιοποίηση ή gamification είναι η χρήση της σκέψης και των μηχανισμών παιχνιδιού σε ένα περιβάλλον που δεν αποτελεί παιχνίδι, έχοντας απώτερο σκοπό την προσέλκυση των χρηστών, καθώς και την επίλυση προβλημάτων. Ο όρος χρησιμοποιείται σε εφαρμογές και διαδικασίες για τη βελτίωση της αφοσίωσης των χρηστών, την απόδοση των επενδύσεων, την ποιότητα των δεδομένων κ.α. (Χ. Γεράνης και Μ. Βλαχοπούλου, 2020).
- Η χρήση των κοινωνικών δικτύων από τις πλατφόρμες crowdfunding. Οι καταναλωτές, προκειμένου να λάβουν μία απόφαση χρηματοδότησης, τείνουν να χρησιμοποιούν τα επίσημα μέσα κοινωνικής δικτύωσης μίας πλατφόρμας (πχ Facebook), καθώς και τα επίσημα forums, blogs και αξιολογήσεις, ώστε να συλλέξουν πολύτιμες πληροφορίες, να αξιολογήσουν κριτικές άλλων χρηστών, να έρθουν σε επικοινωνία μαζί τους και να ανταλλάξουν απόψεις και ερωτήματα.

### **1.3.1.2 Η συμπεριφορά του πλήθους, ανεξάρτητα από τις ατομικές εκτιμήσεις και κίνητρα των συμμετεχόντων σε αυτό**

Δεν είναι λίγες οι φορές, που η χρηματοδοτική απόφαση ενός χρηματοδότη σε μία διαδικτυακή πλατφόρμα, δεν καθορίζεται αποκλειστικά από ατομικά κίνητρα, αλλά επηρεάζεται και από τη συμπεριφορά ή τις προτιμήσεις ή τα κίνητρα των υπολοίπων χρηματοδοτών. Αυτό έχει ως συνέπεια, η επενδυτική απόφαση να μην είναι εντελώς ανεξάρτητη από την απόφαση άλλων επενδυτών, γεγονός που παραπέμπει σε συμπεριφορά αγέλης (herding), ή και παρασιτική συμπεριφορά του επενδυτικού κοινού

---

<sup>8</sup>Ταμπούρης, 2014, όπως παρατίθεται στο Πέππας, Γ. (2021). Το crowdfunding ως μέσο χρηματοδότησης των νεοφυών επιχειρήσεων.

(free riding), μετακυλώντας το βάρος ελέγχου και επιλογής στους προηγούμενους χρηματοδότες, εν απουσία «ειδικών». Ο Banerjee (1992) περιγράφει τη συμπεριφορά της αγέλης ως «ο καθένας κάνει ό,τι κάνουν όλοι οι άλλοι, ακόμη και όταν οι ιδιωτικές του πληροφορίες, του υποδεικνύουν να κάνει κάτι εντελώς διαφορετικό». Στο crowdfunding, λόγω των τεχνολογιών κοινωνικής δικτύωσης, του ετερόκλητου πλήθους και των διαφορετικών επενδυτικών κινήτρων αυτού, οι πληροφορίες που διαδίδονται δεν είναι σε θέση να επαληθευτούν από τον κάθε επενδυτή/χρηματοδότη ατομικά. Έτσι, η ίδια η ταχύτητα διάδοσης της πληροφορίας και η συμπεριφορά των άλλων και ειδικότερα αυτών που δηλώνουν «ειδικοί», από μόνα τους εκλαμβάνονται ως ποιοτικά χαρακτηριστικά για τη λήψη της χρηματοδοτικής απόφασης (Κουλορίδας, 2019). Συνεπώς, η συμπεριφορά αυτή είναι πιο πιθανό να ευδοκιμήσει σε περιπτώσεις όπου οι χρήστες πρέπει να επιλέξουν, ο ένας μετά τον άλλον αν θα αγοράζουν ένα προϊόν ή θα επενδύσουν σε ένα εγχείρημα για το οποίο έχουν μικρή πληροφόρηση. Επομένως, όταν ένας σημαντικός αριθμός ατόμων έχει επιλέξει ανάμεσα σε διαφορετικές επιλογές, τότε οι επόμενοι, ακόμη και αν διαφωνούν, τείνουν προς τις επιλογές που έχουν, μέχρι εκείνο το σημείο, την μεγαλύτερη προτίμηση. Τρόπος αντιμετώπισης τέτοιων φαινομένων και συμπεριφορών, όπως έχουν καταδείξει εμπειρικές και θεωρητικές μελέτες, είναι ο κάθε συμμετέχων σε μία αλυσίδα πληροφόρησης, όπως το crowdfunding, να συνεισφέρει τη δική του ατομική γνώση και αξιολόγηση, ώστε η επενδυτική απόφαση που θα πάρει στη συνέχεια, να είναι ανεξάρτητη και αποκεντρωμένη.

### 1.3.2 Οι χρηματοδοτούμενοι

Ο δεύτερος συντελεστής στη διαδικασία του crowdfunding είναι οι χρηματοδοτούμενοι, τα άτομα δηλαδή που ζητούν χρηματοδότηση, ενώ σκόπιμο είναι να αναλυθούν και οι λόγοι που οδηγούν τους χρηματοδοτούμενους να προτιμήσουν το crowdfunding, ως πηγή κεφαλαίου, αντί των παραδοσιακών τρόπων.

Οι χρηματοδοτούμενοι στη συμμετοχική χρηματοδότηση είναι είτε **νεοφυείς επιχειρήσεις**, επιχειρήσεις δηλαδή με προοπτικές ταχείας ανάπτυξης, καινοτόμο αντικείμενο και τεχνολογικό προσανατολισμό, είτε **νέες μικρομεσαίες επιχειρήσεις και φυσικά πρόσωπα**, που δραστηριοποιούνται κυρίως σε τοπικό επίπεδο και στηρίζονται σε σταθερές χρηματορροές. Ο λόγος που καταφεύγουν στη χρηματοδότηση μέσω crowdfunding είναι γιατί ο τραπεζικός δανεισμός, χωρίς την παροχή εξασφαλίσεων και χωρίς ιστορικότητα προηγούμενων χρήσεων, έχει αποδειχθεί ιδιαίτερα δυσχερής. Επιπρόσθετα, τα επιχειρηματικά κεφάλαια τείνουν να χρηματοδοτούν τις νεοφυείς επιχειρήσεις που βρίσκονται ήδη σε εξελιγμένο στάδιο ανάπτυξης και όχι ήδη από την πρώιμη φάση της δημιουργίας τους (World Bank report, 2013), ενώ για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις τα πράγματα είναι ακόμα δυσκολότερα ελλείψει γοργών ρυθμών ανάπτυξης και καινοτόμων ιδεών. Το χρηματοδοτικό αυτό κενό, που μετά την κρίση του 2007 έγινε εντονότερο, ήρθε να καλύψει το crowdfunding.

Πολλές μελέτες υποστηρίζουν ότι το crowdfunding ως μέσο χρηματοδότησης συνιστά την «έσχατη λύση» (Pietro et al., 2021), με τον ισχυρισμό ότι οι υποψήφιοι χρηματοδοτούμενοι είχαν απευθυνθεί αρχικά στους παραδοσιακούς τρόπους χρηματοδότησης και είτε απορρίφθηκαν είτε δεν μπόρεσαν να ανταπεξέλθουν στα προαπαιτούμενα και στην πολυπλοκότητα της διαδικασίας. Και ενώ ο ισχυρισμός αυτός θα μπορούσε να αποτελεί την πλειοψηφία, αφού το ίδιο το crowdfunding βρήκε πρόσφορο έδαφος και αναπτύχθηκε κυρίως λόγω των πλεονεκτημάτων που παρουσιάζει συγκριτικά με τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και τους επιχειρηματικούς αγγέλους, μελέτες, αλλά και η πρακτική εφαρμογή του crowdfunding αποδεικνύουν ότι όχι μόνο δεν είναι η έσχατη λύση για χρηματοδότηση, αλλά και πως τα ίδια τα κίνητρα των χρηματοδοτούμενων δεν είναι αποκλειστικά οικονομικά.

Συγκεκριμένα, τα κίνητρα των χρηματοδοτούμενων αλλάζουν, ανάλογα με το εγχείρημα που προορίζεται για χρηματοδότηση, αλλά και με το είδος του crowdfunding που εφαρμόζεται. Έτσι, διαφορετικά είναι τα κίνητρα στο μοντέλο ανταμοιβών και διαφορετικά στη συμμετοχική δανειοδότηση. Το προφανέστερο κίνητρο των υποψηφίων χρηματοδοτούμενων είναι οικονομικό, αφού αποσκοπούν στην εύρεση χρηματοδότησης για να υλοποιήσουν την ιδέα τους ή το project τους με εύκολο, αποδοτικό και σχετικά γρήγορο τρόπο. Ωστόσο, το χρηματικό κίνητρο δεν είναι το μόνο που παρακινεί τους χρηματοδοτούμενους. Πολλοί θεωρούν ότι αποτελεί το κατάλληλο εργαλείο marketing, ώστε να προωθήσουν και να προβάλλουν τα προϊόντα τους και τις ιδέες τους (Junge et al., 2022). Σε αντίθεση με τις παραδοσιακές μορφές χρηματοδότησης, μέσω του crowdfunding, το εγχείρημα/έργο/προϊόν είναι διαθέσιμο σε οποιονδήποτε έχει πρόσβαση στο διαδίκτυο, με αποτέλεσμα, χάρη στα μέσα κοινωνικής δικτύωσης και το «word-of-mouth», να «κυκλοφορεί» και να γνωστοποιείται σε σύντομο χρονικό διάστημα. Ένα άλλο κίνητρο είναι η αποδοχή της ιδέας τους από το ευρύ κοινό, γεγονός που θα ενισχύσει την αυτοπεποίθηση του δημιουργού σχετικά με την παρουσία του προϊόντος του στην αγορά. Τέλος, οι χρηματοδοτούμενοι δύνανται να επωφελούνται από την ανατροφοδότηση που λαμβάνουν από τους υποστηρικτές/επενδυτές, οι οποίοι με αυτόν τον τρόπο εντάσσονται στο σχεδιασμό και την παραγωγική διαδικασία του προϊόντος/ ή της υπηρεσίας (Κουλορίδας, 2019, Belleflamme et al., 2014).

### **1.3.3 Η πλατφόρμα**

Παρά το γεγονός ότι το crowdfunding περιλαμβάνει πολλά διαφορετικά μοντέλα συγκέντρωσης κεφαλαίων, η ηλεκτρονική πλατφόρμα χρηματοδότησης αποτελεί τον κοινό τόπο όλων αυτών, καθώς φέρνει σε επαφή χρηματοδότες και χρηματοδοτούμενους, καθιερώνοντας έναν οργανωμένο διάυλο επικοινωνίας. Η πλατφόρμα συνιστά τον τρίτο συντελεστή στο οικοσύστημα crowdfunding και διαδραματίζει, όπως θα δούμε παρακάτω, ποικίλους ρόλους σε κάθε εκστρατεία/καμπάνια, χωρίς να περιορίζεται μόνο στην επικοινωνία ανάμεσα σε χρηματοδότη και χρηματοδοτούμενο.

Σύμφωνα με τον Κουλορίδα (2019), η ηλεκτρονική πλατφόρμα επιτελεί τρεις διακριτές λειτουργίες:

1. Λειτουργία φιλοξενίας και μετάδοσης πληροφοριών: Ουσιαστικά, η πλατφόρμα φιλοξενεί τις πληροφορίες που δημοσιεύουν οι αιτούντες σε ένα φυλλομετρητή ή μία δικτυακή εφαρμογή και έτσι έχουν πρόσβαση οι υποψήφιοι χρηματοδότες, οι οποίοι μπορούν να αξιολογήσουν τις πληροφορίες αυτές, να επιλέξουν αυτή ή αυτές που τους κινούν περισσότερο το ενδιαφέρον και να καταρτιστεί, στη συνέχεια, το αντίστοιχο «χρηματοδοτικό συμβόλαιο». Όσο πιο αξιόπιστες και επαρκείς είναι οι πληροφορίες που συλλέγονται και φιλοξενούνται στην πλατφόρμα, τόσο αυτή συμβάλλει στην αντιμετώπιση του προβλήματος της ασυμμετρίας των πληροφοριών. Υπάρχουν μάλιστα πλατφόρμες, οι οποίες δεν περιορίζονται στο ρόλο του απλού διαμεσολαβητή, αλλά παρέχουν σχετικές υπηρεσίες αξιολόγησης και φιλτραρίσματος των εν λόγω πληροφοριών, καθώς και ελέγχου των υποψήφιων εγχειρημάτων.
2. Λειτουργία οργάνωσης και τυποποίησης των «χρηματοδοτικών συμβολαίων»: Πέρα από τον κίνδυνο της ασυμμετρίας των πληροφοριών που αναφέρθηκε παραπάνω, πρέπει να ληφθεί υπόψη και το συναλλακτικό κόστος για την κατάρτιση εκατοντάδων ή χιλιάδων χρηματοδοτικών συμβάσεων ανάμεσα σε χρηματοδότες και χρηματοδοτούμενους. Η πλατφόρμα, και σε αυτό το στάδιο, διαδραματίζει κεντρικό διαχειριστικό ρόλο, καθώς ανάλογα με το ποιο είδος συμμετοχικής χρηματοδότησης εφαρμόζεται κάθε φορά, δύναται να παρέχει υπηρεσίες, όπως η τυποποίηση των όρων ενός συμμετοχικού δανείου, η τυποποίηση του μηχανισμού παρακολούθησης μίας επένδυσης, η τυποποίηση των δικαιωμάτων των επενδυτών που συμμετέχουν στη συμμετοχική επένδυση, η παροχή μηχανισμών εγγυήσεων ή κεφαλαίων κάλυψης σε περίπτωση αφερεγγυότητας των χρηματοδοτούμενων και η παροχή υποστήριξης στους χρηματοδοτούμενους στη σύνταξη νομικών εγγράφων, όπως καταστατικών κλπ.
3. Λειτουργία αγοράς των «χρηματοδοτικών συμβολαίων»: Κάθε πλατφόρμα εφαρμόζει διαφορετικό μηχανισμό κατάρτισης συναλλαγών, ανάλογα και με τον τύπο συμμετοχικής χρηματοδότησης που λαμβάνει χώρα. Οι δύο συνηθέστεροι μηχανισμοί είναι το «**Keep It All**» (KIA model) και το «**All Or Nothing**» (AON model) (Cumming et al., 2020). Η πρώτη περίπτωση του «**Keep It All**», εντοπίζεται κυρίως στις συμμετοχικές δωρεές, όπου ο χρηματοδοτούμενος λαμβάνει σε κάθε περίπτωση το ποσό που έχει συγκεντρωθεί. Όταν ξεκινάει μία καμπάνια crowdfunding προσδιορίζεται το ύψος του επενδυτικού κεφαλαίου που πρόκειται να ζητήσει ο εκάστοτε επιχειρηματίας, καθώς και ο χρόνος μέσα στον οποίο θα πρέπει να συγκεντρωθεί το κεφάλαιο. Με το μοντέλο KIA, αυτός που χρηματοδοτείται έχει τη δυνατότητα, μόλις ολοκληρωθεί η καμπάνια, να κρατήσει τα χρήματα που έχουν συγκεντρωθεί μέχρι εκείνη τη χρονική στιγμή, ανεξαρτήτως αν το ποσό καλύπτει ή όχι το στόχο που τέθηκε. Στη συνέχεια, αφού παρακρατείται η συμφωνημένη προμήθεια της πλατφόρμας, το κεφάλαιο μεταφέρεται στο

χρηματοδοτούμενο. Το μοντέλο ΚΙΑ επιλέγεται συνήθως από επιχειρηματίες που μπορούν να κλιμακώσουν το έργο τους, όταν δηλαδή ένα μέρος και μόνο του σχεδιαζόμενου έργου είναι εφικτό να παραδοθεί, σε επίπεδο που τα άτομα να εξακολουθούν να έχουν χρησιμότητα από την ανταμοιβή υπό κλιμακούμενη μορφή. Επιπλέον, είναι αρκετά σύνηθες να επιλέγεται σε επενδύσεις που χαρακτηρίζονται από χαμηλό κόστος παραγωγής, καθώς οι επενδύσεις αυτές μπορούν να γίνουν σε μικρότερη κλίμακα (Cumming et al., 2020). Ωστόσο, αυτό το μοντέλο φαίνεται να δημιουργεί προβληματισμό στους χρηματοδότες – επενδυτές, καθώς σε περίπτωση που δεν συγκεντρωθεί το απαιτούμενο κεφάλαιο, υπάρχει μεγαλύτερη πιθανότητα αποτυχίας, οπότε και περιορίζονται και οι πιθανότητες για μελλοντική αμοιβή αυτών.

Στο μοντέλο **«All Or Nothing»** από την άλλη, τα χρήματα αποδεσμεύονται στο χρηματοδοτούμενο μόνο όταν επιτευχθεί κατ' ελάχιστο ο στόχος που έχει τεθεί από το χρηματοδοτούμενο. Το μοντέλο αυτό υιοθετήθηκε στις ΗΠΑ από τη JOBS ACT ως υποχρεωτικό για τις πλατφόρμες συμμετοχικής επένδυσης. Η φιλοσοφία του AON εδράζεται στο ότι σε περίπτωση αποτυχίας, τα χρήματα που συλλέχθηκαν, δεν εκταμιεύονται αλλά επιστρέφονται στους λογαριασμούς των χρηματοδοτών και η επένδυση δεν πραγματοποιείται. Ο συγκεκριμένος τρόπος έχει μεγαλύτερα ποσοστά επιτυχίας σε σχέση με το μοντέλο ΚΙΑ, αφού η επιτυχής συγκέντρωση κεφαλαίου αυξάνει την αξιοπιστία του επιχειρηματία και τη δέσμευσή του να ολοκληρώσει την επένδυση, μόνο εφόσον διασφαλίσει το συνολικό ποσό, κάτι που έχει ως αποτέλεσμα να περιορίζεται το ρίσκο για τους χρηματοδότες (Cumming et al., 2020).

Οι Cumming et al., στο άρθρο τους «Crowdfunding models: Keep-it-all vs. all-or-nothing», παρουσιάζουν τα αποτελέσματα από μία έρευνα που πραγματοποίησαν, κατά την οποία πήραν δείγμα από 22.850 εκστρατείες crowdfunding από την πλατφόρμα Indiegogo ([www.indiegogo.com](http://www.indiegogo.com)) από τα έτη 2011-2013. Σε αντίθεση με άλλες μεγάλες πλατφόρμες, η Indiegogo προσέφερε στους επιχειρηματίες τη δυνατότητα να επιλέξουν είτε το μοντέλο AON είτε το μοντέλο ΚΙΑ από το Δεκέμβριο του 2011. Τα δεδομένα έδειξαν ότι το 94,8% των εκστρατειών χρησιμοποίησε το μοντέλο ΚΙΑ, ενώ, μόνο το 5,2% χρησιμοποίησε το μοντέλο AON. Οι καμπάνιες που χρησιμοποιούσαν το μοντέλο AON επεδίωκαν κατά μέσο όρο να συγκεντρώσουν 31.397 δολάρια, ενώ οι στόχοι των καμπανιών ΚΙΑ ήταν κατά μέσο όρο 20.478 δολάρια. Το 34% των εκστρατειών AON ολοκληρώθηκε επιτυχώς, ενώ μόνο το 17% των εκστρατειών ΚΙΑ πέτυχε το χρηματοδοτικό στόχο.

### 1.3.3.1 Πρακτικές τιμολόγησης των πλατφορμών

Οι πλατφόρμες συμμετοχικής χρηματοδότησης ως two sided marketplaces (διμερείς αγορές) επωμίζονται κόστη και απολαμβάνουν έσοδα από τους χρήστες και των δύο πλευρών, χρηματοδοτών και χρηματοδοτούμενων (Eisenmann et al., 2006). Συγκεκριμένα, η τιμολογιακή πολιτική που εφαρμόζεται, διαφοροποιείται από πλατφόρμα σε πλατφόρμα, ανάλογα με το επιχειρηματικό μοντέλο, τον χώρο στον οποίο δραστηριοποιούνται κ.α. Ωστόσο, όπως υποστηρίζουν και οι Belleflamme et al. (2015), οι πηγές εσόδων των πλατφορμών συμμετοχικής χρηματοδότησης είναι οι εξής: **1. Προμήθεια (Platform Fee):** αποτελεί τη μέθοδο τιμολόγησης που εφαρμόζουν οι περισσότερες πλατφόρμες και ουσιαστικά υπολογίζεται επί του συνολικού ποσού που συγκεντρώνεται για την καμπάνια/εκστρατεία. Το ποσοστό αυτό συνήθως κυμαίνεται από 5% έως 8%. **2. Τέλος συναλλαγής ή αλλιώς Τέλος Επεξεργασίας πληρωμής (Transaction Fee or Payment Processing Fee):** Οι περισσότερες πλατφόρμες συνεργάζονται με παρόχους συναλλαγών, όπως PayPal, GooglePay ή ApplePay, με σκοπό την ασφαλή επεξεργασία και αποδοχή των συναλλαγών. Το τέλος αυτό κυμαίνεται από 3% έως 5% και αφαιρείται αυτόματα ώστε να αποδοθεί στους παρόχους. **3. Πρόσθετες χρεώσεις:** Πολλές πλατφόρμες προσφέρουν επιλογές για πρόσθετες υπηρεσίες ή υπηρεσίες τρίτων παρόχων, τις οποίες τιμολογούν ξεχωριστά, όπως η προώθηση της καμπάνιας, η υποστήριξη έργων, η δημοσιοποίηση πληροφοριών σχετικά με προηγούμενα έργα, καθώς πολλά στοιχεία μπορεί να είναι πολύτιμα τόσο για τους χρηματοδότες όσο και για τους χρηματοδοτούμενους.

Χαρακτηριστικά, η πλατφόρμα Kickstarter χρεώνει ως προμήθεια ένα τέλος ύψους 5%, μόνο όμως στην περίπτωση που το έργο χρηματοδοτηθεί με επιτυχία, δηλαδή στην περίπτωση που συγκεντρωθεί το επιδιωκόμενο ποσό. Ένα το έργο/καμπάνια/εκστρατεία δεν πετύχει τον στόχο της χρηματοδότησης, η Kickstarter δεν εισπράττει τέλη. Επίσης, το τέλος συναλλαγής που παρακρατεί ο πάροχος συναλλαγών με τον οποίο συνεργάζεται κυμαίνεται από 3-5%.<sup>9</sup> Από την άλλη πλευρά, το παράδειγμα της πλατφόρμας GoFundMe, η οποία εξειδικεύεται στο μοντέλο δωρεών, είναι λίγο διαφορετικό. Η GoFundMe δεν χρεώνει κάποια προμήθεια, ούτε για τη δημιουργία του εράνου, ούτε για τους δωρητές. Εφαρμόζει το σύστημα της προαιρετικής συνεισφοράς, κατά το οποίο οι δωρητές μπορούν να καταθέσουν, σε περίπτωση που το επιθυμούν, κάποιο ποσό υπέρ της πλατφόρμας. Η μοναδική χρέωση της GoFundMe είναι το τέλος συναλλαγής του παρόχου, ύψους 2,9% + 0,30\$, το οποίο παρακρατείται αυτόματα από κάθε δωρεά.<sup>10</sup> Σε κάθε περίπτωση, είναι σημαντικό και οι δύο πλευρές συναλλασσόμενων να ελέγχουν τους όρους και προϋποθέσεις της κάθε πλατφόρμας, καθώς οι χρεώσεις και οι ποσοστώσεις μπορεί να διαφέρουν.

<sup>9</sup><https://help.kickstarter.com/hc/en-us/articles/115005028634-What-are-the-fees->

<sup>10</sup><https://www.gofundme.com/c/pricing>



## Κεφάλαιο 2: Είδη Crowdfunding

Το crowdfunding μπορεί να πάρει πολλές μορφές και διαστάσεις. Η κάθε μία παρουσιάζει ξεχωριστό οικονομικό ενδιαφέρον και συνεπάγεται διαφορετικούς όρους χρήσεις και απαιτήσεις από όλες τις συναλλασσόμενες πλευρές (χρηματοδότης, χρηματοδοτούμενος και πλατφόρμα). Η επιλογή του καταλληλότερου μοντέλου είναι ζωτικής σημασίας, καθώς για να πετύχει κάθε συντελεστής τον στόχο του, θα πρέπει να συνεκτιμηθούν στοιχεία όπως ο τρόπος λειτουργίας της εκάστοτε πλατφόρμας, τα τέλη χρήσης αυτής, τυχόν γεωγραφικοί περιορισμοί βάσει των οποίων λειτουργεί αυτή κ.α. Υπάρχουν τέσσερα κύρια μοντέλα crowdfunding: **1) το μοντέλο ανταμοιβών (reward based), 2) το μοντέλο δωρεών (donation based), 3) το μοντέλο δανειακών κεφαλαίων (lending based) και 4) το μοντέλο μετοχικών κεφαλαίων (equity based).** Αν προσπαθούσαμε να κάνουμε μία πιο συστηματική ταξινόμηση των ανωτέρω μοντέλων, όπως πολύ εύστοχα πραγματοποίησε ο Κουλορίδας (2019), τότε θα διακρίναμε δύο βασικές κατηγορίες, με βάση το εάν ο χρηματοδότης επιδιώκει ή όχι κάποιο οικονομικό αντάλλαγμα, είτε αυτό είναι προϊόν είτε είναι μία απόδοση. Ειδικότερα, η πρώτη κατηγορία είναι αυτή της **συμμετοχικής χορηγίας**, κατά την οποία η χρηματοδότηση δεν συνοδεύεται από οικονομικό αντάλλαγμα, ή αν συνοδεύεται, αυτό είναι απλά συμβολικό, και σε αυτήν συγκαταλέγονται το μοντέλο ανταμοιβών και το μοντέλο δωρεών. Η δεύτερη κατηγορία είναι αυτή της **συμμετοχικής χρηματοδότησης με οικονομικό αντάλλαγμα** και περιλαμβάνει, μεταξύ άλλων όπως θα δούμε στη συνέχεια, το μοντέλο δανειακών κεφαλαίων και το μοντέλο μετοχικών κεφαλαίων. Δεν αποκλείεται ωστόσο, η χρηματοδότηση να πραγματοποιηθεί με συνδυασμό δύο μοντέλων, ακόμα και από διαφορετικές κατηγορίες, ήτοι ένα μέρος της χρηματοδότησης να υλοποιηθεί μέσω του μοντέλου δωρεών, ενώ άλλο μέρος να υλοποιηθεί με δωρεάν συμμετοχή στην επένδυση με στόχο να αντλήσει χρήματα από διαφορετικές ομάδες χρηματοδοτών, με διαφορετικές επιδιώξεις η καθεμία από αυτές (Ευρωπαϊκή Επιτροπή, 2015).

### 2.1 Το μοντέλο ανταμοιβών (reward based)

#### 2.1.1 Ορισμός και Επεξήγηση

Το reward based crowdfunding αποτελεί τον πιο δημοφιλή τύπο συμμετοχικής χρηματοδότησης, ανήκει στην κατηγορία της συμμετοχικής χορηγίας (βλ. παραπάνω) και η λειτουργία του μπορεί να συνοψιστεί ως εξής: Οι υποστηρικτές συνεισφέρουν σε έργα/καμπάνιες χωρίς κάποια χρηματική απόδοση. Αντ' αυτού αναμένουν να λάβουν υλικές (απτά αγαθά), καθώς και άυλες αποζημιώσεις (π.χ. ευχαριστήριες επιστολές) ως αντάλλαγμα για τη συνεισφορά τους (Gerber et al., 2012). Οι ανταμοιβές που αποδίδονται συνήθως εμπίπτουν σε τρεις κατηγορίες (Colombo et al., 2015): προαγορές, υπηρεσίες, αναγνώριση. Ειδικότερα, οι δημιουργοί των εκστρατειών προσφέρουν τα προϊόντα τους μέσω ενός μηχανισμού προπαραγγελιών, κατά το οποίο οι υποστηρικτές έχουν πρώιμη πρόσβαση στα προϊόντα (early bird), προτού καν λανσαριστούν στην αγορά. Ως μέρος της διαδικασίας, οι υποστηρικτές αξιολογούν

επίσης τα προϊόντα και υποβάλλουν στους δημιουργούς, χρήσιμες προτάσεις βελτίωσης αυτών (feedback). Η γνώση μοιράζεται, και αν αυξάνεται ο όγκος των ανθρώπων που συνεισφέρουν, αυτό αποτελεί και ισχυρή επιβεβαίωση ότι η αγορά στην οποία απευθύνονται, εγκρίνει το έργο τους. Η αναγνώριση και οι υπηρεσίες αποτελούν επίσης παραδείγματα άυλων ανταμοιβών. Η αναγνώριση ως ανταμοιβή ισχύει κυρίως για τους χρηματοδότες αρχικού επιπέδου (χρηματοδότες που συνεισφέρουν ένα μικρό χρηματικό ποσό). Εδώ, οι δημιουργοί μπορούν να γράψουν ευχαριστήριες επιστολές στους χρηματοδότες ή να εμφανίζουν τα ονόματά τους στον ιστότοπό τους προκειμένου να αναγνωρίσουν τη συνεισφορά τους. Οι δημιουργοί μπορούν επίσης να παρέχουν ειδικές υπηρεσίες, αντί για φυσικά προϊόντα, ως ανταμοιβή για τους χρηματοδότες. Παραδείγματα αυτών μπορεί να περιλαμβάνουν ιδιωτικές παραστάσεις και προβολές, εκπαίδευση και επιμορφωτικές εμπειρίες εν γένει, δωρεάν χρήση των υπό ανάπτυξη εμπορικών υπηρεσιών και ούτω καθεξής. Στο reward based crowdfunding η εκστρατεία χρηματοδότησης μπορεί να προβλέπει μία μόνο μορφή ανταμοιβής ή και κλιμακωτές ανταμοιβές ανάλογα με το ύψος της χρηματοδότησης. Έτσι, στην εκστρατεία ενός μουσικού συγκροτήματος για παράδειγμα, ανάλογα με το ύψος της χρηματοδότησης, ο χρηματοδότης μπορεί να λαμβάνει είτε μία αναμνηστική καρφίτσα, ένα αναμνηστικό t-shirt, ένα πόστερ ή άλλα διαφημιστικά προϊόντα του συγκροτήματος, είτε ένα αυτόγραφο του καλλιτέχνη, είτε μία ειδική έκδοση του νέου δίσκου, είτε τη VIP συμμετοχή σε μία συναυλία, είτε ακόμη και την κιθάρα του καλλιτέχνη υπογεγραμμένη από τον ίδιο (Κουλορίδας, 2019). Οι Kim Y. et al (2017) αναφέρουν ότι οι χρηματοδότες στο ανταλλακτικό μοντέλο δύναται να διακριθούν περαιτέρω σε υποστηρικτές (*supporters*), επενδυτές (*investors*) και καταναλωτές (*consumers*) βάσει του κριτηρίου προσφοράς χρημάτων. Αναλυτικότερα, οι υποστηρικτές αποτελούν μέλη μιας ομάδας εντός της πλατφόρμας, με στόχο να υποστηρίζουν και να βοηθούν άλλες εκστρατείες, οι επενδυτές εκλαμβάνονται τα έργα ως νεοφυή και προτίθενται να τοποθετήσουν χρήματα αναλαμβάνοντας κίνδυνο, και, τέλος, οι καταναλωτές εκλαμβάνονται την πλατφόρμα ως μια εγγυημένη διαδικτυακή αγορά προϊόντων και παράδοσής τους. Οι καταναλωτές, σε αντίθεση με τους υποστηρικτές και τους επενδυτές, αγνοούν τον κίνδυνο και την αβεβαιότητα που υπάρχει για την παραγωγή και παράδοση των προϊόντων.

### **2.1.2 Σύγκριση με το μοντέλο προ-αγορών**

Από τα ανωτέρω, μπορούμε να συμπεράνουμε πως το μοντέλο ανταμοιβών ομοιάζει σε μεγάλο βαθμό με το μοντέλο προ-αγορών. Στο μοντέλο των προ-αγορών ο υποστηρικτής-χρηματοδότης θα λάβει ανταμοιβή για την υποστήριξή του, όπως και στο μοντέλο ανταμοιβών, αλλά σε αυτή την περίπτωση η ανταμοιβή του θα είναι το ίδιο το προϊόν ή η υπηρεσία που χρηματοδότησε, πολλές φορές σε τιμή χαμηλότερη της λιανικής τιμής στην οποία θα πωλείται το προϊόν ή η υπηρεσία μετά την ολοκλήρωσή του. Με τον τρόπο αυτό χρηματοδοτεί ουσιαστικά τον σχεδιασμό ή την ανάπτυξη και την κατασκευή του προϊόντος, αντί για την απόκτηση του ίδιου του προϊόντος, γεγονός που συνεπάγεται έναν αυξημένο κίνδυνο και μεγάλη αβεβαιότητα για τον χρηματοδότη – αγοραστή σε σχέση με τις συνήθεις μορφές πώλησης.

Παρά την ομοιότητα που υπάρχει μεταξύ αυτών των δύο μοντέλων χρηματοδότησης, πρέπει να σημειώσουμε ότι ανήκουν σε διαφορετικές κατηγορίες. Συγκεκριμένα, το μοντέλο ανταμοιβών κατατάσσεται, όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, στην κατηγορία της συμμετοχικής χορηγίας, ενώ το μοντέλο προ-αγορών ανήκει στην κατηγορία της συμμετοχικής χρηματοδότησης με οικονομικό αντάλλαγμα (Κουλορίδας, 2019). Αυτό συμβαίνει διότι στο μοντέλο προ-αγορών, ο χρηματοδοτούμενος έχει υποχρέωση να παραδώσει το μελλοντικό προϊόν σύμφωνα με τους όρους της πώλησης, ενώ στην περίπτωση του μοντέλου ανταμοιβών, η παράδοση του προϊόντος αποτελεί υποχρέωση που πηγάζει από ελευθεριότητα και δεν μεταβάλλει τον χαρακτήρα της δωρεάς σε πώληση.

### 2.1.3 Reward based case study («Coolest Cooler»)

Αξιοσημείωτη περίπτωση εξαιρετικά πετυχημένου επιχειρηματικού έργου αποτελεί το «**COOLEST COOLER**»<sup>11</sup>. Το έργο αυτό, που πραγματοποιήθηκε μέσω της πλατφόρμας Kickstarter, κατέχοντας τη δεύτερη θέση στην πλατφόρμα σχετικά με το συνολικό ύψος των κεφαλαίων που συγκεντρώθηκαν ποτέ για την χρηματοδότηση ενός έργου μέσω του Kickstarter, δεν είχε γνωρίσει από την αρχή μεγάλη επιτυχία. Συγκεκριμένα, το εγχείρημα παρουσιάστηκε με την ονομασία «*COOLEST COOLER: 21st Century Cooler that's Actually Cooler*» και περιστρεφόταν γύρω από την ιδέα ενός μικρού, φορητού, επαναφορτιζόμενου ψυγείου με ποικίλες λειτουργίες, περιλαμβάνοντας έναν αναδευτήρα πάγου, ένα αδιάβροχο ηχείο με λειτουργία Bluetooth, μία θύρα φόρτισης τύπου USB, λαμπτήρες LED, ένα ανοιχτήρι μπουκαλιών με μαγνητική επιφάνεια, πιάτα, μαχαίρια κλπ. Ο ίδιος ο δημιουργός του έργου, Ryan Grepper, το χαρακτήρισε ως «ένα φορητό πάρτυ, μεταμφιεσμένο σε ψυγείο». Ωστόσο, κατά την πρώτη προσπάθεια χρηματοδότησης, η οποία πραγματοποιήθηκε τον χειμώνα του 2014, το εγχείρημα δεν κατάφερε να συγκεντρώσει τον στόχο των 125.000 δολαρίων. Μέσα σε 10 μήνες όμως επανήλθε με επιδιωκόμενο στόχο το ποσό των 50.000 δολαρίων και κατάφερε να συγκεντρώσει το ποσό των 13.285.226 δολαρίων (!). Αυτό που συνέβαλε στην επιτυχία ήταν ο ορθότερος χρονισμός προβολής του συγκεκριμένου αντικειμένου (καλοκαίρι αντί για χειμώνας), η αξιοποίηση της πελατειακής βάσης που είχε δημιουργηθεί κατά την πρώτη προβολή του αντικειμένου (υπήρχαν ήδη φανατικοί υποστηρικτές), καθώς και η βελτίωση του σχεδιασμού του προϊόντος με στοχευμένη προσέγγιση marketing.<sup>12</sup>

---

<sup>11</sup><https://www.kickstarter.com/projects/ryangrepper/coolest-cooler-21st-century-cooler-thats-actually?ref=discovery&term=coolest%20cooler>

<sup>12</sup><https://www.theverge.com/2014/8/27/6074101/the-biggest-kickstarter-ever-failed-the-first-time-around>

## 2.2 Το μοντέλο δωρεών (donation based)

### 2.2.1 Ορισμός και επεξήγηση

Πρόκειται για ένα δεύτερο μοντέλο συμμετοχικής χρηματοδότησης, το οποίο παρουσιάζει πολλά κοινά στοιχεία με το προηγούμενο μοντέλο, του reward – based crowdfunding, καθώς ανήκουν και τα δύο στην κατηγορία της συμμετοχικής χορηγίας. Παρά τις ομοιότητες, η ειδοποιός διαφορά είναι ότι στο μοντέλο δωρεών υπερισχύει η έννοια του αλτρουισμού, κάτι που επιβεβαιώνει τον χαρακτηρισμό που είχαν προσδώσει οι Elizabeth M. Gerber, Julie S. Hui, Pei-Yi Kuo στο μοντέλο αυτό, πως δηλαδή είναι ένας «ειδικός τύπος φιλανθρωπίας»<sup>13</sup>. Ειδικότερα, στο μοντέλο αυτό ο χρηματοδοτούμενος ζητά από το κοινό, μέσω σχετικής ανάρτησης στην διαδικτυακή πλατφόρμα, τη χρηματοδότηση χωρίς αντάλλαγμα, εν είδει δηλαδή δωρεών, για την υλοποίηση ενός εγχειρήματος, το οποίο μπορεί να έχει κοινωφελή ή φιλανθρωπικό χαρακτήρα, όπως η υποστήριξη ανθρωπιστικών πρωτοβουλιών, ή και μη κοινωφελή, όπως η χρηματοδότηση ενός μουσικού συγκροτήματος για τη διενέργεια μίας συναυλίας κ.α. Το βασικό χαρακτηριστικό του μοντέλου αυτού είναι ότι επιτρέπει σε πολλούς ανθρώπους να συνεισφέρουν μικρά ποσά για την υποστήριξη συγκεκριμένων έργων ή πρωτοβουλιών που τους ενδιαφέρουν, ενώ οι δημιουργοί τέτοιων εκστρατειών είναι συνήθως φυσικά πρόσωπα (απλοί πολίτες) και Μη Κερδοσκοπικές Οργανώσεις.

Δύο από τις πιο γνωστές πλατφόρμες δωρεών είναι οι JustGiving και GiveForward, η οποία πλέον λειτουργεί μέσω της GoFundMe. Οι πλατφόρμες αυτές περιστρέφονται γύρω από την ιδέα της παροχής φιλανθρωπικής βοήθειας τόσο σε ατομικό επίπεδο, για την επίτευξη ενός προσωπικού σκοπού, είτε πρόκειται για την κάλυψη κάποιας ιατρικής ή φαρμακευτικής ανάγκης, είτε πρόκειται για την συνεισφορά σε προσωπικό εγχείρημα – project, όσο και σε συλλογικό επίπεδο π.χ. για παροχή υποστήριξης σε πληγείσες περιοχές από φυσικές καταστροφές ή χρηματοδότηση διάφορων άλλων οργανωμένων γεγονότων – events σχετικά με την τέχνη και την κουλτούρα. Παρακάτω θα παραθέσουμε μία μελέτη περίπτωσης για το μοντέλο αυτό, ώστε να καταστεί πλήρως κατανοητό.

Οι περισσότερες πλατφόρμες δωρεών, χρεώνουν κατά μέσο όρο 5% συνολικά για πάγια χρήση της πλατφόρμας, τα οποία επιβάλλονται στην κάθε ξεχωριστή δωρεά που πραγματοποιείται, μαζί με τα μεταβλητά τέλη που προκύπτουν από την επεξεργασία των διαφορετικών πραγματοποιηθεισών συναλλαγών. Για παράδειγμα, η JustGiving χρεώνει για την χρήση της πλατφόρμας από 0% έως 5%, ανάλογα με την τοποθεσία του φιλανθρωπικού/μη κερδοσκοπικού οργανισμού, προς τον οποίο γίνεται η δωρεά<sup>14</sup>, ενώ ποικίλλουν και οι χρεώσεις επεξεργασίας της συναλλαγής, ανάλογα με την μέθοδο πληρωμής που θα επιλέξει ο χρηματοδότης (από 0% έως 2,9%). Πέρα από τις προαναφερθείσες χρεώσεις, που είναι οι συνηθέστερες στις πλατφόρμες δωρεών, η JustGiving εφαρμόζει έναν επιπλέον, ενισχυτικό φόρο, γνωστό και ως «Gift Aid», ο

<sup>13</sup> Gerber, E. M., Hui, J. S., & Kuo, P. Y. (2012, February). Crowdfunding: Why people are motivated to post and fund projects on crowdfunding platforms. In *Proceedings of the international workshop on design, influence, and social technologies: techniques, impacts and ethics* (Vol. 2, No. 11, p. 10).

<sup>14</sup> <https://www.justgiving.com/about/fees>

οποίος επιβάλλεται από το δημόσιο, εν προκειμένω από το Βρετανικό Δημόσιο. Συγκεκριμένα, το ποσό της κάθε δωρεάς που λαμβάνει χώρα εντός της πλατφόρμας ενισχύεται κατά ποσοστό 25%, με αποτέλεσμα το τελικό ποσό που προσφέρεται από τον οποιοδήποτε υποστηρικτή, να είναι μεγαλύτερο από αυτό που αρχικά είχε προθυμοποιηθεί ο ίδιος να προσφέρει.

### 2.2.2 Donation based case study («GIVE & FUND»)

Πρόκειται για την ελληνική πλατφόρμα crowdfunding «GIVE & FUND»<sup>15</sup>, η οποία ιδρύθηκε τον Νοέμβριο του 2013. Αποτελεί «τον κατεξοχήν κόμβο συνάντησης, επικοινωνίας και δικτύωσης μεταξύ δημιουργών, startups, ΜΚΟ και εταιρειών που αναζητούν ή προσφέρουν χρηματοδότηση μέσω crowdfunding και χορηγιών», όπως αναφέρεται στην ίδια την ιστοσελίδα της πλατφόρμας. Συγκεκριμένα, απευθύνεται σε τρεις διαφορετικές κατηγορίες ατόμων και οργανισμών:<sup>16</sup>

1. Ιδιώτες, δηλαδή φυσικά πρόσωπα, που έχουν την επιθυμία να υλοποιήσουν ένα σημαντικό έργο στη ζωή τους (κατηγορία έργων: «life projects»),
2. Σε start uppers που βρίσκονται στην αρχική φάση ενός νέου επιχειρηματικού εγχειρήματος και ψάχνουν για αρχικό κεφάλαιο για να υλοποιήσουν την επιχειρηματική τους ιδέα (κατηγορία έργων: «startup projects»), και
3. σε Μη Κυβερνητικές Οργανώσεις που επιδιώκουν χρηματοδότηση για την υλοποίηση συγκεκριμένων έργων που συνδέονται με τον κοινωνικό τομέα («κατηγορία έργων: NGO projects»).

Η λειτουργία της μπορεί να συνοψιστεί ως εξής: Ο κάθε χρήστης εγγράφεται στην πλατφόρμα, ανοίγει δική του προσωπική σελίδα μέσω του start button και στη συνέχεια, ακολουθώντας τα βήματα που υποδεικνύει η πλατφόρμα, μπορεί να ανεβάσει κείμενο, βίντεο, φωτογραφίες, την περιγραφή του έργου, καθώς και να θέσει τον οικονομικό στόχο που θέλει να επιτύχει. Σε αντίθεση με τις περισσότερες διεθνείς πλατφόρμες, η συγκεκριμένη δεν διεκπεραιώνει χρηματικές συναλλαγές. Αυτές πραγματοποιούνται μέσω PayPal και η παρακράτηση της προμήθειας των δύο πλευρών γίνεται αυτόματα σε κάθε συναλλαγή, με τα χρήματα που ο χρήστης βλέπει στο λογαριασμό του σε συνθήκες πραγματικού χρόνου, να είναι αυτά που του ανήκουν. Συγκεκριμένα, η χρέωση της πλατφόρμας είναι 4,5% + 0,20 σεντς του ευρώ/δολαρίου ή άλλου νομίσματος που εξυπηρετείται από την κάθε εισφορά, ενώ το PayPal χρεώνει 3,4% + 0,30 ευρώ από τα χρήματα που συγκεντρώνει ο κάθε δημιουργός αυτόματα.

<sup>15</sup> <https://www.giveandfund.com/giveandfund/homepage>

<sup>16</sup> Χατζήμπης, Γ., & Τεκμηρίωσης, Ε. Κ. (2015). Η πλατφόρμα Give & Fund.



Εικ. 2 Πηγή: <https://www.giveandfund.com/giveandfund/homepage>

Ο ιδρυτής της πλατφόρμας, κ. Γιάννης Χατζήμπεης, σε μία παρουσίαση που είχε πραγματοποιήσει στην εκδήλωση του ΕΚΤ (Εθνικό Κέντρο Τεκμηρίωσης) το 2015, παρέθεσε τις παρακάτω πρακτικές και ενδιαφέρουσες συμβουλές προς τους δημιουργούς των projects:<sup>17</sup>

- Έργα που χρησιμοποιούν video χρηματοδοτούνται με 115% περισσότερο, ιδιαίτερα όταν τα video αναδεικνύουν μία ανθρώπινη ιστορία.
- Projects που κάνουν 3 ή περισσότερα updates πετυχαίνουν 239% περισσότερα έσοδα από αυτά που κάνουν 2 και κάτω.
- Τα κείμενα πρέπει να είναι σύντομα, περιεκτικά, κατάλληλα για online ανάγνωση και να αναφέρουν το σκοπό για τον οποίο ο δημιουργός ζητά την χρηματοδότηση.

Παράδειγμα αξιοσημείωτης και επιτυχημένης δράσης που φιλοξένησε η πλατφόρμα GIVE & FUND ήταν αυτό της δράσης «Μετά το ρήμα «αγαπώ», το «βοηθώ» είναι το πιο ωραίο ρήμα στον κόσμο». Στόχος ήταν να συγκεντρωθεί το ποσό των 45.000 € ώστε ένας 19 χρόνος αθλητής από τη Βέροια να καταφέρει να μεταβεί σε κέντρο αποκατάστασης στη Γερμανία και να λάβει εξειδικευμένη νοσηλεία ώστε να περπατήσει ξανά, καθώς μετά από έναν σοβαρό τραυματισμό κατά τη διάρκεια προπόνησης, υπέστη κρανιοεγκεφαλικές κακώσεις με σοβαρές επιπτώσεις στην υγεία του και στην κινητικότητα του. Ο οικονομικός στόχος όχι απλά επετεύχθη, αλλά μάλιστα το project χρηματοδοτήθηκε σε ποσοστό 101%, με τελικό ποσό χρηματοδότησης 45.545€.

<sup>17</sup> <https://helios-eie.ekt.gr/EIE/bitstream/10442/14648/1/GiveandFund.pdf>

## 2.3 Το μοντέλο συμμετοχικής επένδυσης μέσω κεφαλαίου ή επενδυτικό μοντέλο (equity based)

### 2.3.1 Ορισμός και επεξήγηση

Η συμμετοχική επένδυση μέσω κεφαλαίου συνιστά την πιο πολύπλοκη έκφανση της συμμετοχικής χρηματοδότησης, κυρίως λόγω των ρυθμιστικών και κανονιστικών περιορισμών που επιβάλλουν οι διάφορες έννομες τάξεις, αλλά και λόγω των κανόνων αδειοδότησης που απαιτούνται για τους παρόχους επενδυτικών υπηρεσιών. Υπάγεται στη δεύτερη κατηγορία συμμετοχικής χρηματοδότησης, όπως τις αναλύσαμε ανωτέρω, ήτοι αυτή της συμμετοχικής χρηματοδότησης με οικονομικό αντάλλαγμα. Το οικονομικό αντάλλαγμα σε αυτή την περίπτωση είναι η απόκτηση εταιρικού μεριδίου ή μετοχής. Συγκεκριμένα, πρόκειται για τη μέθοδο χρηματοδότησης μιας εταιρείας, όπου ένας επιχειρηματίας (ή μια ομάδα επιχειρηματιών) δημοσιεύει μια ανοικτή πρόσκληση στο διαδίκτυο για την πώληση μετοχών της εταιρείας του. Στόχος είναι να προσελκύσει έναν σημαντικό αριθμό ατόμων από το δυνητικό κοινό, που θα αποτελέσουν επενδυτές. Αυτές οι προσκλήσεις και η απόκτηση επενδυτικού κεφαλαίου πραγματοποιούνται μέσω ειδικά διαμορφωμένων διαδικτυακών πλατφορμών, οι οποίες παρέχουν τα απαραίτητα εργαλεία για την εκτέλεση τέτοιων συναλλαγών. Αυτό που καθιστά το επενδυτικό μοντέλο του crowdfunding διαφορετικό από την παραδοσιακή πρακτική της προσφοράς χρεογράφων και χρεών από μεγάλες επιχειρήσεις είναι:

1. Η αξιοποίηση διαδικτυακής πλατφόρμας για την προώθηση της προσφοράς: Οι επιχειρηματίες χρησιμοποιούν διαδικτυακές πύλες ως μέσο για να προβάλλουν τις προσφορές τους. Αυτό επιτρέπει την επικοινωνία με ένα ευρύτερο κοινό επενδυτών μέσω του διαδικτύου. Ως εκ τούτου, σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2015)<sup>18</sup>, όπως αναφέρεται στο «Επεξήγηση της συμμετοχικής χρηματοδότησης. Οδηγός για μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις», αντί να δημιουργείται μια σχέση μεταξύ δύο μόνο μερών, προσφέρεται δυνατότητα συμμετοχής σε ευρύ φάσμα πιθανών επενδυτών, εκ των οποίων ορισμένοι μπορεί επίσης να είναι υφιστάμενοι ή μελλοντικοί πελάτες. Αυτό επιτυγχάνεται μέσω της συμμετοχικής χρηματοδότησης, καθώς με τον τρόπο αυτό έρχονται σε επαφή εταιρείες με επίδοξους επιχειρηματικούς αγγέλους<sup>19</sup> μέσω διαδικτυακής πλατφόρμας.

2. Το σχετικά μικρό μέγεθος κάθε μεμονωμένης επένδυσης: Σε αντίθεση με τις παραδοσιακές προσφορές χρεογράφων και χρεών που απαιτούν συχνά μεγάλα ελάχιστα ποσά επενδυτικού κεφαλαίου, το crowdfunding επιτρέπει σε μικρούς

---

<sup>18</sup> Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Γενική Διεύθυνση Εσωτερικής Αγοράς, Βιομηχανίας, Επιχειρηματικότητας και ΜΜΕ, (2015). *Επεξήγηση της συμμετοχικής χρηματοδότησης : Οδηγός για μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις*, Publications Office. <https://data.europa.eu/doi/10.2873/57075>

<sup>19</sup> Επιχειρηματικοί άγγελοι, κατά την Ευρωπαϊκή Επιτροπή ανεξάρτητοι ιδιώτες με επιχειρηματική εμπειρία, που επιλέγουν να επενδύσουν τμήμα της περιουσίας τους σε νέες και πολλά υποσχόμενες (κατά την άποψή τους), ιδιωτικές επιχειρήσεις. Επενδύουν μεμονωμένα ή, εναλλακτικά, ως μέρος μιας κοινοπραξίας, όπου ένας από τους (ενδεχομένως) περισσότερους αναλαμβάνει, συνήθως, τον ηγετικό ρόλο. Οι Επιχειρηματικοί Άγγελοι δεν προσφέρουν κεφάλαια, μόνον, στην επιχείρηση. Προσφέρουν, επίσης, την εμπειρία, τις δεξιότητες και τις επαφές τους, με σκοπό την διεύρυνση της επιχειρηματικής δράσης και, αυτονοήτως, του προσωπικού τους οφέλους. [https://single-market-economy.ec.europa.eu/access-finance/policy-areas/business-angels\\_en](https://single-market-economy.ec.europa.eu/access-finance/policy-areas/business-angels_en)

επενδυτές να συμμετέχουν με σχετικά μικρές επενδύσεις. Αυτό δημιουργεί ευκαιρίες για περισσότερα άτομα να συμμετέχουν και να συνεισφέρουν στο επιχειρηματικό έργο.

Όσον αφορά στον μηχανισμό δέσμευσης και μεταφοράς των επενδυμένων κεφαλαίων προς μια επιχείρηση, αυτός υιοθετεί τη φιλοσοφία του «Όλα ή Τίποτα» (All Or Nothing). Όπως αναλύσαμε και ανωτέρω, οι εισφορές ή επενδύσεις που πραγματοποιούνται από το κοινό προς μια επιχείρηση στο πλαίσιο του επενδυτικού crowdfunding, μεταφέρονται στο σύνολό τους στο κεφαλαιουχικό ταμείο της εταιρείας, υπό δύο βασικές προϋποθέσεις:

1. Όλοι οι πόροι πρέπει να συγκεντρώνονται και να επιτυγχάνουν τον στόχο της χρηματοδότησης, κατά τη λήξη της περιόδου συγκέντρωσης κεφαλαίων. Σε περίπτωση που δεν επιτευχθεί ο στόχος, οι πόροι επιστρέφονται στους επενδυτές.

2. Ότι έχουν εκπληρωθεί όλες οι απαραίτητες διαδικασίες που προβλέπονται για την ολοκλήρωση των συναλλαγών μεταξύ επιχειρηματία και επενδυτή. Όλες, δηλαδή, οι απαραίτητες, νομικής - φύσεως ενέργειες, που δύναται σε μερικά μοντέλα του επενδυτικού μοντέλου (βλ. κατωτέρω ανάλυση άμεσου και έμμεσου), να περιλαμβάνουν την ανάθεση ειδικά καταρτισμένων διαμεσολαβητικών εταιρειών, με τους οποίους διατηρεί συνεργασίες η κάθε πλατφόρμα και που η ίδια έχει αναθέσει σε αυτές την επίβλεψη και ολοκλήρωση των σταδίων που περιλαμβάνει η διαδικασία της χρηματοδότησης.

Υπάρχουν ωστόσο και εξαιρέσεις, με κάποιες πλατφόρμες να εφαρμόζουν το μοντέλο «**Keep It All**», επιτρέποντας έτσι, στην περίπτωση ενός απρόσμενου γεγονότος (π.χ., ένας επενδυτής να βγει την τελευταία στιγμή από μια επένδυση), τη συνέχιση της επένδυσης για κάποιο επιπρόσθετο χρονικό διάστημα, αλλά υπό τον όρο ότι οι συνολικές επενδύσεις σε μετρητά που πραγματοποιήθηκαν μέχρι την συγκεκριμένη στιγμή, ανέρχονται τουλάχιστον στο 80% - 90% του στόχου της εταιρείας.

### **2.3.2 Τα μοντέλα άμεσης και έμμεσης συμμετοχικής χρηματοδότησης κεφαλαίου**

Μία από τις σημαντικότερες διαφοροποιήσεις είναι ο τρόπος συμμετοχής των επενδυτών στη σχεδιαζόμενη επένδυση.

Στο πρώτο μοντέλο, που είναι αυτό της **άμεσης χρηματοδότησης**, ο επενδυτής συνεισφέρει άμεσα κεφάλαια στη χρηματοδοτούμενη εταιρεία και αποκτά απευθείας τίτλους συμμετοχής σε αυτήν. Η πλατφόρμα λειτουργεί απλά ως διαμεσολαβητής, διευκολύνοντας την επικοινωνία μεταξύ επενδυτών και επιχείρησης, προσφέροντας υπηρεσίες όπως η προώθηση επενδυτών ή έργων. Επιπλέον, μπορεί να διευκολύνει τη μεταφορά κεφαλαίων και να συνδράμει στην κατάρτιση συμβάσεων, καθώς και στη διοικητική διαχείριση της συμμετοχής των επενδυτών μετά την ολοκλήρωση της επένδυσης (Κουλορίδας, 2019).





Εικ. 3 «Άμεσο μοντέλο», Πηγή: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/equity-crowdfunding/>

Στο δεύτερο μοντέλο, η συμμετοχή του επενδυτή είναι **έμμεση**, καθώς μεσολαβεί ένα όχημα ειδικού σκοπού (SPV – special purpose vehicle) που ιδρύεται αποκλειστικά για την διοικητική διαχείριση των επενδυτών στη συγκεκριμένη χρηματοδότηση. Έτσι, η πλατφόρμα ή τρίτος, αναλαμβάνει τη σύσταση μίας εταιρείας με αποκλειστικό σκοπό τη συγκέντρωση των κεφαλαίων από τους επενδυτές και τη συμμετοχή τους στην υπό επένδυση εταιρεία μέσω του οχήματος. Το όχημα αυτό συστήνεται με σκοπό να εκπροσωπεί τους επενδυτές ως μέτοχος στην υπό επένδυση εταιρεία και ενδέχεται να έχει ή όχι νομική προσωπικότητα. Συνεπώς, οι επενδυτές δεν έχουν απευθείας μετοχική σχέση με την υπό επένδυση εταιρεία. Αντιθέτως, το καταστατικό και τυχόν συμφωνίες μετόχων σε επίπεδο οχήματος ειδικού σκοπού ρυθμίζουν τις σχέσεις μεταξύ των επενδυτών, ενώ οι βασικοί όροι της επένδυσης ρυθμίζονται με συμφωνία μεταξύ της υπό επένδυσης εταιρείας και της διοίκησης του οχήματος ειδικού σκοπού, τη διοικητική διαχείριση του οποίου έχει αναλάβει είτε η ίδια η πλατφόρμα ή τρίτος πάροχος (Κουλορίδας, 2019).

Indirect investment model (SPV)



Εικ. 4 «Έμμεσο μοντέλο», Πηγή: <https://lenderkit.com/blog/spv-in-crowdfunding-and-how-it-works/>

### 2.3.3 Equity based case study («Crowdcube»)

Μία από τις πιο δημοφιλείς πλατφόρμες στο επενδυτικό μοντέλο παγκοσμίως είναι η πλατφόρμα Crowdcube. Ιδρύθηκε το 2011, ως η πρώτη διαδικτυακή πύλη στο Ηνωμένο Βασίλειο εξειδικευμένη στο επενδυτικό μοντέλο<sup>20</sup>, είναι εξουσιοδοτημένη και ρυθμίζεται από την Βρετανική Αρχή Χρηματοπιστωτικής Αγοράς. Η Crowdcube λειτουργεί με το μοντέλο «All or Nothing», με αποτέλεσμα όταν μία εκστρατεία φτάσει τον επενδυτικό στόχο που είχε τεθεί, η επιχείρηση λαμβάνει τη χρηματοδότηση που συγκεντρώθηκε. Εάν δεν πετύχει τον επενδυτικό στόχο, δεν λαμβάνονται κεφάλαια από τους επενδυτές. Στις περιπτώσεις των επιχειρήσεων που αιτούνται χρηματοδότησης, υπάρχει μία προμήθεια της τάξης του 7%, μόνο όμως στην περίπτωση που θα συγκεντρωθεί το αιτούμενο ποσό. Εφαρμόζεται επίσης μία αμοιβή ολοκλήρωσης, η οποία είναι κατά μέσο όρο 0,75%-1,5% επί όλων των κεφαλαίων που συγκεντρώνονται. Η αμοιβή αυτή περιλαμβάνει τα μεταβλητά έξοδα των τρίτων παρόχων πληρωμών και το κόστος συναλλαγής, συμφωνίας και διανομής των κεφαλαίων.<sup>21</sup> Στην περίπτωση τώρα των επενδυτών, υπάρχει ένα επενδυτικό τέλος το οποίο ξεκινάει από 2,49 %, αυξάνεται όσο μεγαλώνει και το ποσό της επένδυσης, με ανώτατο όριο ωστόσο τις 250 λίρες. Επιπλέον, σε περίπτωση που ο επενδυτής καταφέρει να αποκομίσει κέρδος από την επένδυση, εισπράττεται από την Crowdcube και μία αμοιβή επιτυχίας ποσοστού 5%, ως αντάλλαγμα της «συνεχιζόμενης υποστήριξης που παρέχει η πλατφόρμα για την εκπροσώπηση των συμφερόντων των επενδυτών ως μετόχων».<sup>22</sup>

Η πλατφόρμα χρησιμοποιεί σε μεγάλο βαθμό τα μέσα κοινωνικής δικτύωσης για να έρχεται σε επαφή με δυνητικούς επενδυτές σχετικά με προσφορές και εκστρατείες που τους ενδιαφέρουν. Τον Μάρτιο του 2015, η Αρχή Χρηματοοικονομικής Συμπεριφοράς (Financial Conduct Authority) εξέδωσε νέες οδηγίες σχετικά με τη χρήση των social media για την προώθηση χρηματοπιστωτικών προϊόντων, ώστε να διασφαλίζεται ότι όλες οι επικοινωνίες είναι σαφείς, δίκαιες και μη παραπλανητικές.<sup>23</sup>

Κοιτώντας τα συνολικά μεγέθη από εκστρατείες της Crowdcube σε παγκόσμιο επίπεδο, αξίζει να αναφέρουμε το case study του «**GetSiteTracked**». Σύμφωνα με τους Collins και Pierrakis (2012), το 2010, ο ιδρυτής της GetSite Tracked, Sebastian Lewis, παρατήρησε ότι, όπως πολλοί ιδιοκτήτες ατομικών επιχειρήσεων, έτσι και ο πατέρας του, δυσκολευόταν να προσαρμοστεί στη χρήση του διαδικτύου για την εξεύρεση νέων επιχειρήσεων και επιχειρηματικών πρακτικών. Ανακάλυψε ότι η πλειοψηφία αυτών δεν διατηρούσαν καν ιστότοπους για τις επιχειρήσεις τους, καθώς οι περισσότεροι πάροχοι φιλοξενίας (web hosting providers) προσέφεραν υπηρεσίες που ήταν υπερβολικά περίπλοκες και κοστοβόρες. Έτσι προέκυψε η ιδέα της GetSite Tracked, ενός διαδικτυακού παρόχου προσιτών και εύκολων στη χρήση ιστοτόπων για ατομικές επιχειρήσεις. Όπως οι περισσότεροι νέοι επιχειρηματίες, ο Sebastian έπρεπε να

<sup>20</sup> <https://www.nesta.org.uk/feature/20-shades-startup/crowdcube/>

<sup>21</sup> <https://help.crowdcube.com/hc/en-us/articles/206232464-What-fees-does-Crowdcube-charge-for-raising-finance-on-the-platform->

<sup>22</sup> <https://help.crowdcube.com/hc/en-us/articles/360001527460>

<sup>23</sup> <https://www.moneymarketing.co.uk/news/fca-social-media-rules-create-retweets-minefield/>

συγκεντρώσει εξωτερικό κεφάλαιο για να ξεκινήσει την επιχείρησή του. Τον συμβούλευσαν να μην απευθυνθεί στις τράπεζες, καθώς χωρίς τη δέσμευση ενός σημαντικού περιουσιακού στοιχείου θα ήταν πολύ απίθανο να εξασφαλίσει οποιοδήποτε ποσό άνω των 10.000 λιρών, και στην αναζήτησή του για εναλλακτικές λύσεις έπεσε πάνω στο CrowdCube, οπότε και αποφάσισε να προσπαθήσει να συγκεντρώσει κεφάλαιο μέσω της χρηματοδότησης από το πλήθος. Τον Μάρτιο του 2012, σε διάστημα δέκα ημερών ο Sebastian συγκέντρωσε 100.000 λίρες από 29 επενδυτές με αντάλλαγμα το 33% της επιχείρησής του. Αναγνωρίζοντας τη δυσκολία καθορισμού των αποτιμήσεων σε επιχειρήσεις αρχικού σταδίου, ο Sebastian χρησιμοποίησε την ανατροφοδότηση από τους επενδυτές για να κρίνει ποιο ποσό μετοχικού κεφαλαίου ήταν διατεθειμένοι να δεχτούν οι επενδυτές, με αντάλλαγμα για την επένδυση, αυξάνοντας το ποσό που αρχικά σκόπευε να προσφέρει. Σύμφωνα με τον Sebastian, ένα από τα κύρια οφέλη του crowdfunding είναι ότι μόλις ολοκληρωθεί ένας γύρος χρηματοδότησης, ανοίγουν οι πόρτες και σε άλλες πηγές χρηματοδότησης.

## **2.4 Το μοντέλο συμμετοχικής χρηματοδότησης μέσω δανεισμού (lending based)**

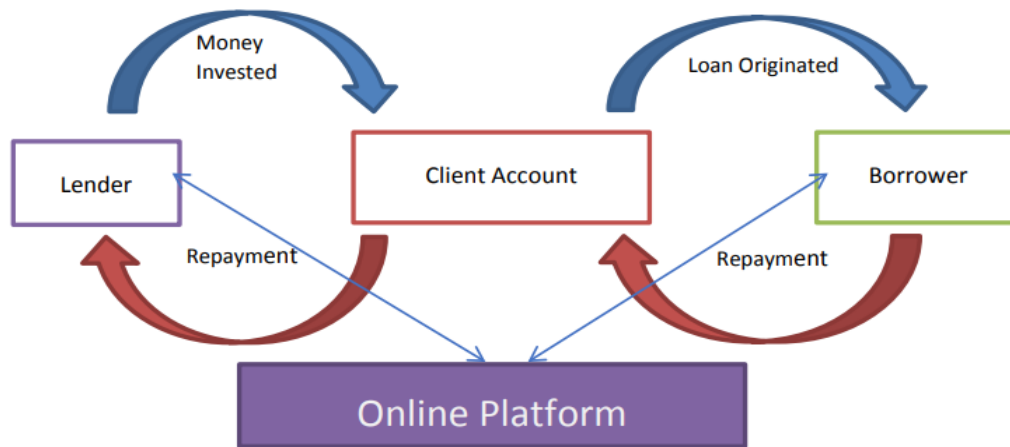
### **2.4.1 Ορισμός και επεξήγηση**

Πρόκειται για την πιο δημοφιλή μορφή συμμετοχικής χρηματοδότησης, που ήρθε για να καλύψει το κενό που δημιουργεί ο παραδοσιακός τρόπος δανεισμού μέσω τραπεζών, καθώς οι αυστηρότεροι περιορισμοί που ισχύουν για τους δανειστές και εισήχθησαν μετά την κρίση, έχουν μειώσει το δανεισμό (Bruton et al. 2015). Η ανάπτυξη του συμμετοχικού δανεισμού ήταν μέρος μιας ευρύτερης χρηματοοικονομικής τεχνολογίας (FinTech), όπου οι τεχνολογικές αλλαγές ενεργοποίησαν νέες πρακτικές και επιχειρηματικά μοντέλα, που διαταράσσουν τις παραδοσιακές χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες και βασίζονται παράλληλα σε ένα βαθμό δυσπιστίας των χρηστών έναντι των παραδοσιακών ιδρυμάτων μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση (Haddad and Hornuf 2019).

Η συμμετοχική δανειοδότηση λειτουργεί τόσο σε μορφή Peer-to-Peer (P2P), όπου μεμονωμένοι χρηματοδότες δανείζουν σε μεμονωμένους επιχειρηματίες, όσο και σε μορφή Peer-to-Business (P2B), κατά την οποία μεμονωμένοι χρηματοδότες δανείζουν σε μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις. Εμφανίζεται επίσης και η μορφή Business-to-Business (B2B), όπου ο χρηματοδότης αποτελείται από μια ομάδα επιχειρήσεων που θέλουν να δανείσουν χρήματα με στόχο μεγάλες αποδόσεις.

Σε γενικές γραμμές, οι συμμετέχοντες συνεισφέρουν τα κεφάλαιά τους και αναμένουν την αποπληρωμή τους. Η αποπληρωμή του κεφαλαίου περιλαμβάνει την επιστροφή του αρχικού κεφαλαίου είτε με κάποιο χαμηλό επιτόκιο είτε χωρίς καμία επιβάρυνση.

Ανάλογα με τον μηχανισμό δανειοδότησης, η μορφή αυτή χρηματοδότησης διακρίνεται σε άμεση και έμμεση. Στην άμεση συμμετοχική δανειοδότηση, ο χρηματοδότης δανείζει απευθείας τον χρηματοδοτούμενο. Με την έννοια αυτή καταρτίζεται μία σύμβαση δανείου μεταξύ τα χρηματοδοτούμενου ως δανειολήπτη, και των χρηματοδοτών ως δανειστών. Η διαδικτυακή πλατφόρμα δεν συμβάλλεται στη σύμβαση δανείου, αλλά απλά διαμεσολαβεί, παρέχοντας συμπληρωματικές υπηρεσίες, όπως υπηρεσίες είσπραξης, εκπροσώπησης σε περίπτωση εξασφαλισμένων με ενέχυρο ή υποθήκη δανείων κτλ. Παρά τον ουδέτερο ρόλο των πλατφορμών, οι περισσότερες από αυτές εισάγουν περιορισμούς που ενισχύουν τη διασπορά των τμημάτων δανείων που αποκτούν οι χρηματοδότες. Ως εκ τούτου, ο κάθε χρηματοδότης χρηματοδοτεί ένα μόνο τμήμα του δανείου. Επί παραδείγματι, στην πλατφόρμα Funding Circle, ο κάθε χρηματοδότης δεν μπορεί να αποκτήσει πάνω από το 20% του δανείου εκάστου χρηματοδοτούμενου (Κουλορίδας, 2019).



Εικ. 5 «Άμεση συμμετοχική δανειοδότηση», Πηγή: IOSCO<sup>24</sup>

Στην πράξη, η λειτουργία της άμεσης δανειοδότησης περιγράφεται ως εξής: Ο καταναλωτής ή η επιχείρηση που επιθυμεί να λάβει δάνειο, εγγράφεται στην εκάστοτε πλατφόρμα και αποδέχεται τους όρους χρήσης αυτής. Η πλατφόρμα προχωράει σε πιστοποίηση της ταυτότητας του εν δυνάμει δανειολήπτη και διενεργεί έναν έλεγχο πιστοληπτικής ικανότητας με βάση τα διαθέσιμα στοιχεία που προσκομίζει ο ενδιαφερόμενος και με στοιχεία από σχετικές βάσεις δεδομένων. Στη συνέχεια, αν έχει κριθεί επιλέξιμος για χρηματοδότηση, μπορεί να κάνει χρήση των υπηρεσιών της πλατφόρμας, αναρτώντας την αίτηση για το δάνειο που επιθυμεί. Αντίστοιχη διαδικασία εγγραφής στην πλατφόρμα, επαλήθευσης ταυτότητας, διενέργειας πιστοληπτικής αξιολόγησης κλπ, ισχύει και για τον υποψήφιο χρηματοδότη. Αφού

<sup>24</sup> Kirby, E., & Worner, S. (2014). Crowd-funding: An infant industry growing fast. *IOSCO Research Department, 2014*, 1-63.

ολοκληρωθεί ο έλεγχος και για τον χρηματοδότη, πιστώνει αυτός τον προσωπικό του λογαριασμό στην πλατφόρμα με χρήματα, τα οποία μπορεί να χρησιμοποιήσει για την αγορά τμημάτων δανείων, δηλαδή για τη συμμετοχή σε δάνεια που αναρτούν οι χρηματοδοτούμενοι στην πλατφόρμα. Αγοράζοντας τμήματα διαφόρων δανείων, οι χρηματοδότες μπορούν να διασπάρουν τον κίνδυνο. Αντί να επενδύσουν σε ένα μόνο δάνειο, μπορούν να διασκορπίσουν το κεφάλαιό τους σε πολλά διαφορετικά δάνεια, μειώνοντας έτσι τον κίνδυνο απώλειας. Η ταύτιση της ζήτησης και της προσφοράς και ο καθορισμός του επιτοκίου χορήγησης του δανείου γίνεται είτε από την πλατφόρμα, είτε με εξατομικευμένες επιλογές του χρηματοδότη. Εφόσον ένα δάνειο καλύπτεται από τους χρηματοδότες, καταρτίζεται η σύμβαση δανείου. Η αμοιβή της πλατφόρμας συνίσταται συνήθως σε ποσοστό επί των κεφαλαίων που αντλεί ο δανειολήπτης, συνήθως από 1,5% έως 6%, καθώς και προμήθεια διαχείρισης των δανείων, αλλά και λοιπές διαχειριστικές χρεώσεις που ενδέχεται να προκύψουν (Κουλορίδας, 2019).

Στο μοντέλο της έμμεσης συμμετοχικής δανειοδότησης, το οποίο συναντάται κυρίως στις ΗΠΑ, επαναλαμβάνονται όλα όσα αναφέρονται και στο μοντέλο της άμεσης, ωστόσο, μόλις καλυφθεί το αίτημα δανείου στην πλατφόρμα, το δάνειο δεν χορηγείται απευθείας από τους χρηματοδότες στον χρηματοδοτούμενο, αλλά από πιστωτικό ίδρυμα. Η απαίτηση από το δάνειο, είτε εκχωρείται στους τελικούς χρηματοδότες, είτε τιτλοποιείται σε ομόλογα, τα οποία αποκτούν, έναντι της ονομαστικής τους αξίας, οι τελικοί χρηματοδότες (Κουλορίδας, 2019).

Επειδή η πλατφόρμα, ως διαμεσολαβητής, δεν αναλαμβάνει καμία εγγυητική ευθύνη απέναντι στους χρηματοδότες, έχουν αναπτυχθεί και υιοθετούνται κάποιοι προαιρετικοί μηχανισμοί, αντίστοιχοι των κεφαλαίων εγγύησης. Όποιος χρηματοδότης το επιθυμεί, δύναται να αιτηθεί την κάλυψη της απαίτησής του από κάποιο τμήμα δανείου, καταβάλλοντας ένα ποσό έναντι της κάλυψης αυτής, σε περίπτωση αφερεγγυότητας των χρηματοδοτούμενων οφειλετών.

## **2.4.2 Lending based case studies («LendingClub» και «Ener2Crowd»)**

### **2.4.2.1 LendingClub**

Μία από τις πιο γνωστές πλατφόρμες παγκοσμίως στο χώρο του crowdfunding και δη στο μοντέλο δανεισμού, είναι η πλατφόρμα LendingClub. Ξεκίνησε αρχικά στο Facebook ως μία από τις πρώτες εφαρμογές του Facebook. Αφού έλαβε 10,26 εκατομμύρια δολάρια σε έναν γύρο χρηματοδότησης τον Αύγουστο του 2007 από τους επενδυτές επιχειρηματικών κεφαλαίων Norwest Venture Partners και Canaan Partners, το LendingClub αναπτύχθηκε σε μία πλήρους κλίμακας εταιρεία δανεισμού peer-to-peer. Από το 2007 έως και το 2014 η εταιρεία βίωνε μία συνεχόμενη εξέλιξη, καθώς

προσέλκυε όλο και περισσότερους επενδυτές, με αποτέλεσμα, το 2014, η αποτίμησή της να ακουμπάει τα 8,5 δισεκατομμύρια δολάρια<sup>25</sup>.

Ωστόσο, όπως και άλλες πλατφόρμες δανεισμού peer-to-peer, συμπεριλαμβανομένης της Prosper, η LendingClub αντιμετώπισε αυξανόμενες δυσκολίες στην προσέλκυση επενδυτών στις αρχές του 2016. Αυτό οδήγησε την εταιρεία να αυξήσει το επιτόκιο που χρέωνε στους δανειολήπτες 3 φορές κατά τους πρώτους μήνες του έτους.<sup>26</sup> Η αύξηση των επιτοκίων και οι ανησυχίες για τον αντίκτυπο της επιβράδυνσης της οικονομίας των ΗΠΑ προκάλεσαν μεγάλη πτώση στην τιμή της μετοχής της LendingClub, με αποκορύφωμα τον Απρίλιο του 2018, όταν η FTC (Federal Trade Commission) μίλησε στην LendingClub, κατηγορώντας την ότι υποσχέθηκε ψευδώς στους αιτούντες δάνεια ότι θα λάμβαναν ένα συγκεκριμένο ποσό δανείου «χωρίς κρυφές χρεώσεις», ενώ στην πραγματικότητα η εταιρεία αφαιρούσε εκατοντάδες ή και χιλιάδες δολάρια σε κρυφές προκαταβολικές χρεώσεις. Η FTC ισχυρίστηκε επίσης ότι η LendingClub έλεγε στους καταναλωτές ότι είχαν εγκριθεί για δάνεια, ενώ δεν είχαν εγκριθεί, και έπαιρνε χρήματα από τους τραπεζικούς λογαριασμούς των καταναλωτών χωρίς εξουσιοδότηση. Όλα αυτά είχαν ως αποτέλεσμα τον Δεκέμβριο του 2020 η εταιρεία να πάψει να λειτουργεί ως peer-to-peer δανειστής<sup>27</sup>.

Τον Φεβρουάριο του 2020, η LendingClub ανακοίνωσε ότι συμφώνησε να αγοράσει την Radius Bank έναντι 185 εκατομμυρίων δολαρίων σε μετρητά και μετοχές. Η συμφωνία αυτή ήταν η πρώτη φορά μετά την χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 που ένας αμερικάνικος fintech δανειστής αγόρασε μία ρυθμιζόμενη τράπεζα<sup>28</sup>.

Το 2021 η εταιρεία συμφώνησε να προχωρήσει σε διακανονισμό με την FTC και να καταβάλει 18 εκατομμύρια δολάρια για να διευθετήσει τις κατηγορίες περί εξαπάτησης των καταναλωτών. Σύμφωνα με τον διακανονισμό, η LendingClub απαγορεύεται να προβαίνει σε παραπλανητικές δηλώσεις προς τους αιτούντες δάνεια και απαιτείται να γνωστοποιεί σαφώς και εμφανώς το ποσό κάθε προπληρωμής, προκαταβολικής ή αρχικής αμοιβής, καθώς και το συνολικό ποσό των κεφαλαίων που θα λάβουν οι δανειολήπτες.

#### 2.4.2.2 Ener2Crowd

Μία εξαιρετικά ενδιαφέρουσα πρωτοβουλία είναι η «Renewable Choice» της εταιρείας **Enel Green Power**<sup>29</sup>, που σκοπό έχει την ενθάρρυνση της πιο ενεργής συμμετοχής των τοπικών κοινωνιών (κυρίως της Ιταλίας και της Ισπανίας) στην ανάπτυξη καθαρής

<sup>25</sup> "LendingClub shares debut to 56% stock rise" (Press release). USA Today. December 11, 2014, <https://eu.usatoday.com/story/money/2014/12/11/ipo-stocks-markets-tech-loans-/20241925/>

<sup>26</sup> Corkery, Michael (May 9, 2016). "As Lending Club Stumbles, Its Entire Industry Faces Skepticism". The New York Times.

<sup>27</sup> <https://www.ftc.gov/news-events/news/press-releases/2021/07/lendingclub-agrees-pay-18-million-settle-ftc-charges>

<sup>28</sup> Son, Hugh (February 18, 2020). "LendingClub buys Radius Bank for \$185 million in first fintech takeover of a regulated US bank". CNBC.

<sup>29</sup> <https://www.enelgreenpower.com/it/paesieuropa/italia/scelta-rinnovabile>

ενέργειας και στη διαδικασία απαλλαγής από τις ανθρακούχες εκπομπές. Έτσι, η **Enel Green Power**, μέσω της πλατφόρμας δανεισμού **Ener2Crowd**, προτείνει μία μορφή χρηματοδότησης για την υποστήριξη της κατασκευής μονάδων ανανεώσιμων πηγών ενέργειας τις οποίες θα είναι δυνατή η συμμετοχή με πιο ευνοϊκές συνθήκες οικονομικής απόδοσης για τους κατοίκους του δήμου όπου θα κατασκευαστεί το εργοστάσιο. Για μια πρώτη περίοδο, η πρωτοβουλία θα αφορά στην πραγματικότητα μόνο πολίτες που κατοικούν στο δήμο στον οποίο θα λάβει χώρα η πρωτοβουλία για την κατασκευή της μονάδας ανανεώσιμων πηγών ενέργειας και στη συνέχεια, σε μεταγενέστερο στάδιο, θα επεκταθεί και σε ενδιαφερόμενα άτομα.

Πρόκειται για ένα **επικερδές δάνειο** μέσω του οποίου όσοι συμμετέχουν θα μπορούν να επωφεληθούν από μια **μακροχρόνια οικονομική απόδοση** που προέρχεται από την κατασκευή νέων μονάδων ανανεώσιμων πηγών ενέργειας. Ο στόχος είναι να μοιραστούν τα οφέλη που μπορεί να προκύψουν από την παρουσία μιας μονάδας ανανεώσιμων πηγών ενέργειας στην επικράτειά κάποιου και, γενικά, στην ιταλική επικράτεια. Η συμμετοχική χρηματοδότηση της Enel Green Power παρέχει μια **σταθερή αμοιβή** με βάση το ποσό της αρχικής χρηματοδότησης με την οποία αποφασίστηκε να υποστηριχθεί η κατασκευή του εργοστασίου που τροφοδοτείται από ανανεώσιμες πηγές ενέργειας, επιπλέον της ανάκτησης **του αρχικού κεφαλαίου** που καταβλήθηκε. Το κόστος συμμετοχής μπορεί να επιλεγεί ελεύθερα με βάση τις προτιμήσεις σας έως ένα μέγιστο ποσό για κάθε άτομο, ώστε να επιτρέπεται σε όλους τους ενδιαφερόμενους να συμμετέχουν στην πρωτοβουλία.

Οι κάτοικοι του δήμου όπου θα κατασκευαστεί το εργοστάσιο θα έχουν το δικαίωμα (i) σε περίοδο αποκλειστικής χρηματοδότησης και (ii) πιο ευνοϊκούς όρους οικονομικής απόδοσης.

Έχουν καταφέρει ήδη να συγκεντρώσουν την απαιτούμενη χρηματοδότηση για έργα όπως το ηλιακό πάρκο Fondo Uccellino (Ιταλία), το ηλιακό πάρκο Augusta (Ιταλία) κ.α.<sup>30</sup>

---

<sup>30</sup> <https://www.ener2crowd.com/it/progetti/dettaglio/148-parco-solare-augusta>

## Κεφάλαιο 3: Αποτίμηση

### 3.1 Οφέλη

Από την ανωτέρω ανάλυση, καθίσταται φανερό πως η συμμετοχική χρηματοδότηση, πέρα από τα αμιγώς οικονομικά οφέλη, δύναται να προσφέρει μία πλειάδα πλεονεκτημάτων και ευκαιριών για τα εμπλεκόμενα μέρη και όχι μόνο.

Από οικονομική άποψη, το crowdfunding διευκολύνει την οικονομική ανάπτυξη καθώς μπορεί να λάβει μέρος οποιοδήποτε φυσικό/ νομικό πρόσωπο που έχει μια καλή επιχειρηματική ιδέα, εφόσον πληροί τους όρους και τις προϋποθέσεις που απαιτεί η κάθε πλατφόρμα, διευκολύνοντας την ιδιωτική επένδυση να είναι αποτελεσματική, παρέχοντας περισσότερες εναλλακτικές λύσεις στους επενδυτές. Σύμφωνα με τους Valanciene και Jeleleviciute (2013), «η άντληση κεφαλαίων μέσω πλατφορμών crowdfunding είναι εξαιρετικά προσιτή», ενώ ακόμα, σύμφωνα με τους Bechter et al. (2011), οι πλατφόρμες crowdfunding «δίνουν λύση στο εξής πρόβλημα: η πλειονότητα των επιχειρηματιών αποτυγχάνει να συγκεντρώσει επιχειρηματικά κεφάλαια για δύο λόγους. Πρώτον, οι περισσότεροι επιχειρηματίες δεν πληρούν τις προϋποθέσεις για κεφάλαια επιχειρηματικού κινδύνου, καθώς δεν μπορούν να αναπτυχθούν αρκετά γρήγορα, ούτε έχουν τη δυνατότητα για μια μεγάλη δημόσια προσφορά. Δεύτερον, υπάρχουν πολύ λίγοι επιχειρηματίες επιχειρηματικού κινδύνου σε σχέση με τη μάζα των επιχειρηματιών που χρειάζονται χρήματα». Ο Sigar (2012) εκφράζει τις ίδιες ιδέες, ήτοι ότι οι μικρές επιχειρήσεις έχουν πολύ περιορισμένες επιλογές χρηματοδότησης. Σύμφωνα με τον ίδιο, τα τραπεζικά δάνεια συχνά απορρίπτονται λόγω έλλειψης εξασφαλίσεων, ιστορικού λειτουργίας και αποδεδειγμένης ιστορίας. Επίσης, η ιδιωτική χρηματοδότηση από εταιρείες επιχειρηματικών κεφαλαίων και επενδυτές-αγγέλους χρηματοδοτεί μόνο ένα μικρό αριθμό επιχειρήσεων. Ο Sigar (2012) αντιλαμβάνεται το crowdfunding ως μια ευκαιρία να καλυφθεί αυτό το κεφαλαιακό κενό, συνδέοντας τις μικρές επιχειρήσεις, οι οποίες βρίσκονται στο περιθώριο από τις παραδοσιακές πηγές χρηματοδότησης, με το ευρύ κοινό.

Όσον αφορά στη σύγκριση του crowdfunding με τους παραδοσιακούς τρόπους χρηματοδότησης, υπάρχουν πολλά συμπεράσματα που αναδεικνύουν το crowdfunding ως τον πιο κατάλληλο τρόπο χρηματοδότησης μιας νεοφυούς επιχείρησης. Οι παραδοσιακές πηγές χρηματοδότησης συνεπάγονται το κόστος που συνδέεται με την υποχρέωση της καταβολής του δανείου με επιτόκιο, την παροχή ασφάλειας για την αποπληρωμή του δανείου ή την μη αποπληρωμή με κόστος την απώλεια, μερική ή ολοκληρωτική, του ελέγχου της διαδικασίας ανάπτυξης του προϊόντος καθώς και μελλοντικά κέρδη. Με τη χρήση του crowdfunding, ο επιχειρηματίας δεν χρειάζεται να επιστρέψει το δάνειο με επιτόκιο ή να μοιραστεί τα μελλοντικά κέρδη με τους επενδυτές του, ενώ παράλληλα διατηρεί τον πλήρη έλεγχο της διαδικασίας ανάπτυξης του προϊόντος. Έτσι, όταν τα κεφάλαια μιας εταιρείας συγκεντρώνονται μέσω crowdfunding, οι επιχειρηματίες δεν χάνουν το δικαίωμα να λαμβάνουν οι ίδιοι τις αποφάσεις της εταιρείας (Valanciene και Jeleleviciute, 2013).



Ένας άλλος παράγοντας που καθιστά το crowdfunding εξαιρετικά ελκυστικό για τις νεοσύστατες επιχειρήσεις είναι ο έλεγχος της ζήτησης της αγοράς που μπορεί να προκύψει γύρω από το έργο. Αυτό σημαίνει την εκτίμηση εάν υπάρχει επαρκές ενδιαφέρον από τους καταναλωτές (Schwienbacher & Larralde, 2010, Valanciene & Jegeleviciute, 2013). Σύμφωνα με έρευνα από τους Schwienbacher και Larralde (2012), οι επιχειρηματίες αναφέρουν ότι η συγκέντρωση κεφαλαίων αποτελεί τον κύριο κίνητρο για τη συμμετοχή τους στο crowdfunding. Τα άλλα κίνητρα εμφανίζονται όταν προσελκύεται η προσοχή του κοινού πριν από την κυκλοφορία του προϊόντος στην αγορά. Η συμμετοχή στο crowdfunding επιτρέπει στους δημιουργούς να δοκιμάζουν τα προϊόντα ή τις υπηρεσίες τους κατά τη διάρκεια των εκστρατειών τους (Parnes και Noller, 1972). Αυτό συνεπάγεται την απόκτηση μη χρηματικών οφελών μέσω των σχολίων των χορηγών, καθώς και την επιπλέον χρηματοδότηση από τράπεζες, χρησιμοποιώντας τις εκστρατείες τους ως μελέτες αγοράς και/ή επιχειρηματικά σχέδια. Μετά την επιβεβαίωση της πραγματικής ζήτησης για το νέο προϊόν ή την υπηρεσία, ο επιχειρηματίας μπορεί να αποκτήσει χρηματοδότηση από παραδοσιακές πηγές, όπως τραπεζικά δάνεια ή επιχειρηματικούς αγγέλους

Επιπλέον, μέσω του διαμοιρασμού των επενδυτικών αποφάσεών του με άλλα άτομα, ο επιχειρηματίας αποκτά πρόσβαση σε ένα ευρύ κοινό πιθανών υποστηρικτών. Κατευθυνόμενος προς έναν τεράστιο αριθμό ανθρώπων, ορισμένοι εξ αυτών μπορεί να κατέχουν πολύτιμη εμπειρογνωμοσύνη και γνώσεις. Γενικά, η συμμετοχική χρηματοδότηση προσφέρει τη δυνατότητα για αλληλεπίδραση με το κοινό με έναν νέο τρόπο που παρέχει πολύτιμη ανταλλαγή ιδεών χωρίς κόστος. Η ίδια πρόσβαση σε μεμονωμένους επενδυτές, συνήθως, απαιτεί δικτύωση, γνωριμίες, και συνεχείς προσπάθειες προς επίτευξη των στόχων. Με την επιλογή μιας πλατφόρμας crowdfunding, αποφεύγονται οι άσκοπες συχνές συναντήσεις, ενώ η αλληλεπίδραση γίνεται με συγκεκριμένους όρους και με ανθρώπους που ενδιαφέρονται πραγματικά για την κάθε συγκεκριμένη προσπάθεια κάθε φορά (Κουλορίδας, 2019).

Εκτός όμως από τα παραπάνω, η προβολή που λαμβάνει ένας δημιουργός παρουσιάζοντας την ιδέα του σε μία πλατφόρμα crowdfunding είναι μεγάλη και βοηθάει στη διαφήμιση της επιχείρησής του, καθιστώντας τη crowdfunding πλατφόρμα εκτός των άλλων και ένα σπουδαίο εργαλείο μάρκετινγκ. Σύμφωνα με τους Beier et al (2019), «μέχρι τώρα, η έρευνα για τις reward-based crowdfunding πλατφόρμες κάλυπτε κυρίως πτυχές του μάρκετινγκ, επειδή οι δραστηριότητες μάρκετινγκ των εμπνευστών θεωρούνται κεντρικός παράγοντας που επηρεάζει την επιτυχία των εκστρατειών. Για παράδειγμα, πρόσφατες μελέτες ανέλυσαν εν προκειμένω την επιρροή της ενσωμάτωσης των μέσων κοινωνικής δικτύωσης σε μια εκστρατεία (Beier και Wagner, 2015, Mollick, 2014, Thies et al., 2014), το εύρος των διαδικτυακών κοινωνικών δικτύων των εμπνευστών (Giudici et al., 2013), καθώς και την ενεργοποίησή τους κατά τη διάρκεια μιας εκστρατείας, στην επιτυχία της εκστρατείας. Άλλες έρευνες εφάρμοσαν μοντέλα επεξεργασίας πληροφοριών και σηματοδότησης (models of information processing and signaling) για να αναλύσουν τον τρόπο με τον οποίο η επικοινωνία σε εκστρατείες επηρεάζει τη συμπεριφορά των (δυνητικών) υποστηρικτών. Επιπλέον, κάποιες μελέτες έχουν ήδη αναλύσει εμπειρικά

τις δραστηριότητες crowdfunding των επιχειρηματιών για σκοπούς μάρκετινγκ. Οι Kunz et al. (2016) έδειξαν στην περίπτωση μιας νεοσύστατης επιχείρησης πώς το crowdfunding μπορεί να εφαρμοστεί για σκοπούς μάρκετινγκ όσον αφορά στο κλασικό μείγμα μάρκετινγκ με τα 4Ps (Product, Price, Promotion, Place). Τέλος, δεν είναι λίγες οι περιπτώσεις που οι εμπνευστές σκοπεύουν να αναπτύξουν νέες δεξιότητες μάρκετινγκ κατά τη διάρκεια της εκστρατείας τους (Gerber και Hui, 2013).

Ακόμα, οι Kitchens και Torrence (2012) αναφέρουν ότι το crowdfunding θα αποτελέσει εργαλείο για τους ανθρώπους να επενδύσουν στις κοινότητές τους και αυτό θα συμβάλει στη δημιουργία «βιώσιμης οικονομικής υγείας» («sustainable economic health»). Οι θετικές επιπτώσεις που αναμένεται να έχει το crowdfunding στην οικονομία μπορούν επίσης να εκληφθούν ως ευκαιρία. Το crowdfunding λέγεται ότι είναι ικανό να δημιουργήσει νέες θέσεις εργασίας (Sigar, 2012), να καταλύσει τη μακροπρόθεσμη οικονομική ανάκαμψη (Gobble, 2012), να προωθήσει την οικονομική ανάπτυξη και τις καινοτομίες (Kitchens και Torrence, 2012). Ο νόμος JOBS Act αποσκοπεί στην αύξηση της δημιουργίας θέσεων εργασίας και της οικονομικής ανάπτυξης μέσω της βελτίωσης της πρόσβασης στις δημόσιες κεφαλαιαγορές για τις αναδυόμενες αναπτυσσόμενες εταιρείες (Kitchens και Torrence, 2012). Σύμφωνα με τον Shirky (2012)<sup>31</sup> «Αυτό δεν είναι η παρενέργεια, αυτό είναι πραγματικά το κύριο αποτέλεσμα της βελτίωσης της οικονομίας των νεοφυών επιχειρήσεων: να δοκιμάσουν περισσότεροι άνθρωποι περισσότερες ιδέες, πράγμα που σημαίνει εγγενώς περισσότερες αποτυχίες. Αλλά αυτό σημαίνει επίσης περισσότερη εμπειρία, σημαίνει περισσότερες εκπλήξεις, σημαίνει χαμηλότερο κόστος». Οι Kitchens και Torrence (2012) εκφράζουν πολύ παρόμοιες ιδέες δηλώνοντας ότι η οικονομική ανάπτυξη οδηγείται από την καινοτομία, η καινοτομία οδηγείται από τον πειραματισμό και ο πειραματισμός οδηγείται από το crowdfunding.

Τέλος, σύμφωνα με τους Valanciene και Jegeleviciute (2013), το crowdfunding έχει σχεδιαστεί ως μια εξειδικευμένη επενδυτική ευκαιρία / τρόπος άντλησης κεφαλαίων. Δεν αναμένεται να ανταγωνιστεί άλλους τρόπους άντλησης κεφαλαίων ή επενδύσεων. Ο Shirky (2012) αιτιολογεί την ιδέα, ότι το crowdfunding είναι μια εξειδικευμένη μέθοδος άντλησης κεφαλαίων και δηλώνει ότι πιθανότατα δεν θα υπάρξει επικάλυψη, μεταξύ των παραδοσιακών στόχων του Venture Capital και του crowdfunding. Πιστεύει ότι «το crowdfunding θα αποκαλυφθεί ως πηγή όλων των ειδών των startups που απλώς δεν αποτελούσαν μέρος του σημερινού οικοσυστήματος».

---

<sup>31</sup> Shirky, C. interviewed by Blattberg, E. (2012): Clay Shirky talks JOBS Act and the new business ecosystem. Available at: [www.crowdsourcing.org/editorial/clay-shirky-talks-jobs-act-and-the-new-businesecosystem/13719](http://www.crowdsourcing.org/editorial/clay-shirky-talks-jobs-act-and-the-new-businesecosystem/13719), όπως παρατίθεται στο Valanciene, L., & Jegeleviciute, S. (2013). Valuation of crowdfunding: benefits and drawbacks. *Economics and management*, 18(1), 39-48.

### 3.2 Μειονεκτήματα - Κίνδυνοι

Η συμμετοχική χρηματοδότηση, ενώ παρουσιάζει πολλά πλεονεκτήματα, ενέχει επίσης πιθανούς κινδύνους και μειονεκτήματα σε σύγκριση με τους παραδοσιακούς τρόπους χρηματοδότησης, τους οποίους πρέπει να γνωρίζουν όσοι σκοπεύουν να συμμετέχουν με οποιαδήποτε ιδιότητα σε αυτήν την μορφή χρηματοδότησης.

Για τους χρηματοδοτούμενους:

- Κατά την προετοιμασία της εκστρατείας του, ο επιχειρηματίας – χρηματοδοτούμενος θα πρέπει να επιλέξει με προσοχή την κατάλληλη πλατφόρμα. Η επιλογή αυτή πρέπει να γίνει μετά από λεπτομερή ανάλυση των χρεώσεων, των ποσοστών επί των κεφαλαίων που παρακρατεί η κάθε πλατφόρμα, του μοντέλου που ακολουθεί (Keep It All, All Or Nothing). Επιπλέον, θα πρέπει να ληφθούν υπόψη το ποσοστό επιτυχημένων καμπανιών και τα χαρακτηριστικά των χρηματοδοτών, κ.λπ. Στις περισσότερες πλατφόρμες ισχύει ο «κανόνας» ότι, αν το έργο δεν καταφέρει να συγκεντρώσει το ποσό που είχε θέσει ως στόχο, τότε όλα τα χρήματα που συγκεντρώθηκαν κατά τη διάρκεια αυτής της εκστρατείας θα επιστρέφουν πίσω στους υποψήφιους επενδυτές. Οι περισσότερες πλατφόρμες crowdfunding υιοθετούν την προσέγγιση «All Or Nothing», με αποτέλεσμα οι συντελεστές του έργου να μένουν χωρίς χρηματοδότες, παρά τον πολύτιμο χρόνο που έχουν αφιερώσει για την καμπάνια crowdfunding. Στις συμβατικές ρυθμίσεις θα πρέπει να προβλέπονται σαφώς τα δικαιώματα και οι υποχρεώσεις των συμμετεχόντων σε περίπτωση που δεν επιτευχθεί ο στόχος της χρηματοδότησης.
- Ένας άλλος κίνδυνος είναι ο κίνδυνος της έκθεσης σε ανταγωνιστές και η πιθανότητα κλοπής πνευματικής ιδιοκτησίας. Μετά από την προβολή που επιδιώκεται να αποκτήσει ένα project, με σκοπό να προσελκύσει και άλλους επενδυτές, ελλοχεύει ο κίνδυνος να αντιγράψουν και άλλοι την πρωτότυπη ιδέα του, οι οποίοι μάλιστα, αν είναι σε θέση να έχουν άμεσα τους κατάλληλους πόρους, θα καταφέρουν στο τέλος να την υλοποιήσουν πρώτοι. Το επιβεβαιώνουν και οι Bechter et al., (2011) και ο Galwin (2012), οι οποίοι αναφέρουν ότι οι επιχειρηματίες που επιδιώκουν να χρηματοδοτήσουν τις επιχειρήσεις τους από το πλήθος αντιμετωπίζουν τον κίνδυνο να κλαπεί η ιδέα τους από καλύτερα χρηματοδοτημένους επενδυτές ή μεγάλες εταιρείες. Οι επιχειρηματίες ενδέχεται να μην έχουν τις απαραίτητες γνώσεις για την προστασία των ιδεών και των επιχειρηματικών τους σχεδίων και, επιπλέον, σε περίπτωση που μια ιδέα ή ένα επιχειρηματικό σχέδιο κλαπεί, οι περισσότεροι επιχειρηματίες δεν διαθέτουν τους πόρους για να το διεκδικήσουν δικαστικά. Ο εν λόγω κίνδυνος θεωρείται αδυναμία, διότι η παρουσίαση των ιδεών και των επιχειρηματικών μοντέλων στο κοινό είναι απαραίτητη και αποτελεί χαρακτηριστικό του μηχανισμού του crowdfunding. Περαιτέρω αποτρεπτικά στοιχεία για τη χρήση του crowdfunding, αποτελούν οι πολλοί τομείς του δίκαιου περί πνευματικής ιδιοκτησίας, συμπεριλαμβανομένων των εμπορικών

σημάτων, των διπλωμάτων ευρεσιτεχνίας και των πνευματικών δικαιωμάτων, που μπορεί να «καταπατηθούν» από ένα έργο σε μια πλατφόρμα crowdfunding, καθώς, πριν να μπορέσει να προσελκύσει χορηγούς, ένας επιχειρηματίας πρέπει να ανακαλύψει πληροφορίες σχετικά με την επιχείρηση και τα προϊόντα / τις υπηρεσίες της στην crowdfunding πλατφόρμα. Η ιδιοκτησία ιδεών που υποβάλλονται μέσω της πλατφόρμας είναι επίσης αβέβαιη. Όπως σημειώνουν και οι Mashburn et al., 2013 «Οι καμπάνιες crowdfunding αποτελούν ένα νέο περιβάλλον στο οποίο αθώοι πλην άπειροι επιχειρηματίες αντιμετωπίζουν αυξημένο κίνδυνο καταπάτησης ευρεσιτεχνιών και πνευματικών δικαιωμάτων».

- Ένα άλλο μειονέκτημα συνεπάγεται το κόστος για άντληση κεφαλαίων μέσω crowdfunding, και όχι από επιχειρηματικούς αγγέλους ή επενδυτές κεφαλαίων. Οι επαγγελματίες επενδυτές έχουν πιθανότατα ήδη υπάρχουσες σχέσεις στον κλάδο που κινούνται, εξειδικευμένες γνώσεις της βιομηχανίας και γνωρίζουν το ειδικό καθεστώς του τομέα, συνεπώς προσδίδουν με τις γνώσεις και ικανότητές τους πρόσθετη αξία στο έργο (Agrawal et al., 2011). Συχνά, οι μη εξειδικευμένοι επενδυτές δεν διαθέτουν αυτές τις θεμελιώδεις ικανότητες, ωστόσο, προκειμένου να ξεκινήσει μια νέα ιδέα, ένα ήδη υπάρχον δίκτυο προμηθευτών, επενδυτών και αργότερα πελατών, διαδραματίζει καθοριστικό ρόλο. Επιπλέον, ακόμη και αν οι διαπραγματεύσεις και οι συμβάσεις δεν είναι πολύπλοκες, η επένδυση πολύ μικρών ποσών από μεγάλο αριθμό ατόμων μπορεί να οδηγήσει σε ένα υπερβολικά υψηλό κόστος συναλλαγών για την επιχείρηση (Lambert και Schwiendbacher, 2012). Σχετικά με τον δυνητικά μεγάλο αριθμό επενδυτών είναι γεγονός ότι η διαχείριση πολλών μετόχων τείνει να είναι χρονοβόρα και πολύπλοκη διαδικασία (Collins και Pierrakis, 2013).
- Ακόμα, υπάρχει ο κίνδυνος να προκληθεί ζημία στη φήμη και αδυναμία προσέλκυσης χρηματοδοτήσεων από άλλες πηγές. Οι επιχειρηματίες εκτίθενται στο κίνδυνο της δημόσιας αποτυχίας που μπορεί να υπονομεύσει τη φήμη τους και τη δυνατότητα προσέλκυσης πόρων για την ανάπτυξη της επιχείρησής τους ή του εγχειρήματός τους από άλλες πηγές χρηματοδότησης (Di Pietro, 2020). Από τη στιγμή που η αγορά πλέον είναι αρκετά ανταγωνιστική, ενδείξεις προχειρότητας, λάθη ή τυχόν ελλιπής προετοιμασία, θα διαμορφώσουν αρνητική εικόνα για το έργο και την επιχείρηση.

#### Για τους χρηματοδότες:

- Η επένδυση σε συμμετοχική χρηματοδότηση είναι μια επένδυση υψηλού κινδύνου. Στις καμπάνιες crowdfunding συμμετέχει μεγάλος αριθμός χρηματοδοτών που δεν έχουν χρηματοοικονομικές και άλλες γνώσεις σχετικές που θα συμβάλλουν στην αξιολόγηση του προς χρηματοδότηση έργου (Di Pietro, 2020). Επιπλέον, οι επιχειρήσεις ή τα έργα που χρηματοδοτούνται μέσω συμμετοχικής χρηματοδότησης είναι συχνά σε πρώιμο στάδιο ανάπτυξης και

έχουν υψηλότερο κίνδυνο αποτυχίας. Σε περίπτωση αποτυχίας, οι επενδυτές κινδυνεύουν να χάσουν το σύνολο του κεφαλαίου τους. Με την ψήφιση του νέου κοινού Ευρωπαϊκού κανονισμού (βλ. κατωτέρω ανάλυση) οι κανόνες στις πλατφόρμες θα παρέχουν στους επενδυτές ασφάλεια και ξεκάθαρες οδηγίες, πληροφορίες και ενημέρωση, μειώνοντας το ρίσκο επένδυσης

- Οι καμπάνιες crowdfunding συνήθως διαρκούν σύντομο χρονικό διάστημα, με μέση διάρκεια 60 ημερών. Αυτό σημαίνει ότι οι χρηματοδότες δεν έχουν επαρκή χρόνο για να αξιολογήσουν τα προτεινόμενα εγχειρήματα. Για τους μη ειδικούς δε στη χρηματοδότηση, η δυσκολία αναζήτησης πληροφοριών είναι ακόμη μεγαλύτερη. Επιπλέον, οι χρηματοδοτούμενοι, για τους λόγους που αναφέραμε παραπάνω, μπορεί να είναι δύσπιστοι να αποκαλύψουν ευαίσθητες πληροφορίες για το έργο τους στο διαδίκτυο.
- Επιπρόσθετα, ένας σημαντικός λόγος αποθάρρυνσης ενός χρηματοδότη είναι οι περιπτώσεις απάτης. Την ανησυχία αυτή περί κινδύνου απάτης έχουν εκφράσει και οι Galwin (2012) και Sigar (2012). Ο νόμος JOBS Act (2012) «χαλαρώνει» τις κανονιστικές απαιτήσεις για τις μικρές επιχειρήσεις με διάφορους τρόπους και μπορεί να αποτελέσει εύφορο έδαφος για απάτη μέσω crowdfunding (Gobble, 2012). Ως αποτέλεσμα των μειωμένων απαιτήσεων για δημόσιες γνωστοποιήσεις, ορισμένες επιχειρήσεις μπορούν να προσπαθήσουν να αποκρύψουν την πραγματική οικονομική τους κατάσταση. Επίσης, πολλές φορές διαπιστώνεται ότι υπάρχουν εκστρατείες crowdfunding, που ευελπιστούν να συγκεντρώσουν κονδύλια σε ιστοσελίδες ψεύτικες, που αποσκοπούν αποκλειστικά στην εξαπάτηση των επενδυτών, καθώς και στην απόκτηση πρόσβασης σε προσωπικά δεδομένα και στοιχεία τραπεζικών λογαριασμών (Kirby & Worner, 2014). Ο Sigar (2012) εκφράζει την άποψη ότι, κατά την εφαρμογή των κανόνων, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς θα πρέπει να εξετάσει προσεκτικά τους τρόπους προστασίας των επενδυτών, ιδίως των ευάλωτων, οι οποίοι δεν διαθέτουν «χρηματοοικονομική εξειδίκευση». Χαρακτηριστικό παράδειγμα απάτης στην ιστορία του δανεισμού μέσω πλατφορμών Peer-to-Peer, αποτελεί **η πλατφόρμα πολλαπλού δανεισμού Ezubao**, στην Κίνα, η οποία υπέκυψε στην κυβερνητική καταστολή για παράνομη συγκέντρωση χρημάτων, αποκαλύπτοντας τις δραστηριότητες της ως «σχέδιο Ponzi».<sup>32</sup> Ουσιαστικά, κατάφερε να αντλήσει 7,6 δις δολάρια ΗΠΑ και κατέρρευσε στις αρχές του 2016, μετά από την ανακάλυψη της απάτης με τη χρηματοδότηση έργων που δεν υπήρχαν.
- Η συνέργεια ενός κακοπροαίρετου επενδυτή και ενός κακοπροαίρετου αιτούντα κεφαλαίων μπορεί να οδηγήσει σε νομιμοποίηση εσόδων από παράνομες δραστηριότητες, χρησιμοποιώντας τον ιστότοπο ως κάλυψη για τη μεταφορά παράνομα αποκτηθέντων χρημάτων. (Αλεξανδρής, 2018).

---

<sup>32</sup> Albrecht, C., Morales, V., Baldwin, J. K., & Scott, S. D. (2017). Ezubao: a Chinese Ponzi scheme with a twist. *Journal of Financial Crime*, 24(2), 256-259.

### Για την πλατφόρμα:

- Ένα ακόμα πιθανό πρόβλημα που υπάρχει στο crowdfunding είναι ότι το ρίσκο αποτυχίας ενός project μπορεί να επηρεάσει αρνητικά και την πλατφόρμα που το φιλοξενεί. Αυτό συμβαίνει γιατί η φήμη της πλατφόρμας μπορεί να υποστεί ζημιά και οι υποψήφιοι επενδυτές μπορεί να απαιτήσουν τα χρήματά τους πίσω. Το φαινόμενο αυτό οφείλεται κυρίως στο γεγονός που έχουμε αναφέρει και παραπάνω, ότι δηλαδή οι απλοί χρήστες του διαδικτύου δεν είναι πάντα ενημερωμένοι για το επενδυτικό ρίσκο που αναλαμβάνουν όταν χρηματοδοτούν projects σε crowdfunding πλατφόρμες. Σε αντίθεση με τους επενδυτές στις παραδοσιακές μορφές χρηματοδότησης, οι οποίοι γνωρίζουν ότι η επένδυσή τους μπορεί να μην τους αποφέρει το αναμενόμενο αποτέλεσμα.
- Οι παραπάνω κίνδυνοι οδηγούν σε μείωση της συμμετοχής των χρηστών στην πλατφόρμα και στον κίνδυνο βιωσιμότητάς της. Αυτό συμβαίνει επειδή τα έσοδα της πλατφόρμας προέρχονται κυρίως από τις χρηματοδοτήσεις επιτυχημένων καμπανιών, οι οποίες, λόγω όλων των ανωτέρω παραγόντων, θα αρχίσουν σταδιακά να μειώνονται.

### **3.3 Στατιστικά**

Το crowdfunding είναι μία μαζική βιομηχανία και το πεδίο εφαρμογής του διευρύνεται συνεχώς. Ως αποτέλεσμα, υπάρχουν πολλά στατιστικά στοιχεία για το crowdfunding, καθένα από τα οποία μας λέει μια πολύτιμη ιστορία σχετικά με τη διεξαγωγή μιας επιτυχημένης καμπάνιας, τον αριθμό των χρηματοδοτών – υποστηρικτών, τα συνολικά ποσά που συγκεντρώνονται κ.α. Αν όχι πάντα, τότε τις περισσότερες φορές, η επιτυχία και η αποτυχία αντίστοιχα, αντικατοπτρίζονται μέσα από αριθμούς. Μέσα από δημογραφικά δηλαδή στοιχεία, τα οποία καθρεπτίζουν την πορεία ενός εγχειρήματος, το πόσο επιτυχής ήταν, ποιοι λόγοι οδήγησαν στο να προτιμηθεί αυτή η ιδέα σε σύγκριση με άλλες κλπ. Σύμφωνα με τους Ethan R. Mollick και Venkat Kuppuswamy, όπως αναλύουν στο άρθρο τους με τίτλο «After the Campaign: Outcomes of Crowdfunding»<sup>33</sup>, με βάση την έρευνα που διενέργησαν, αντικείμενο της οποίας ήταν η παρακολούθηση μεγάλων έργων σχεδιασμού, τεχνολογίας και βιντεοπαιχνιδιών που προσπάθησαν να συγκεντρώσουν χρήματα μέσω πλατφορμών crowdfunding (κυρίως μέσω πλατφορμών crowdfunding ανταμοιβών) στα μέσα του 2012, είναι πολύ σημαντικό να γίνει μία επισκόπηση των δημογραφικών στοιχείων των χρηματοδοτούμενων και των χρηματοδοτών, καθώς και των κινήτρων που τους

---

<sup>33</sup> Mollick, E. R., & Kuppuswamy, V. (2014). After the campaign: Outcomes of crowdfunding. UNC Kenan-Flagler Research Paper, (2376997), σελ. 8 επ.

οδήγησαν στην αναζήτηση χρηματοδότησης και στην επένδυση – υποστήριξη, αντίστοιχα, μίας καμπάνιας.

Με βάση τις κατηγορίες που εξέτασαν και τα στοιχεία που είχαν στα χέρια τους, κατέληξαν στα εξής ενδιαφέροντα, αν μη τι άλλο, συμπεράσματα:

→ Στο ερώτημα «**Ποιος αναζητεί χρηματοδότηση μέσω του crowdfunding;**», τα ευρήματα ήταν τα εξής:

- «Οι υποψήφιοι προς χρηματοδότηση ήταν γενικά μορφωμένοι, με το 95% να έχει τελειώσει τουλάχιστον κάποιο κολλέγιο».
- «Την στιγμή που ξεκίνησαν το έργο τους, το 42% απασχολούνταν με πλήρη απασχόληση και σχεδόν το 50% ανέφεραν κάποια μορφή αυτοαπασχόλησης».
- «Το 46% ανέφερε εισόδημα κάτω των 50.000\$ το χρόνο πριν από το έργο τους».
- «Η μέση ηλικία ήταν 35 χρονών και πάνω από το 40% των ερωτηθέντων είχαν παιδιά».
- «Το 70% των χρηματοδοτούμενων διαφωνούσαν ή διαφωνούσαν έντονα ότι οι υποστηρικτές τους ήταν «κυρίως οικογένεια και φίλοι». Η πλειοψηφία αυτών πιστεύει πως τα κοινωνικά δίκτυα είναι αυτά που παίζουν τον πιο κρίσιμο ρόλο».

→ Στο ερώτημα «**Γιατί κάποιος αναζητεί χρηματοδότηση μέσω του crowdfunding;**», τα αποτελέσματα ήταν τα κάτωθι:

- «Το 59% είδαν το έργο τους ως πρώτο βήμα για την έναρξη μιας επιχείρησης».
- Οι περισσότεροι από αυτούς που είχαν επιτυχημένα crowdfunding projects απάντησαν «Για να δούμε αν υπήρχε ζήτηση για το έργο» και «Ως τρόπος marketing του έργου μου», καθώς και «Για να συνδεθώ απευθείας με μία κοινότητα των θαυμαστών ή των υποστηρικτών μου».

Το πιο ενδιαφέρον, ωστόσο, συμπέρασμα αυτής της έρευνας ήταν ότι πολλοί άνθρωποι, ακόμα και ενόψει αποτυχίας της καμπάνιας, θα συνέχιζαν να αναπτύσσουν τις ιδέες τους, ενώ γι' αυτές που απέτυχαν, οι αιτίες σύμφωνα με τους χρηματοδοτούμενους ήταν το μέγεθος της αγοράς και το marketing. Παρ' όλα αυτά, **το κλειδί της επιτυχίας** φαίνεται να είναι ο λεπτομερής οικονομικός προγραμματισμός πριν από την εκστρατεία, στον οποίο θα περιγράφεται λεπτομερώς πώς θα δαπανηθούν τα κεφάλαια, ενώ ακόμα η πρόσθετη χρηματοδότηση ή η χρηματοδότηση από φίλους ή οικογένεια αποτελεί σίγουρα ένα μεγάλο πλεονέκτημα, αν όχι απαραίτητο κεφάλαιο για έργα με μεγαλύτερους στόχους.

Επιπρόσθετα, σύμφωνα με έρευνες από το «THE CROWD DATA CENTER»<sup>34</sup> για το crowdfunding, τόσο σε παγκόσμιο επίπεδο, όσο και στην Ελλάδα, παρατηρούμε τα ακόλουθα ενδιαφέροντα στατιστικά, τα οποία αφορούν την περίοδο από τον Ιανουάριο 2022 έως και τον Δεκέμβριο 2022:

- ➔ Σε παγκόσμιο επίπεδο, οι πρώτες πέντε χώρες με τον μεγαλύτερο αριθμό έργων που έληξαν με πλήρη χρηματοδότηση:
  1. ΗΠΑ, με 8.163 έργα
  2. Ηνωμένο Βασίλειο, με 1.678 έργα
  3. Καναδάς, με 815 έργα
  4. Χονγκ Κονγκ, με 607 έργα
  5. Αυστραλία, με 417 έργα
  
- ➔ Αντίστοιχα, τα κεφάλαια που αντλήθηκαν με επιτυχία σε κάθε χώρα ήταν:
  1. Ιαπωνία, με 4,841,790,446\$
  2. Χονγκ Κονγκ, με 1,028,047,983\$
  3. ΗΠΑ, με 473,588,194\$
  4. Κίνα, με 400,530,228\$
  5. Ηνωμένο Βασίλειο, με 37,191,668\$
  
- ➔ Όσον αφορά στα ελληνικά δεδομένα, κατά την περίοδο Ιανουάριος 2022 – Δεκέμβριος 2022, παραθέτουμε τα εξής:
  - Τα projects που προστέθηκαν στο παγκόσμιο βεληνεκές ανήλθαν σε 211.
  - Το ποσοστό επιτυχίας κυμαινόταν κατά μέσο όρο στο 16%.
  - Ο μέσος όρος των χρημάτων που συγκεντρώθηκαν ανά project ήταν τα 24,724\$.
  - Το σύνολο των χρημάτων που συγκεντρώθηκε από όλα τα projects ανήλθε στο ποσό των 572,905\$.

Ακόμα, σύμφωνα με το fundera<sup>35</sup>, κάποια ενδιαφέροντα στατιστικά σχετικά με την αποτίμηση του crowdfunding παγκοσμίως, με δεδομένα μέχρι και τις 23 Ιανουαρίου 2023, είναι τα παρακάτω:

- ➔ 17,2 δισεκατομμύρια δολάρια παράγονται ετησίως μέσω crowdfunding στη Βόρεια Αμερική.

---

<sup>34</sup> <https://www.thecrowdfundingcenter.com/data/projects>

<sup>35</sup> <https://www.fundera.com/resources/crowdfunding-statistics>



- ➔ Τα κεφάλαια που συγκεντρώθηκαν μέσω crowdfunding αυξήθηκαν κατά 33,7% με το 2021.
- ➔ Υπήρξαν 6.455.080 εκστρατείες crowdfunding παγκοσμίως το 2022.
- ➔ Οι επιτυχημένες εκστρατείες crowdfunding συγκέντρωσαν κατά μέσο όρο 28.656 δολάρια.
- ➔ Το 22,4% είναι το μέσο ποσοστό επιτυχίας των εκστρατειών crowdfunding.
- ➔ Συνολικά τα έργα crowdfunding έχουν κατά μέσο όρο 47 υποστηρικτές.
- ➔ Τα πλήρως χρηματοδοτούμενα έργα crowdfunding έχουν κατά μέσο όρο 300 υποστηρικτές.
- ➔ Η αγορά crowdfunding προβλέπεται να αυξηθεί σε 300 δισεκατομμύρια δολάρια μέχρι το 2030.
- ➔ Οι καμπάνιες crowdfunding με βίντεο κερδίζουν 105% περισσότερο από εκείνες χωρίς βίντεο.
- ➔ Οι καμπάνιες που ενημέρωναν τακτικά τους οπαδούς συγκέντρωσαν 126% περισσότερα έσοδα από εκείνες που δεν είχαν καμία ενημέρωση.
- ➔ Οι καμπάνιες crowdfunding που συγκεντρώνουν τουλάχιστον το 30% του στόχου τους μέσα στην πρώτη εβδομάδα είναι πιο πιθανό να επιτύχουν τον στόχο τους.
- ➔ Οι καμπάνιες του μοντέλου «All-Or-Nothing» χρηματοδοτούνται πλήρως με διπλάσιο ποσοστό από τις καμπάνιες «Keep-It-All».
- ➔ Η προσθήκη προσωπικών πληροφοριών στην καμπάνια μπορεί να εξασφαλίσει 79% περισσότερους υποστηρικτές.
- ➔ Τα άτομα ηλικίας 24-35 ετών είναι πολύ πιο πιθανό να συμμετάσχουν σε εκστρατείες crowdfunding.
- ➔ Τα άτομα άνω των 45 ετών έχουν σημαντικά λιγότερες πιθανότητες να υποστηρίξουν εκστρατείες.

### 3.4 Συμμετοχική χρηματοδότηση και Covid-19

Η πανδημία COVID-19, η οποία κηρύχθηκε στις 11 Μαρτίου 2020, οδήγησε σε μια μεγάλης κλίμακας κρίση με πάνω από 526 εκατομμύρια κρούσματα και 6,2 εκατομμύρια θανάτους παγκοσμίως μέχρι τις 21 Μαΐου 2022<sup>36</sup>. Ένας αυξανόμενος όγκος ερευνών σχετικά με τις επιπτώσεις του COVID-19 καταδεικνύει πώς οι οικονομικές δραστηριότητες και οι χρηματιστηριακές αγορές (Cai et al., 2023), και ο τραπεζικός καταναλωτικός δανεισμός (Özde et al., 2021) επηρεάστηκαν αρνητικά από την πανδημία, ενώ η εναλλακτική χρηματοδότηση, όπως οι πλατφόρμες crowdfunding και peer-to-peer δανεισμού, επέδειξε μεγαλύτερη ανθεκτικότητα από τον τραπεζικό δανεισμό κατά τη διάρκεια της πανδημίας (Cumming et al., 2021), χωρίς αυτό να σημαίνει ότι έμεινε τελείως ανεπηρέαστη. Πιο συγκεκριμένα, μια έρευνα του European

<sup>36</sup> <https://www.worldometers.info/coronavirus/>

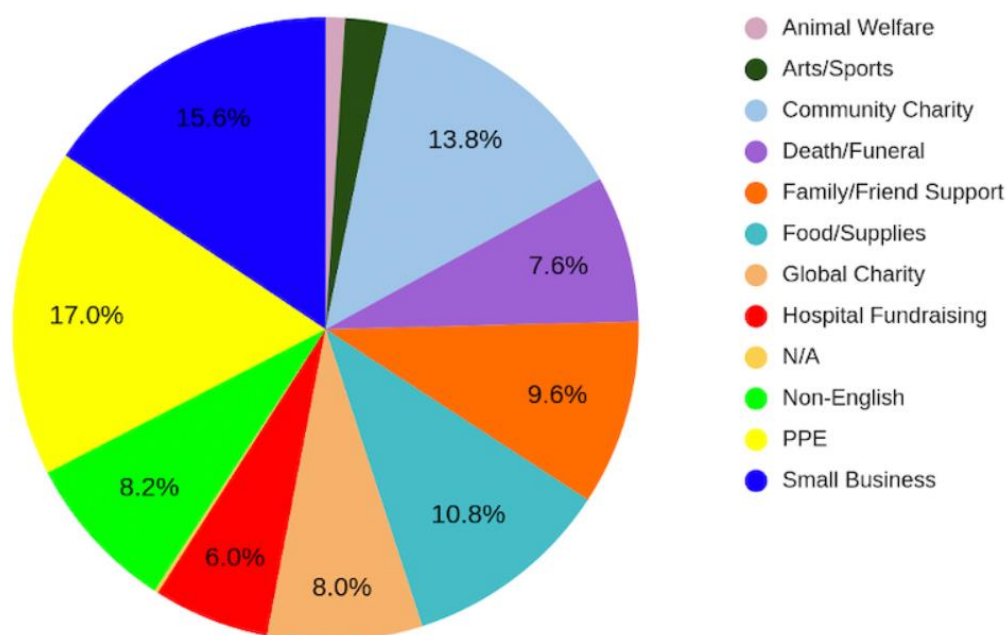
Crowdfunding Network AISBL (2020) ανέδειξε ότι οι ροές κεφαλαίων και οι εισροές νέων έργων υπέστησαν αρνητικές επιπτώσεις λόγω της πανδημίας. Παρόλα αυτά, η αρνητική αλληλεπίδραση μεταξύ των κεφαλαίων και της πανδημίας, που παρατηρείται στα δανειστικά και επενδυτικά μοντέλα, αντιστρέφεται στις πλατφόρμες του χαριστικού και ανταλλακτικού μοντέλου. Εκεί, το ενδιαφέρον των χορηγών αυξάνεται ιδιαίτερα για έργα που σχετίζονται με τον ιό. Επιπλέον, κατά τη διάρκεια της πανδημίας, τα αιτήματα για νέα έργα είχαν σημειώσει έντονη μείωση στις πλατφόρμες του δανειστικού μοντέλου, ενώ για τα υπόλοιπα μοντέλα χρηματοδότησης παρατηρήθηκε μια ελαφρά επίδραση και προς τις δύο κατευθύνσεις.

Επιπρόσθετα, οι Elmer et al στο άρθρο τους με τίτλο «*Crowdfunding during COVID-19: An international comparison of online fundraising*» το 2020, στο οποίο πραγματοποίησαν μία ανάλυση ψηφιακών μεθόδων σε δείγμα διαδικτυακών εκστρατειών crowdfunding που επεδίωκαν οικονομική υποστήριξη για οικονομικές προκλήσεις σχετιζόμενες με τον ιό, και με σκοπό να προσδιορίσουν τον βαθμό που οι εκστρατείες crowdfunding αντικατοπτρίζουν τις αποτυχίες των κυβερνήσεων να καταστείλουν την πανδημία και να υποστηρίξουν τις οικονομικές προκλήσεις των οικογενειών, των κοινοτήτων και των μικρών επιχειρήσεων, κατέληξαν στα εξής συμπεράσματα:

*«Καθώς ο COVID-19 μετατράπηκε από ασθένεια που προσβλήθηκε κατά τη διάρκεια ταξιδιού στο εξωτερικό σε εγχώριο ιό που εξαπλώθηκε σε τοπικές κοινότητες, η προσοχή μετατοπίστηκε σε ανησυχίες σχετικά με την ικανότητα των τοπικών, περιφερειακών και εθνικών συστημάτων υγειονομικής περίθαλψης, δηλαδή των νοσοκομείων, και τη διαθεσιμότητα επειγόντων ιατρικών προμηθειών και μέσων ατομικής προστασίας («PEP» Personal Protective Equipment) για το προσωπικό εντατικής θεραπείας. Ωστόσο, τα αποθέματα PEP και άλλων προμηθειών σε όλο τον κόσμο αποδείχθηκαν εντελώς ανεπαρκή, ακόμη και μετά την προειδοποίηση των κυβερνήσεων για τη σοβαρότητα της επικείμενης πανδημίας. [...] Τα παραπάνω οδήγησαν στην άνοδο των λύσεων αυτοβοήθειας, του εθελοντισμού και των κυβερνητικών προγραμμάτων για την ενθάρρυνση της επιχειρηματικότητας. Η άνοδος του Διαδικτύου, το οποίο διατάραξε καθιερωμένους φορείς και τομείς της οικονομίας, από τη μουσική και την τηλεοπτική βιομηχανία έως τον τραπεζικό και χρηματοπιστωτικό τομέα, λειτούργησε επίσης ως καταλύτης για την άντληση κεφαλαίων για την έναρξη και τη λειτουργία επιχειρήσεων εκτός του τραπεζικού και του κυβερνητικού τομέα. Μια πρόσφατη έκθεση εκτιμά ότι ο συνολικός τομέας του crowdfunding, για παράδειγμα, θα αυξηθεί κατά πάνω από 124 δισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ τα επόμενα τέσσερα χρόνια (αρχής γενομένης από το 2020), δηλαδή με ετήσιο ρυθμό αύξησης 18% (Global Newswire, 2020). Οι οικονομικές εκκλήσεις για τη στήριξη επιχειρηματικών πρωτοβουλιών και τεχνολογικών καινοτομιών είναι πλέον συνηθισμένο φαινόμενο σε ιστότοπους crowdfunding όπως το Kickstarter και το GoFundMe. [...] Συγκεκριμένα, η πλατφόρμα GoFundMe είδε μία δραματική αύξηση των εκκλήσεων για οικονομική βοήθεια κατά τη διάρκεια της πανδημίας. Αμέσως μετά την κήρυξη της παγκόσμιας πανδημίας από τον Παγκόσμιο Οργανισμό Υγείας (2020), 35.000 νέες εκστρατείες crowdfunding που σχετίζονται με το COVID ξεκίνησαν στο GoFundMe. Αυτή η ταχεία εξάπλωση αντιπροσωπεύει ένα άλμα περίπου 60% στις*

καμπάνιες που φιλοξένησε η πλατφόρμα στα μέσα Μαρτίου 2020, εκκλήσεις που πρέπει να ανταγωνιστούν για την προσοχή ανάμεσα σε μια πληθώρα από προσωπικές ιστορίες οικονομικής ανάγκης».

Στο παρακάτω σχήμα κατάφεραν να προσδιορίσουν τα αντικείμενα της συγκέντρωσης κεφαλαίων, τον σκοπό δηλαδή της χρηματοδότησης και τα ποσοστά ζήτησής τους, με το πιο συχνά προσδιοριζόμενο να είναι ο εξοπλισμός ατομικής προστασίας σε ποσοστό 17%.



Εικ. 6 «Αντικείμενα εκστρατειών (σκοπός χρηματοδότησης)», Πηγή: Elmer, G., Ward-Kimola, S., & Burton, A. G. (2020). Crowdfunding during COVID-19: An international comparison of online fundraising. *First Monday*.

Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία που έχει δημοσιευθεί μέχρι σήμερα για το θέμα αυτό, σε αντίθεση με άλλες διαδικτυακές πλατφόρμες, όπως το Facebook και το Twitter, το GoFundMe και άλλες παρόμοιες πλατφόρμες crowdfunding προσφέρουν μία ξεχωριστή κοσμοθεωρία. Μία κοσμοθεωρία που δημιουργείται από τους ίδιους τους χρήστες σε επείγουσες οικονομικές εκκλήσεις και εκστρατείες για τη φροντίδα οικογενειών και κοινοτήτων που υποφέρουν από οικονομική υστέρηση. Οι εκτεταμένες μελέτες επί του θέματος θα προσφέρουν σημαντικά συμπεράσματα και διδάγματα για τις κυβερνήσεις, στις προσπάθειές τους να προετοιμαστούν για τυχόν επόμενα κύματα πανδημίας ή παρόμοιας κατάστασης, αλλά και μακροπρόθεσμα, στις

συζητήσεις για το πως θα ανασυγκροτήσουμε καλύτερα τις κοινότητές μας, τα εθνικά συστήματα υγείας και την οικονομία, όταν η εκάστοτε κρίση θα έχει υποχωρήσει.

## Κεφάλαιο 4: Η τεχνολογία Blockchain στο Crowdfunding

Εκτός από την ισχυροποίηση του κανονιστικού πλαισίου, τόσο σε διεθνές όσο και σε εθνικό επίπεδο, το οποίο θα αναλύσουμε παρακάτω στη σχετική ενότητα, έχει υποστηριχθεί ότι η εφαρμογή της τεχνολογίας blockchain στο crowdfunding, μπορεί να λύσει κάποια από τα ζητήματα που υπάρχουν στο crowdfunding, όπως η απάτη, το ξέπλυμα χρήματος και η ασυμμετρία πληροφοριών.

Η τεχνολογία της αλυσίδας κόμβων (blockchain), βασίζεται στη δημιουργία ενός ηλεκτρονικού μητρώου συναλλαγών. Πρόκειται για ένα λογιστικό βιβλίο - καθολικό (ledger) που λειτουργεί δημοκρατικά και συμμετοχικά υπό τη μορφή κατανεμημένων βάσεων δεδομένων στο διαδίκτυο (Distributed Ledger Technologies/ DLT). Στο μητρώο αυτό καταγράφονται και αποθηκεύονται κρυπτογραφημένες συναλλαγές μεταξύ των μελών του, χωρίς κάποιον, απόλυτα υπεύθυνο, να το ελέγχει κεντρικά. Από τεχνολογική άποψη, η συστοιχία των κόμβων βασίζεται σε ένα δίκτυο διασυνδεμένων υπολογιστών peer-to-peer (P2P), που μοιράζονται τους πόρους τους ισοδύναμα, χρησιμοποιώντας την επεξεργαστική ισχύ, τον αποθηκευτικό χώρο και το εύρος ζώνης (bandwidth) των κόμβων, έχουν δε ίσα δικαιώματα μεταξύ τους. Πληροφορίες που βρίσκονται σε έναν κόμβο μπορούν κατά βάση να διαβαστούν από όλους τους άλλους και αντίστροφα. Το δίκτυο των κόμβων, είναι είτε δημόσιο, δηλαδή ανοικτό σε όλους, είτε ιδιωτικό και άρα προσβάσιμο μόνο από εξουσιοδοτημένα μέλη. Κάθε καινούρια ομάδα καταχωρίσεων συνιστά έναν κόμβο που συνδέεται με τους προηγούμενους, δημιουργώντας μία αλυσίδα καταχωρίσεων από την πρώτη συναλλαγή έως την τρέχουσα. Από υπολογιστική άποψη, το σύνολο των εγκεκριμένων συναλλαγών ομαδοποιείται σε ένα μπλοκ, το οποίο προσδιορίζεται από μία συνάρτηση με τη χρήση κρυπτογραφικού αλγορίθμου. Στη συνέχεια αποστέλλεται σε όλους τους κόμβους του δικτύου, οι οποίοι το επικυρώνουν. Εν προκειμένω, ο έλεγχος και η επαλήθευση είναι ευχερής, αφού όλα τα μέλη του δικτύου μπορούν να δουν μόνο τις συναλλαγές που σχετίζονται με αυτά. Κάθε επόμενος κρίκος της αλυσίδας εμπεριέχει τη συνάρτηση του προηγούμενου. Επομένως, δεν είναι δυνατή η τροποποίηση ενός κρίκου, είτε λόγω διαγραφής, είτε λόγω άλλης αιτίας, όπως η παρέμβαση ενός χάκερ, χωρίς να αλλάξει ολόκληρη η αλυσίδα.<sup>37</sup>

Οι συναλλαγές μεταξύ των μελών της αλυσίδας είναι δυνατόν να εκτελεσθούν με πολύ μεγαλύτερη ταχύτητα και διαφάνεια, μέσω των «έξυπνων συμβολαίων» (smart contracts). Στην απλούστερη εκδοχή του, ένα έξυπνο συμβόλαιο αποτελεί ένα κομμάτι κώδικα που υπάρχει στο blockchain.

Τα πλεονεκτήματα του blockchain σαν εφαρμοζόμενο σύστημα στις συναλλαγές είναι τα εξής<sup>38</sup>:

---

<sup>37</sup>Κανέλλος Λ. (2020). *THE GDPR HANDBOOK, Για DPOs, Επιχειρήσεις & Οργανισμούς*. Εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, σελ. 360

<sup>38</sup>Κανέλλος Λ. (2020). *THE GDPR HANDBOOK, Για DPOs, Επιχειρήσεις & Οργανισμούς*. Εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, σελ. 362

- Συνιστά ένα αποκεντρωμένο δίκτυο χωρίς καθολική εξουσία από κάποιο χρήστη, αφού δεν ελέγχεται κεντρικά από μία οντότητα.
- Παρέχει ασφάλεια και διάρκεια, αφού δεν είναι εύκολο να αλλοιωθεί ή να καταστραφεί, παρά μόνο με τη χρήση τεράστιας υπολογιστικής ισχύος, γεγονός που θα κατέρριπτε όλη την αξία και αξιοπιστία της αλυσίδας, άρα θα είχε υψηλό κόστος και μηδαμινό κέρδος για τον κακόβουλο εισβολέα.
- Παρέχει ταχύτητα και αξιοπιστία στις συναλλαγές οποιασδήποτε μορφής.
- Προσφέρει παγκόσμια και άμεση προβολή των δεδομένων καθώς και διαφάνεια, αφού κάθε εγγραφή, μεταφορά ή ενημέρωση εμφανίζεται στο δίκτυο.

Συνεπώς, η τεχνολογία blockchain θα μπορούσε να μετριάσει τα προβλήματα που αντιμετωπίζουν το crowdfunding και οι παραδοσιακές τραπεζικές συναλλαγές. Ενδεικτικά, μία πλατφόρμα crowdfunding βασισμένη στην τεχνολογία blockchain, μπορεί να χρησιμοποιήσει τα έξυπνα συμβόλαια για να παρακολουθεί όλες τις αλλαγές στη συμφωνία ανάμεσα στο πλήθος και στον χρηματοδοτούμενο, επιτρέποντας έτσι στις ρυθμιστικές αρχές να εντοπίζουν δόλιες χρηματοδοτήσεις. Ακόμα, μπορεί να αναπτύξει ένα σύστημα διαχείρισης ταυτότητας, το οποίο θα δίνει πλήρη έλεγχο στους χρήστες μέσω blockchain, αποτρέποντας την κλοπή ταυτότητας και το ξέπλυμα χρήματος, καθώς και να εφαρμόσει ψηφιακό νόμισμα, όπως το bitcoin, για να αποφύγει τους μεσάζοντες, όπως τράπεζες και παρόχους πληρωμών (Muneeza et al., 2018). Υπάρχουν εταιρείες που έχουν αρχίσει να εφαρμόζουν τη τεχνολογία της αλυσίδας μπλοκ στην πλατφόρμα χρηματοδότησης, όπως η WeiFund, η Acorn και η Cybit, ενώ ορισμένες πλατφόρμες (Funded by me, StartEngine, WeFunder) έχουν ήδη δεχθεί bitcoins (Saadat et al., 2019). Πιο συγκεκριμένα, πλατφόρμες crowdfunding όπως η Swarm και η Lighthouse επιτρέπουν στις εταιρείες να δημιουργούν τα δικά τους νομίσματα (cryptocurrency), τα οποία μπορούν να ανταλλάσσονται με άλλα εικονικά νομίσματα (Baeck et al., 2014).

Παρ' όλα αυτά, υπάρχουν πολλά τεχνικά και νομικά ζητήματα που πρέπει να επιλυθούν προκειμένου η τεχνολογία blockchain να εφαρμοστεί ευρέως στην αγορά (Guo and Liang, 2016). Κάποια από τα μειονεκτήματα που παρουσιάζει η τεχνολογία αυτή είναι τα εξής:

- Απαιτεί υψηλή υπολογιστική ισχύ, και άρα απαιτεί, μέχρι σήμερα τουλάχιστον, τεράστια ενεργειακή κατανάλωση.
- Προς το παρόν η τεχνολογία δοκιμάζεται σε πολύ μικρή κλίμακα, με ελάχιστους συμμετέχοντες «παίκτες», άρα δεν είναι δυνατόν να εξαχθούν ασφαλή συμπεράσματα για την πρακτική δυναμική της στην πράξη.
- Δημιουργεί προβλήματα ιδιωτικότητας και προσκρούει σε πολλές αρχές του ΓΚΠΔ.

## **Β΄ Μέρος: Νομικό πλαίσιο**

Στο μέρος αυτό της εργασίας θα αναλύσουμε το νομικό πλαίσιο που εφαρμόζεται και ισχύει για την πρακτική της συμμετοχικής χρηματοδότησης στις διάφορες μορφές της, και συγκεκριμένα, στο πρώτο κεφάλαιο, θα ασχοληθούμε με ρυθμίσεις που τυγχάνουν εφαρμογής οριζόντια σε όλους τους τύπους της, στο δεύτερο κεφάλαιο θα επικεντρωθούμε στο νομοθετικό πλαίσιο που εφαρμόζεται στην Ελλάδα και στο τελευταίο κεφάλαιο θα για την υιοθέτηση και τις ειδικότερες ρυθμίσεις του Κανονισμού ΕΕ 2020/1503.

### **Κεφάλαιο 5: Νομοθετικές ρυθμίσεις που τυγχάνουν εφαρμογής σε όλα τα μοντέλα συμμετοχικής χρηματοδότησης**

#### **5.1 Η απαγόρευση συγκέντρωσης καταθέσεων χρημάτων και άλλων επιστρεπτέων κεφαλαίων**

Σύμφωνα με το άρθρο 9 του ν. 4261/2014 παρ. 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. Το πραγματικό του κανόνα δικαίου περιλαμβάνει τρεις προϋποθέσεις: 1. την αποδοχή καταθέσεων και άλλων επιστρεπτέων κεφαλαίων, 2. η αποδοχή αυτή να γίνεται κατ' επάγγελμα και 3. τα κεφάλαια να προέρχονται από το κοινό.<sup>39</sup>

Πως όμως η απαγόρευση αυτή επηρεάζει τους διάφορους τύπους της συμμετοχικής χρηματοδότησης; Η πλατφόρμα μπορεί να αποδέχεται επιστρεπτά κεφάλαια όταν τα ποσά προς χρηματοδότηση φυλάσσονται από την πλατφόρμα, ή η πλατφόρμα μεσολαβεί στη συναλλαγή λαμβάνοντας τα κεφάλαια στον δικό της λογαριασμό, όπως στην περίπτωση που ο χρηματοδότης καταθέτει, σε λογαριασμό που τηρεί στην πλατφόρμα, τα κεφάλαια προς επένδυση σε μελλοντικά εγχειρήματα. Ωστόσο, δεν εμπίπτουν στην απαγόρευση: 1. κεφάλαια που εισπράττει η πλατφόρμα ως ΕΠΕΥ (Εταιρεία Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών) ή ΑΕΔΟΕΕ (Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων) στο πλαίσιο άδειας παροχής επενδυτικών υπηρεσιών ή διαχείρισης ΟΕΕ (Οργανισμός Εναλλακτικών Επενδύσεων), 2. κεφάλαια που εισπράττει η πλατφόρμα ως ίδρυμα πληρωμών στο πλαίσιο παροχής αδειοδοτημένων υπηρεσιών πληρωμών και 3. κεφάλαια που εισπράττει η πλατφόρμα κατόπιν σχετικής άδειας, ως ίδρυμα ηλεκτρονικού χρήματος, έναντι έκδοσης ηλεκτρονικού χρήματος το οποίο χρησιμοποιείται και για τη χρηματοδότηση των διαδικτυακών εγχειρημάτων.<sup>40</sup> Στη συνέχεια, η άντληση κεφαλαίων τα οποία ο χρηματοδοτούμενος οφείλει να επιστρέψει μέσω της πλατφόρμας για τη χρηματοδότηση ενός εγχειρήματος, εμπίπτει καταρχήν στην απαγόρευση αποδοχής επιστρεπτέων κεφαλαίων από το κοινό. Έτσι, κατά κανόνα, περιπτώσεις άντλησης

<sup>39</sup> Κουλορίδας (2019), ό.π., σελ. 117

<sup>40</sup> Κουλορίδας (2019), ό.π., σελ. 124

κεφαλαίων μέσω άμεσης δανειοδότησης, εφόσον γίνονται συστηματικά, εμπίπτουν στη σχετική απαγόρευση, πλην της περίπτωσης έκδοσης τίτλων όπως στην περίπτωση έκδοσης ομολογιών από ανώνυμες εταιρείες. Ωστόσο, η δυνατότητα αυτή περιορίζεται αποκλειστικά σε ΑΕ. Δεν εμπίπτουν εγχειρήματα συμμετοχικής χρηματοδότησης μέσω δωρεών ή προαγορών, καθώς ο χρηματοδότης δεν δικαιούται την επιστροφή των κεφαλαίων της χρηματοδότησης. Εξυπακούεται ότι κρίσιμη για την εφαρμογή της διάταξης είναι η διαπίστωση της έννοιας της κατ' επάγγελμα αποδοχής και επομένως, αν ο χρηματοδοτούμενος συστηματικά αντλεί κεφάλαια για ένα ή περισσότερα εγχειρήματα, εμπίπτει στη διάταξη.<sup>41</sup>

## **5.2 Η συμμετοχική χρηματοδότηση υπό το πρίσμα του δικαίου του καταναλωτή**

Σε αυτό το κεφάλαιο θα μας απασχολήσουν έννοιες όπως ή έννοια του καταναλωτή, η έννοια της συμβάσεως από απόσταση και η έννοια του προμηθευτή. Καταρχάς, μετά την τροποποίηση του Ν. 2251/1994 με το Ν. 4512/2018, «καταναλωτής» νοείται πλέον ενιαία σύμφωνα με το γενικό ορισμό του άρθρου 1<sup>α</sup> παρ.1 «κάθε φυσικό πρόσωπο το οποίο ενεργεί για λόγους οι οποίοι δεν εμπίπτουν στην εμπορική, επιχειρηματική, βιοτεχνική ή ελευθέρια επαγγελματική του δραστηριότητα» και «προμηθευτής», κατά την παρ.2 του ίδιου άρθρου «κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο, ανεξάρτητα από το αν διέπεται από το ιδιωτικό ή δημόσιο δίκαιο, το οποίο ενεργεί ακόμη και μέσω κάθε άλλου προσώπου που ενεργεί στο όνομά του ή για λογαριασμό του, για σκοπούς οι οποίοι σχετίζονται με τις εμπορικές, επιχειρηματικές, βιοτεχνικές ή επαγγελματικές του δραστηριότητες».

Επιπλέον, οι συμβατικές σχέσεις που δημιουργούνται μεταξύ των μερών σε μία πλατφόρμα συμμετοχικής χρηματοδότησης λόγω της φύσης και της λειτουργίας της πλατφόρμας, θα εμπίπτουν στην προβληματική των συμβάσεων από απόσταση κατά την έννοια του Ν. 2251/1994. Σύμφωνα με το άρθρο 3 παρ.1 (όπως αντικαταστάθηκε με το άρθρο 102 παρ.2 του Ν. 4512/2018) ως σύμβαση από απόσταση νοείται «κάθε σύμβαση η οποία συνάπτεται μεταξύ του προμηθευτή και του καταναλωτή στο πλαίσιο ενός οργανωμένου συστήματος πωλήσεων από απόσταση ή παροχής υπηρεσιών χωρίς την ταυτόχρονη φυσική παρουσία του προμηθευτή και του καταναλωτή, με αποκλειστική χρήση ενός ή περισσότερων μέσων επικοινωνίας από απόσταση, όπως το ηλεκτρονικό ταχυδρομείο, το τηλέφωνο, η τηλεομοιοτυπία, ή το διαδίκτυο, μέχρι και τη στιγμή σύναψης της σύμβασης».

Στην προσπάθεια να αξιολογήσουμε την υπαγωγή ή μη των εννόμων σχέσεων που διαμορφώνονται στο πλαίσιο της συμμετοχικής χρηματοδότησης υπό το πρίσμα του δικαίου του καταναλωτή, προκύπτουν οι εξής πρακτικές συνέπειες:<sup>42</sup>

<sup>41</sup> Κουλορίδας (2019), ό.π., σελ. 125

<sup>42</sup> Κουλορίδας (2019), ό.π., σελ. 136



- Η εφαρμογή ή μη, σε επίπεδο πλατφόρμας, των διατάξεων περί αθέμιτων εμπορικών πρακτικών και τι μορφή μπορούν να λάβουν στο ειδικότερο ηλεκτρονικό περιβάλλον της πλατφόρμας.
- Η πιθανή ευθύνη της πλατφόρμας ως προμηθευτή υπηρεσιών ή/και πωλητή με βάση το δίκαιο του καταναλωτή.
- Η υπαγωγή στην έννοια των γενικών όρων συναλλαγών των τυποποιημένων συμβάσεων με τις οποίες παρέχονται οι υπηρεσίες της πλατφόρμας ή οι όροι προαγοράς από τους πωλητές των προϊόντων ή οι δανειακοί όροι στην περίπτωση της συμμετοχικής δανειοδότησης ή τέλος οι όροι συμμετοχής και τα λοιπά συμβατικά κείμενα στην περίπτωση της συμμετοχικής επένδυσης.
- Η εφαρμογή των διατάξεων περί σύμβασης από απόσταση στην περίπτωση της συμμετοχικής χρηματοδότησης με αντάλλαγμα.
- Η εφαρμογή των διατάξεων για παροχή χρηματοοικονομικών υπηρεσιών από απόσταση στην περίπτωση της συμμετοχικής δανειοδότησης και συμμετοχικής επένδυσης.
- Η εφαρμογή των διατάξεων καταναλωτικής πίστης στην περίπτωση συμμετοχικής δανειοδότησης σε καταναλωτές.

Κατόπιν όλων όσων αναλύθηκαν ανωτέρω στο σχετικό κεφάλαιο, είναι σαφές ότι η πλατφόρμα, πολλές φορές θα έχει την ιδιότητα του προμηθευτή ως προς τις παρεχόμενες από αυτήν υπηρεσίες στο βαθμό που λαμβάνει αντιπαροχή για τις υπηρεσίες αυτές. Και αυτό γιατί, σύμφωνα με τον ορισμό της σύμβασης παροχής υπηρεσιών στο Ν. 2251/1994, ως τέτοια θεωρείται, κάθε σύμβαση, εκτός από τη σύμβαση πώλησης, δυνάμει της οποίας ο προμηθευτής παρέχει ή αναλαμβάνει να παράσχει υπηρεσία στον καταναλωτή, ο δε καταναλωτής καταβάλλει ή αναλαμβάνει να καταβάλλει το τίμημα.<sup>43</sup> Επομένως, δεν καταλαμβάνονται καταρχάς, υπηρεσίες που παρέχονται δωρεάν. Η διάκριση αυτή ωστόσο, δεν αποκλείει την εφαρμογή των διατάξεων των άρθρων περί 9<sup>α</sup> επ. περί αθέμιτων εμπορικών πρακτικών, ακόμη και αν δεν λαμβάνει η πλατφόρμα αμοιβή, καθώς συνεχίζει να ενεργεί για σκοπούς οι οποίοι σχετίζονται με τις εμπορικές ή επιχειρηματικές ή επαγγελματικές της δραστηριότητες, οι οποίες θα συνίστανται στην επιτυχή έκβαση της εκστρατείας και στην λήψη της συμφωνηθείσας αμοιβής από τον χρηματοδοτούμενο. Συνεπώς, στο πλαίσιο του συνήθους μοντέλου που η πλατφόρμα διαμεσολαβεί μεταξύ των μερών για τις υπηρεσίες που παρέχει στους συναλλασσόμενους, θεωρείται προμηθευτής, το οποίο έχει ως αποτέλεσμα, από την ιδιότητά της αυτή να πηγάζουν μία σειρά υποχρεώσεων σε βάρος της, που ρυθμίζονται από το Ν.2251/1994. Πάντως, σύμφωνα με τον Κουλορίδα (2019), ακόμα και αν η πλατφόρμα περιορίζεται απλώς στη φιλοξενία περιεχομένου που αναρτάται από το χρήστη – χρηματοδοτούμενο, η ευθύνη της δεν αποκλείεται, καθώς θα πρέπει να τηρηθούν οι απαιτήσεις της «επαγγελματικής ευσυνειδησίας».<sup>44</sup>

<sup>43</sup> Βλ. άρθρο 1<sup>α</sup> παρ. 8, Ν. 2251/1994

<sup>44</sup> Κουλορίδας (2019), ό.π., σελ. 138

Από την άλλη, στη σχέση χρηματοδότη – χρηματοδοτούμενου, ο συνδυασμός των ιδιοτήτων προμηθευτή – καταναλωτή, δεν συντρέχει πάντοτε. Για παράδειγμα, στην περίπτωση της συμμετοχικής δανειοδότησης, όταν οι δανειστές είναι ιδιώτες που δεν ενεργούν κατ' επάγγελμα και άρα δεν παρέχουν το δάνειο στο πλαίσιο της επιχειρηματικής ή επαγγελματικής τους δραστηριότητας, δεν εφαρμόζονται οι διατάξεις του δικαίου του καταναλωτή μεταξύ των συμβαλλομένων μερών. Εν αντιθέσει, στην περίπτωση της έμμεσης συμμετοχικής χρηματοδότησης, όπου μεσολάβει πιστωτικό ίδρυμα, ανάμεσα στη σχέση τράπεζας και δανειολήπτη, εφαρμόζονται οι διατάξεις του δικαίου του καταναλωτή.

Στις συμβάσεις από απόσταση περιλαμβάνονται και συμβάσεις καταρτιζόμενες με τη μεσολάβηση ενός συστήματος που οργανώνεται από τρίτο και εξυπηρετεί περισσότερους προμηθευτές, όπως εν προκειμένω η ηλεκτρονική πλατφόρμα.<sup>45</sup> Η μεσολάβηση της πλατφόρμας προσδίδει την αναγκαία οργάνωση και συστηματικότητα στο συγκεκριμένο τύπο συναλλαγών, ώστε δεν τίθεται θέμα ευκαιριακής εξ αποστάσεως συναλλαγής, η οποία δεν θα υπαγόταν στο πεδίο των συμβάσεων από απόσταση.<sup>46</sup> Βάσει όλων των ανωτέρω, και εφόσον οι συναλλασσόμενοι έχουν την ιδιότητα προμηθευτή – καταναλωτή, εφαρμοστέες θα τυγχάνουν οι διατάξεις του Ν. 2251/1994 για τις συμβάσεις από απόσταση και ειδικότερα αυτές που αφορούν τις πληροφορίες που πρέπει να παρέχει ο προμηθευτής στον καταναλωτή (άρθρο 3β Ν. 2251/1994) και το δικαίωμα υπαναχώρησης του καταναλωτή (άρθρο 3<sup>ε</sup> Ν. 2251/1994).

### **5.3 Η συμμετοχική χρηματοδότηση υπό το πρίσμα των διατάξεων για το ηλεκτρονικό εμπόριο**

Όπως προκύπτει και από την ανάλυση που προηγήθηκε, εκ της φύσεως της δραστηριότητας της ηλεκτρονικής πλατφόρμας, τυγχάνει εφαρμογής και η οδηγία 2000/31/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για ορισμένες νομικές πτυχές των υπηρεσιών του ηλεκτρονικού εμπορίου, όπως ενσωματώθηκε στην ελληνική έννομα τάξη με το π.δ. 131/2003. Το προεδρικό αυτό διάταγμα εισάγει διατάξεις ως προς τις υποχρεώσεις του φορέα για πληροφόρηση και ως προς τον τρόπο κατάρτισης ηλεκτρονικών συμβάσεων που τυγχάνουν ευθείας εφαρμογής σε μία ηλεκτρονική πλατφόρμα συμμετοχικής χρηματοδότησης. Ενδεικτικά, οι συμβάσεις αυτές θα πρέπει να αναφέρουν τους ακόλουθους όρους κατά τρόπο σαφή και κατανοητό:<sup>47</sup>

- Τα τεχνικά στάδια που πρέπει να ακολουθήσουν οι χρήστες έως τη σύναψη της σύμβασης.

<sup>45</sup> Έτσι Ρήγας Γιοβαννόπουλος, άρθρα 3,3<sup>α</sup>-3γ', στο *Δίκαιο Προστασίας Καταναλωτή*, επιμέλ. Ελίζα Αλεξανδρίδου, 3<sup>η</sup> (Αθήνα: Νομική Βιβλιοθήκη, 2018), 195.

<sup>46</sup> Κουλορίδας (2019), ό.π., σελ. 150

<sup>47</sup> Κουλορίδας (2019), ό.π., σελ. 153

- Εάν ο φορέας παροχής υπηρεσιών θα αρχειοθετήσει ή όχι τη σύμβαση μετά τη σύναψή της και εάν προβλέπεται δυνατότητα ανάγνωσης της αργότερα από τους χρήστες.
- Τον τρόπο με τον οποίο οι χρήστες μπορούν να εντοπίσουν και να διορθώσουν σφάλματα ηλεκτρονικού χειρισμού πριν την ανάθεση της παραγγελίας, εν προκειμένω την συμμετοχή σε κάποιο χρηματοδοτικό εγχείρημα.
- Τις γλώσσες στις οποίες μπορεί να συναφθεί η σύμβαση.<sup>48</sup>

Ενδιαφέρον παρουσιάζουν οι διατάξεις που περιορίζουν την ευθύνη των φορέων ηλεκτρονικών υπηρεσιών. Ειδικότερα, οι πάροχοι ηλεκτρονικών υπηρεσιών, οι οποίοι προβαίνουν σε «απλή μετάδοση», «αποθήκευση σε κρυφή μνήμη» ή φιλοξενία πληροφοριών δεν ευθύνονται για τις πληροφορίες που μεταδίδουν ή φιλοξενούν, εφόσον πληρούν ορισμένες προϋποθέσεις.<sup>49</sup> Στην περίπτωση της φιλοξενίας απαλλάσσονται της ευθύνης εφόσον δεν γνωρίζουν πραγματικά ότι πρόκειται για παράνομη δραστηριότητα ή πληροφορία, και εάν αποκτήσουν αυτή τη γνώση ή αντιληφθούν τα προαναφερθέντα, αποσύρουν αμέσως τις πληροφορίες ή καθιστούν την πρόσβαση σε αυτές αδύνατη.<sup>50</sup> Κατά την οδηγία μάλιστα οι εθνικές κυβερνήσεις δεν μπορούν να επιβάλλουν γενική υποχρέωση ελέγχου σε αυτούς τους μεσάζοντες για τις πληροφορίες που αποστέλλουν, αποθηκεύουν ή φιλοξενούν, ώστε να αναζητούν και να αποτρέπουν την παράνομη δραστηριότητα.<sup>51</sup> Σχετικά με την ευθύνη των παρόχων φιλοξενίας το Ευρωπαϊκό Δικαστήριο είχε καταλήξει πως η στοιχειοθέτηση ή όχι αυτής εξαρτάται από το κατά πόσον ένας πάροχος διαδραματίζει ενεργό ή παθητικό ρόλο «στη βελτιστοποίηση της παρουσιάσεως των επίδικων προσφορών προς πώληση ή στην προώθησή τους».<sup>52</sup>

<sup>48</sup> Βλ. άρθρο 9 π.δ. 131/2003

<sup>49</sup> Βλ. άρθρα 11 έως 14 π.δ. 131/2003

<sup>50</sup> Βλ. άρθρο 13 π.δ. 131/2003

<sup>51</sup> Βλ. άρθρο 15 οδηγίας 2000/31/EK

<sup>52</sup> Βλ. ιδίως συνεκδικασθείσες υποθέσεις C-236/08 έως C-238/08, Louis Vuitton (σκέψεις 113-119), και στην υπόθεση C-324-09, L'Oréal (σκέψεις 123-124).

## Κεφάλαιο 6: Εθνικό νομοθετικό πλαίσιο

### 6.1 Γενικά

Για να κατανοήσουμε καλύτερα το νομοθετικό πλαίσιο, αξίζει να αναφέρουμε τα βασικά στοιχεία των κανονιστικών πλαισίων που υιοθέτησαν οι διάφορες εθνικές έννομες τάξεις για τη συμμετοχική χρηματοδότηση. Ως κοινά στοιχεία των υιοθετούμενων εθνικών ρυθμιστικών πλαισίων, όπως παρουσιάζονται στην παρούσα ενότητα, σημειώνονται: α) η θεμελίωση ενός συστήματος αδειοδότησης των παρόχων υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης από τις εθνικές αρμόδιες αρχές, β) η διατήρηση του «ευρωπαϊκού διαβατηρίου» ως αποκλειστικού προνομίου του πεδίου εφαρμογής της MiFID II (Οδηγία 2014/65/ΕΕ), γεγονός που αποθαρρύνει την ανάπτυξη διασυνοριακών συναλλαγών συμμετοχικής χρηματοδότησης, γ) η εκ του νόμου επιβολή υποχρεώσεων πληροφόρησης προς τους επενδυτές ως αντιστάθμισμα της δημιουργούμενης πληροφοριακής ασυμμετρίας στην αγορά, η οποία είναι ιδιαίτερα έντονη στη συμμετοχική χρηματοδότηση, όπου οι επενδυτές συχνά δεν έχουν την απαραίτητη εμπειρία και γνώση για να αξιολογήσουν τους κινδύνους των επενδύσεων και δ) η θέσπιση εξαιρέσεων από την υποχρέωση σύνταξης και δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου για τις προσφορές συμμετοχικής χρηματοδότησης ορισμένου ύψους. Τα στοιχεία αυτά φανερώνουν και τη λογική που ακολούθησε ο ευρωπαίος νομοθέτης κατά τη θέσπιση του Κανονισμού (ΕΕ) 2020/1503, όπως θα δούμε παρακάτω στο σχετικό κεφάλαιο.

### 6.2 Νόμος 4416/2016

Ο Νόμος 4416/2016 αποτελεί την πρώτη νομοθετική προσπάθεια της Ελλάδας να καλύψει το υφιστάμενο νομοθετικό κενό και να ενσωματώσει την ευρωπαϊκή οδηγία 2014/91/ΕΕ για τη πληθοχρηματοδότηση. Συγκεκριμένα, ο Ν. 4416/2016 προχώρησε σε μία τροποποίηση του Ν. 3401/2005 σχετικά με το ενημερωτικό δελτίο (Prospectus)<sup>53</sup> και μία αντίστοιχη τροποποίηση του Ν. 3606/2007 για την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών που διατηρήθηκε ως άρθρο 96 του Ν. 4514/2018 που ενσωμάτωσε την οδηγία 2014/65/ΕΕ (MiFID II). Ο νόμος 4416/2016 υιοθετείται σε μία προσπάθεια του Έλληνα νομοθέτη, σε συνεργασία με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και την Τράπεζα της Ελλάδος, να ενισχύσει τις εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης – ιδίως για τις νεοφυείς επιχειρήσεις – και να προωθήσει την ελληνική επιχειρηματικότητα, κατά την περίοδο της χρηματοπιστωτικής και δημοσιονομικής κρίσης των ετών 2007 και εξής.<sup>54</sup> Στην περιορισμένη ελληνική αγορά, όπου

---

<sup>53</sup> Πρόκειται για ένα γνωστοποιητικό έγγραφο το οποίο περιγράφει μια κινητή αξία (Security) για τους πιθανούς αγοραστές – επενδυτές του. Περιλαμβάνει πληροφορίες οι οποίες μπορεί να σχετίζονται με τις δραστηριότητες της εταιρείας που τις εκδίδει, οικονομικές της καταστάσεις, βιογραφικά ανωτάτων στελεχών και διευθυντών της, αναλυτικά στοιχεία για τις αποζημιώσεις που προσφέρουν, κ.ο.κ.. Απαιτείται πριν λάβει μέρος η οποιαδήποτε προσφορά αξιών αυτό να καταχωρηθεί και να ελεγχθεί από την αρμόδια Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς της εκάστοτε χώρας. Πηγή: Wikipedia, Prospectus (finance), 2018, [https://en.wikipedia.org/wiki/Prospectus\\_\(finance\)](https://en.wikipedia.org/wiki/Prospectus_(finance)).

<sup>54</sup> Serdaris (2016), ό.π., σελ. 2

κυριαρχούν οι ανώνυμες εταιρείες συγκεντρωμένης ιδιοκτησίας – και δη οι προσωπικές – , όπου παραδοσιακά προτιμάται ο δανεισμός έναντι της αύξησης κεφαλαίου, η συμμετοχική χρηματοδότηση έφερε κατά βάση τη μορφή της χρηματοδότησης χωρίς οικονομικό αντάλλαγμα και δεν είχε γνωρίσει την διάδοση που συναντάμε σε άλλες χώρες. Στόχος συνεπώς του ως άνω νόμου, μεταξύ άλλων, είναι και η δημιουργία μίας μεγαλύτερης αγοράς συμμετοχικής χρηματοδότησης στη χώρα, που θα ενισχύσει την καινοτομία και την επιχειρηματικότητα, όπως χαρακτηριστικά αναφέρεται και στη σχετική αιτιολογική έκθεση.<sup>55</sup> Το πεδίο εφαρμογής του Ν. 4416/2016 καλύπτει αποκλειστικά και μόνο τη συμμετοχική επένδυση, η οποία, μάλιστα, χαρακτηρίζεται ρητά από τον Έλληνα νομοθέτη ως επενδυτική υπηρεσία.<sup>56</sup> Ο ελληνικός νόμος προσπαθεί να εξισορροπήσει αφενός μεν τον πρωταρχικό αυτό στόχο της στήριξης των επιχειρήσεων και αφετέρου την εξασφάλιση ενός επαρκούς επιπέδου προστασίας για τους επενδυτές.<sup>57</sup> Υιοθετείται, προς τον σκοπό αυτό, η μέθοδος της εφαρμογής εξαιρέσεων από την υποχρέωση για σύνταξη και δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου, κατά το πρότυπο αλλοδαπών εννόμων τάξεων.<sup>58</sup> Επιπλέον, υπάρχει πρόβλεψη για το crowdfunding και για τις δωρεές στον Νόμο 4351/2015 όπου αναφέρει: «Όταν ο έρανος διενεργείται από Πιστωτικό Ίδρυμα στο πλαίσιο της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης του και των δράσεων της Κοινωνικής Οικονομίας και Επιχειρηματικότητας (ν. 4019/2011, Α' 216), η διάρκειά του μπορεί να είναι μέχρι τρία (3) έτη». Ο έρανος μπορεί να αφορά σε χρηματική ενίσχυση μιας ή περισσότερων δράσεων, φορέων ή προσώπων και να διενεργείται μέσω φυσικών ή ηλεκτρονικών καταθέσεων σε λογαριασμό ή λογαριασμούς τηρούμενους στο Πιστωτικό Ίδρυμα.

Ειδικότερα, σύμφωνα με την παράγραφο 6 του άρθρου 1 του Ν. 3401/2005<sup>59</sup>, μπορεί να διενεργείται δημόσια προσφορά **χωρίς να απαιτείται η κατάρτιση και δημοσιοποίηση του προβλεπόμενου ενημερωτικού δελτίου**, εφόσον συντρέχουν σωρευτικά οι εξής προϋποθέσεις:

α) Η προσφορά διενεργείται αποκλειστικά μέσω ηλεκτρονικού συστήματος, το οποίο διαχειρίζεται ΑΕΠΕΥ (Ανώνυμη Εταιρεία Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών) που έχει λάβει άδεια να παρέχει τουλάχιστον την επενδυτική υπηρεσία της λήψης και διαβίβασης εντολών και την παρεπόμενη υπηρεσία της διοικητικής διαχείρισης –

<sup>55</sup> Αιτιολογική Έκθεση ν. 4416/2016 ΜΕΡΟΣ Α' παρ. 4-5: «Το crowdfunding («χρηματοδότηση από το πλήθος»- «συμμετοχική χρηματοδότηση») είναι ένας νέος τρόπος άντλησης κεφαλαίων από μεγάλο αριθμό ενδιαφερομένων, κυρίως μέσω του διαδικτύου. Αρχικά το crowdfunding συνδέθηκε με τη χρηματοδότηση διαφόρων κοινωφελών έργων ή με τη χρηματοδότηση μορφών τέχνης. Τελευταία όμως έχει αναδειχθεί ως μέθοδος άντλησης κεφαλαίων για νεοφυείς και καινοτόμες εταιρίες (startups) ή άλλα εμπορικά επιχειρήματα. Λόγω της συνεχιζόμενης κρίσης και λόγω της διαρκούς ανάγκης για ρευστότητα που αντιμετωπίζουν οι επιχειρήσεις, το crowdfunding έχει αποδειχθεί τον τελευταίο καιρό μια καλή εναλλακτική δυνατότητα χρηματοδότησης. Κατά τον τρόπο αυτό, αποφεύγεται ο τραπεζικός δανεισμός.»

<sup>56</sup> Αιτιολογική Έκθεση ν. 4416/2016 ΜΕΡΟΣ Α' παρ. 8: «Συγκεκριμένα η χρηματοδότηση μέσω του crowdfunding αφορά σε παροχή επενδυτικών υπηρεσιών, για την οποία απαιτείται άδεια από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (ΕΚ), ενώ η άντληση κεφαλαίων μέσω αυτού συνιστά πρόσκληση προς το κοινό για επένδυση, για την οποία απαιτείται η προηγούμενη δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου ή πληροφοριακού δελτίου, το οποίο επίσης πρέπει να εγκριθεί από την ΕΚ.»

<sup>57</sup> Serdaris (2016), ό.π., σελ. 3

<sup>58</sup> Serdaris (2016), ό.π., σελ. 8

<sup>59</sup> Όπως προστέθηκε με το άρθρο 23 Ν. 4416/2016, ΦΕΚ Α 160/6.9.2016.

θεματοφυλακής, ΑΕΔΟΕΕ (Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων) που έχει λάβει άδεια να παρέχει τις παρεπόμενες υπηρεσίες της περίπτωσης β' της παρ. 4 του άρθρου 6 του Ν. 4209/2013 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.

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

γ) Η συμμετοχή του ιδιώτη πελάτη, δεν μπορεί να υπερβαίνει το ποσό των πέντε χιλιάδων ευρώ (5.000) και σε κάθε περίπτωση το δέκα τοις εκατό (10%) του μέσου όρου των δηλωθέντων με την φορολογική δήλωση εισοδημάτων της προηγούμενης τριετίας, ανά εκδότη, και των τριάντα χιλιάδων ευρώ (30.000) κατ' έτος, ανά ΑΕΠΕΥ ή ΑΕΔΟΕΕ ή πιστωτικό ίδρυμα. Ο μηχανισμός αυτός εισάγεται σε πολλές έννομες τάξεις ως αντιστάθμισμα της απομείωσης προστασίας που έχουν οι επενδυτές από τη μη έκδοση πληροφοριακού δελτίου ή από τη μη διαμεσολάβηση εταιρείας παροχής επενδυτικών υπηρεσιών.<sup>60</sup>

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

Αμφισβητείται, πάντως, η αποτελεσματικότητα της εν λόγω πρόβλεψης, δεδομένου του ότι τα όρια επένδυσης τίθενται από το νόμο αδιακρίτως για κάθε είδος επενδυτή.<sup>61</sup> Με τη θέσπιση ενιαίου ορίου ύψους 500.000 ευρώ επί της ουσίας ο Έλληνας νομοθέτης αποκλείει τους μικρούς ιδιώτες επενδυτές από την αγορά συμμετοχικής χρηματοδότησης και δημιουργεί αυξημένο κίνδυνο δημιουργίας μίας «αγοράς λεμονιών», όπου τα προσφερόμενα προς χρηματοδότηση εγχειρήματα είναι χαμηλής ποιότητας.

Ωστόσο, η δημόσια προσφορά κινητών αξιών και με βάση το σημείο του Ν.4416/2016 περί της απαλλαγής των απαιτήσεων και διαδικασιών που προκύπτουν από την δημοσίευση του ενημερωτικού δελτίου, ισχύουν μόνο σε προσφορές αξιών που απευθύνονται στην Ελλάδα. Κάθε προσφορά αξιών που απευθύνεται σε επενδυτές ενός άλλου κράτους – μέλος της Ε.Ε. και διαμέσου μιας ελληνικής crowdfunding πλατφόρμας, υπόκειται στο κανονιστικό πλαίσιο το οποίο ισχύει στο συγκεκριμένο κράτος για την προσφορά αξιών και ως εκ τούτου δύναται να μη μπορούν να επωφεληθούν από την διάταξη περί απαλλαγής του Νόμου 4416/2016. Αντιστοίχως, μια πλατφόρμα η οποία δραστηριοποιείται σε μια ξένη χώρα και που προσφέρει κινητές αξίες σε επενδυτές στην Ελλάδα, πρέπει να πληροί τα σημεία που προβλέπονται στον Νόμο 4416/2016 για να επωφεληθεί από την συγκεκριμένη Οδηγία (απαλλαγή

<sup>60</sup> Κουλορίδας (2019), ό.π., σελ. 266

<sup>61</sup> Serdaris (2016), ό.π., σελ. 26-30

δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου) και να είναι σε πλήρη ευθυγράμμιση με τους τοπικούς ρυθμιστικούς περιορισμούς.

### 6.3 Νόμος 4514/2018

Δύο έτη αργότερα το 2018, οι ελληνικές αρχές προέβησαν στη ψήφιση του Νόμου 4514/2018 προκειμένου να ενσωματώσουν στο ελληνικό νομοθετικό πλαίσιο, για τη πληθοχρηματοδότηση, την οδηγία 2014/65/ΕΕ (MiFID II) του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και Συμβουλίου με σκοπό την εναρμόνιση με ευρωπαϊκό ρυθμιστικό πλαίσιο. Αναλυτικότερα, το αρ. 96 του ν. 4514/2018 φανερώνει τη βούληση του Έλληνα νομοθέτη να την υπαγάγει στην έννοια των επενδυτικών υπηρεσιών και δη της λήψης και διαβίβασης εντολών, υπαγωγή που προβληματίζει, καθώς παραβλέπει την ιδιαίτερη φύση της λειτουργίας της πλατφόρμας παροχής υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης.<sup>62</sup> Πάρα ταύτα, δυνάμει της ως άνω υπαγωγής θα πρέπει να γίνει δεκτό ότι η πλατφόρμα συμμετοχικής χρηματοδότησης φέρει τις υποχρεώσεις αδειοδότησης, τις οργανωτικές απαιτήσεις και τις ευθύνες του ν. 4514/2018 που ενσωματώνει τη MiFID II. Ωστόσο, η υπαγωγή αυτή δεν συνεπάγεται την δυνατότητα των ΕΠΕΥ ή των πιστωτικών ιδρυμάτων να παρέχουν επιπροσθέτως και υπηρεσίες συμμετοχικής χρηματοδότησης, αλλά υποδηλώνει την αποκλειστική παροχή των υπηρεσιών αυτών από τέτοιες εταιρίες.<sup>63</sup>

Ειδικότερα, στο άρθρο 96 παρ. 2 του Ν. 4514/2018 προβλέπεται ότι «με την επιφύλαξη του άρθρου 24», 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 κάτωθι:<sup>64</sup>

- α) πληροφορίες για τη νομική κατάσταση του εκδότη
- β) επισκόπηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας του εκδότη
- γ) πληροφορίες για πιθανά επενδυτικά σχέδια του εκδότη
- δ) πληροφορίες για τους μετόχους/εταίρους με ποσοστό πάνω από πέντε τοις εκατό (5%) και για το κεφάλαιο, καθώς και περιγραφή κάθε γνωστής στον εκδότη συμφωνίας, της οποίας η εφαρμογή θα μπορούσε, σε μεταγενέστερη ημερομηνία, να επιφέρει αλλαγές όσον αφορά τον έλεγχο του εκδότη
- ε) πληροφορίες για τη διοίκηση του εκδότη

<sup>62</sup> Μούζουλας (2019), ό.π. σελ. 146· Μούζουλας Σ., Κριτική αξιολόγηση της ρύθμισης της συμμετοχικής επένδυσης (crowd-investing) από τον ν. 4416/2016, ΔΕΕ 4/2017, 480-481

<sup>63</sup> Μούζουλας (2019), ό.π., σελ. 145

<sup>64</sup> Κουλορίδας (2019), ό.π., σελ. 260-261

στ) πληροφορίες για τυχόν συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ διοίκησης, μετόχων του εκδότη και ΑΕΠΕΥ, ΑΕΔΟΕΕ ή πιστωτικού ιδρύματος

ζ) πληροφορίες για τον τόπο δημοσίευσης των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων του εκδότη, όπως ιστοσελίδα του εκδότη, ΓΕΜΗ

η) πληροφορίες σχετικά με τις κινητές αξίες που προσφέρονται και τους όρους της προσφοράς, όπως τρόπος κατανομής των κινητών αξιών σε περίπτωση υπερκάλυψης της προσφοράς, παράδοση κινητών αξιών

θ) περιγραφή των δικαιωμάτων (ψήφου, πληροφόρησης) που αποκτά ο επενδυτής

ι) διακριτή παράθεση των παραγόντων κινδύνου που συνδέονται με τον εκδότη, τον τομέα δραστηριότητάς του και τις κινητές αξίες που προσφέρονται

ια) προειδοποίηση ότι η επένδυση δεν είναι αμέσως ρευστοποιήσιμη και υπάρχει το ενδεχόμενο ολικής απώλειας κεφαλαίου

ιβ) παράθεση των προσώπων που είναι υπεύθυνα για τις παραπάνω πληροφορίες

ιγ) προειδοποίηση ότι οι παραπάνω πληροφορίες δεν εγκρίνονται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

Σχετικά με την αδειοδότηση των εν λόγω παρόχων, σύμφωνα με την παρ. 1 του άρθρου 96 του Ν. 4514/2018, οι ΑΕΠΕΥ, οι ΑΕΔΟΕΕ και τα πιστωτικά ιδρύματα που προτίθενται να διαχειριστούν ηλεκτρονικά συστήματα, μέσω των οποίων προσφέρονται κινητές αξίες, σύμφωνα με τους όρους και τις προϋποθέσεις που προβλέπονται στην παρ. 6 του άρθρου 1 του Ν. 3401/2005, γνωστοποιούν αμέσως στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ή την Τράπεζα της Ελλάδος, κατά περίπτωση, την πρόθεσή τους αυτή, υποβάλλοντας ταυτόχρονα τα σχετικά με την δραστηριοποίηση αυτή στοιχεία και ιδίως την απόφαση του ΔΣ 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 οι οποίες θα προσφέρονται μέσω των συστημάτων τους, καθώς και οι διαδικασίες παρακολούθησης και συμμόρφωσης με τις προϋποθέσεις της παραγράφου 2 που προαναφέραμε. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ή η Τράπεζα της Ελλάδος, κατά περίπτωση, μπορεί να αντιταχθεί σε αυτή την πρόθεσή τους, μέσα σε διάστημα δύο (2) μηνών από την υποβολή όλων των προβλεπόμενων στοιχείων, αν κρίνει ότι δεν πληρούνται οι οργανωτικές προϋποθέσεις του άρθρου αυτού.

Απαραίτητο για την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών συνιστά η προηγούμενη κατάρτιση σύμβασης, είτε έγγραφης είτε με σταθερό μέσο, η οποία καθορίζει τα βασικά δικαιώματα και υποχρεώσεις των μερών και την περιγραφή των παρεχόμενων υπηρεσιών. Η εγγραφή του χρήστη στην πλατφόρμα και η κατάρτιση της σχετικής σύμβασης μπορεί να ολοκληρωθεί και ηλεκτρονικά με την αποδοχή των όρων χρήσης της πλατφόρμας από τον πελάτη, με τη συνδυασμένη χρήση ονόματος χρήστη και



κωδικού πρόσβασης που όρισε ο πελάτης, με την προϋπόθεση ότι ο πελάτης έχει πρόσβαση ανά πάσα στιγμή στους συμβατικούς όρους που διέπουν τη σχέση του με την εταιρεία και τον χρόνο κατάρτισης αυτών, μέσα από το λογαριασμό του.<sup>65</sup> Απαραίτητο επίσης είναι να διενεργηθεί ένας έλεγχος συμβατότητας και καταλληλότητας από την ΑΕΠΕΥ, ώστε να μπορεί η τελευταία να εκτιμήσει κατά πόσο το προϊόν ενδείκνυται για τον πελάτη. Για τον σκοπό αυτό η ΑΕΠΕΥ ζητάει πληροφορίες από τον πελάτη, τις οποίες συγκεντρώνει μέσω της συμπλήρωσης σχετικού ερωτηματολογίου. Συνστήνεται επίσης, χωρίς να συνιστά υποχρέωση, καθώς επαφίεται στη συναλλακτική πρακτική και στον εκδότη, η ενημέρωση του πελάτη, σύμφωνα με το άρθρο 24 του Ν. 4514/2016, να περιλαμβάνει την αποτύπωση των τυχόν περιορισμών εξόδου και αποπένδυσης ή μηχανισμών εξόδου που μπορεί να προβλέπονται από το καταστατικό ή τα λοιπά συμβατικά έγγραφα, όπως, ενδεικτικά, περιορισμούς στον τρόπο και χρόνο μεταβίβασης, τυχόν δικαιώματα προσκόλλησης, δικαίωμα εξόδου ή δικαίωμα προείσπραξης κ.α.<sup>66</sup>

#### 6.4 Κανονισμός ΕΕ 2017/1129 και Νόμος 4706/2020

Στη συνέχεια, υιοθετήθηκε ο Ν. 4706/2020, σκοπός του οποίου ήταν η αναμόρφωση της νομοθεσίας σχετικά με τις απαιτήσεις δημοσίευσης κατά τη δημόσια προσφορά κινητών αξιών ή κατά την εισαγωγή κινητών αξιών προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά, καθώς και η θέσπιση μέτρων εφαρμογής του Κανονισμού ΕΕ 2017/1129 («Κανονισμός για το ενημερωτικό δελτίο»), σχετικά με το ενημερωτικό δελτίο που δημοσιεύεται κατά τη δημόσια προσφορά κινητών αξιών ή κατά την εισαγωγή κινητών αξιών προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά.

Τα βασικά σημεία του Κανονισμού ΕΕ 2017/1129 ήταν τα εξής:<sup>67</sup>

- απαλλάσσει από την ανάγκη κατάρτισης ενημερωτικού δελτίου για κάθε δημόσια προσφορά κινητών αξιών, συμπεριλαμβανομένων έργων πληθοχρηματοδότησης κάτω του 1 εκατομμυρίου ευρώ (προηγουμένως το όριο ήταν 100.000 ευρώ).
- δίνει τη δυνατότητα στα κράτη μέλη της ΕΕ να εξαιρούν από την ανάγκη ενημερωτικού δελτίου δημόσιες προσφορές κινητών αξιών που δεν υπερβαίνουν τα 8 εκατομμύρια ευρώ, εφόσον δεν απαιτούν κοινοποίηση («διαβατήριο»).
- θεσπίζει κανόνες για να περιοριστεί η τάση υπερφόρτωσης των ενημερωτικών δελτίων με γενικούς παράγοντες κινδύνου.
- ενισχύει την εποπτική σύγκλιση εναρμονίζοντας τη διαδικασία ελέγχου και έγκρισης των ενημερωτικών δελτίων (συμπεριλαμβανομένων των χρονοδιαγραμμάτων που ισχύουν) σε όλη την ΕΕ.

<sup>65</sup> Κουλορίδας (2019), ό.π., σελ. 279

<sup>66</sup> Κουλορίδας (2019), ό.π., σελ. 291

<sup>67</sup> <https://eur-lex.europa.eu/EL/legal-content/summary/prospectus-to-be-published-when-securities-are-offered-to-the-public-or-admitted-to-trading-on-a-regulated-market.html>

- παρέχει τη δυνατότητα στις εταιρείες που εκδίδουν συχνά κινητές αξίες να χρησιμοποιούν το γενικό έγγραφο αναφοράς για να διασφαλίζεται η έγκριση μέσω ταχείας διαδικασίας από τις εποπτικές αρχές εντός 5 ημερών.
- θεσπίζει μία ευρωπαϊκή ηλεκτρονική βάση δεδομένων, την οποία διαχειρίζεται δωρεάν η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ESMA) και η οποία περιέχει όλα τα ενημερωτικά δελτία που έχουν εγκριθεί στον Ευρωπαϊκό Οικονομικό Χώρο.

Ο Νόμος 4706/2020 που θέσπισε μέτρα εφαρμογής του Κανονισμού ΕΕ 2017/1129<sup>68</sup> προέβλεπε ότι για δημόσια προσφορά κινητών αξιών, με συνολική ανταλλακτική αξία στην Ένωση μικρότερη των πέντε εκατομμυρίων (5.000.000) ευρώ, όριο που υπολογίζεται σε περίοδο δώδεκα (12) μηνών, **δεν απαιτείται η δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου**, σύμφωνα και με τις ειδικότερες προβλέψεις του Κανονισμού ΕΕ 2017/1129. Σύμφωνα με το άρθρο 58 παρ. 2 όμως του ίδιου Νόμου, προβλέφθηκε ότι για δημόσια προσφορά κινητών αξιών, με συνολική ανταλλακτική αξία μεγαλύτερη των πεντακοσίων χιλιάδων (500.000) ευρώ και έως πέντε εκατομμύρια (5.000.000) ευρώ, όριο που υπολογίζεται σε περίοδο δώδεκα (12) μηνών, **απαιτείται η δημοσίευση πληροφοριακού δελτίου**. Το περιεχόμενο του πληροφοριακού δελτίου, η διαδικασία έγκρισης και δημοσίευσής του καθορίζεται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Στη συνέχεια, στο άρθρο 59 του Ν. 4706/2020 προστέθηκε και τρίτη παράγραφος με το Ν. 4920/2022, η οποία εισήγαγε εξαίρεση στην απαίτηση για κατάρτιση και δημοσιοποίηση πληροφοριακού δελτίου, την οποία θα δούμε ειδικότερα παρακάτω στο σχετικό υποκεφάλαιο.

---

<sup>68</sup> Νόμος 4706/2020, Μέρος Β', Κεφ. Γ'.

## Κεφάλαιο 7: Κανονισμός ΕΕ 2020/1503 και Ν. 4920/2022

### 7.1 Κανονισμός ΕΕ 2020/1503

Όπως πολύ στοχευμένα αναφέρεται στο άρθρο «Harmonizing the crowdfunding regulation in Europe: need, challenges, and risks» (Cicchiello, 2020)<sup>69</sup>, τα τιθέμενα ερωτήματα είναι δύο : «1) Γιατί χρειαζόμαστε έναν εναρμονισμένο κανονισμό για το crowdfunding στην Ευρώπη;» και «2) Ποιες είναι οι προκλήσεις και οι κίνδυνοι που πρέπει να αντιμετωπιστούν;»

Σύμφωνα με την έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (Δεκέμβριος, 2017)<sup>70</sup>, «Η τρέχουσα κανονιστική αρχιτεκτονική γύρω από crowdfunding στην Ευρώπη είναι μάλλον ετερογενής». Επομένως, ο βασικός και θεμελιώδης στόχος της κανονιστικής εναρμόνισης είναι να επιτευχθεί ομοιομορφία στη ρύθμιση του crowdfunding των κρατών μελών μέσω του ορισμού κοινών νόμων, κανονισμών, προτύπων και πρακτικών για τους φορείς της συμμετοχικής χρηματοδότησης. Η άρση των κανονιστικών φραγμών στην ευρωπαϊκή αγορά θα επιτρέψει τη δημιουργία ενός ολοκληρωμένου οικοσυστήματος crowdfunding που θα προάγει τη διαφάνεια και τον υγιή ανταγωνισμό μεταξύ των συμμετεχόντων και θα εξασφαλίσει ένα καλύτερο καθεστώς προστασίας και ένα υψηλότερο επίπεδο εγγυήσεων για τους επενδυτές, συμβάλλοντας έτσι στην αποκατάσταση της εμπιστοσύνης τους σε αυτό.

Προτιμήθηκε λοιπόν από την Επιτροπή, η καθιέρωση ενός ενιαίου ενωσιακού κανονιστικού πλαισίου των παρόχων υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης, συνδυαστικά με τις εθνικές ρυθμίσεις.<sup>71</sup> Στην αρχική Πρόταση του Κανονισμού<sup>72</sup>, προβλεπόταν η θέσπιση ενός προαιρετικού ευρωπαϊκού ρυθμιστικού πλαισίου για τη συμμετοχική χρηματοδότηση, μόνο για όσους παρόχους επιθυμούσαν να επωφεληθούν του καθεστώτος του «ευρωπαϊκού διαβατηρίου» προς διευκόλυνση των διασυνοριακών τους συναλλαγών, και χωρίς να διευκρινίζεται το κατά πόσο οι εθνικές έννομες τάξεις θα μπορούσαν να επιβάλλουν πρόσθετες υποχρεώσεις. Το προαιρετικό αυτό κανονιστικό πλαίσιο θα συνυπήρχε, πάντως, τόσο με τις εθνικές ρυθμίσεις όσο και με προγενέστερα ευρωπαϊκά νομοθετήματα.<sup>73</sup> Δικαιολογητικός λόγος της πρότασης αυτής ήταν ο σεβασμός προς την αρχή της επικουρικότητας που διαπνέει το ευρωπαϊκό δίκαιο<sup>74</sup> και η ελπίδα ότι η διατήρηση των εθνικών ρυθμιστικών πλαισίων

---

<sup>69</sup> Antonella Francesca Cicchiello (2020) Harmonizing the crowdfunding regulation in Europe: need, challenges, and risks, *Journal of Small Business & Entrepreneurship*, 32:6, 585-606, DOI: 10.1080/08276331.2019.1603945, σελ. 7, [https://www.researchgate.net/publication/332624136\\_Harmonizing\\_the\\_crowdfunding\\_regulation\\_in\\_Europe\\_need\\_challenges\\_and\\_risks](https://www.researchgate.net/publication/332624136_Harmonizing_the_crowdfunding_regulation_in_Europe_need_challenges_and_risks)

<sup>70</sup> European Commission. 2017. “Identifying market and regulatory obstacles to cross-border development of crowdfunding in the EU.” Final report December 2017, σελ. 7, <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/8ea8cf4d-04a6-11e8-b8f5-01aa75ed71a1>

<sup>71</sup> Κουλορίδας (2019), ό.π., σελ. 308-309

<sup>72</sup> Προϊμιο Πρότασης Κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τους Ευρωπαίους παρόχους υπηρεσιών πληθοχρηματοδότησης για επιχειρήσεις, 08.03.2018, Σκέψη 14

<sup>73</sup> Macchiavello (2020), ό.π., σελ. 8

<sup>74</sup> Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση, αρ. 5 παρ. 3

θα γεννούσε εποικοδομητικό ρυθμιστικό ανταγωνισμό στο περιβάλλον της συμμετοχικής χρηματοδότησης.<sup>75</sup> Στην πραγματικότητα, όμως, η διατήρηση των εθνικών ρυθμίσεων μάλλον δημιουργεί μία κατάσταση κανονιστικής σύγχυσης για τους επενδυτές, γι' αυτό και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εγκατέλειψε στο τελικώς υιοθετηθέν κείμενο το μοντέλο της προαιρετικής ενωσιακής ρύθμισης.<sup>76</sup>

Έτσι, στις 20 Οκτωβρίου 2020 εκδόθηκε ο **Κανονισμός (ΕΕ) 2020/1503** του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τους ευρωπαϊούς παρόχους υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης για επιχειρήσεις, ο λεγόμενος «European Crowdfunding Service Providers Regulation (ECSP Regulation)». Ο νέος κανονισμός είχε ως αρχική ημερομηνία εφαρμογής στην Ελλάδα, την 10<sup>η</sup> Νοεμβρίου 2021. Ωστόσο, η εφαρμογή του κανονισμού καθυστέρησε να εισαχθεί στο εθνικό δίκαιο από τα κράτη μέλη και αυτό είχε ως αποτέλεσμα την παράταση της μεταβατικής περιόδου εφαρμογής από τις 10 Νοεμβρίου 2021 έως 10 Νοεμβρίου 2023. Με τον νέο κανονισμό, αντικείμενο του οποίου είναι οι πλατφόρμες και συγκεκριμένα αυτές που ασχολούνται με τη συμμετοχική χρηματοδότηση με οικονομικό αντάλλαγμα, ήτοι με τη συμμετοχική επένδυση και τη συμμετοχική δανειοδότηση, δημιουργείται το πλαίσιο μέσα στο οποίο μια πλατφόρμα δύναται να αποκτήσει άδεια παροχής υπηρεσιών σε όλη την Ευρωπαϊκή Ένωση, να συγκεντρώσει κεφάλαια και ενδιαφερόμενους, να τους φέρει κοντά και να διευκολύνει την διοχέτευση των χρημάτων από εκεί όπου υπάρχει διάθεση κεφαλαίου εκεί όπου υπάρχει ανάγκη. Ο κανονισμός άρει τα σύνορα κίνησης των κεφαλαίων στην Ευρώπη και ευνοεί τα κράτη μέλη μέσω της προώθησης των διασυνοριακών υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης της άσκησης του δικαιώματος ελεύθερης παροχής και λήψης των υπηρεσιών αυτών στην εσωτερική αγορά.<sup>77</sup> Το μεγάλο πλεονέκτημα που υπάρχει πλέον σε αυτή τη διαδικασία είναι πως σε χώρες που υπάρχουν καλές επιχειρηματικές ιδέες αλλά δεν έχουν πρόσβαση σε μεγάλο εύρος κεφαλαίων, τώρα τους δίνεται η δυνατότητα να βρουν χρηματοδότηση. Εκτός των επιχειρήσεων υπάρχει όφελος και στους επενδυτές οι οποίοι επιτυγχάνουν καλύτερη διασπορά κινδύνου και μεγαλύτερη διαφοροποίηση στο χαρτοφυλάκιο τους.

Εάν αναλύαμε τις διατάξεις του κανονισμού θα μπορούσαμε να καταλήξουμε στο συμπέρασμα ότι μπορούν να διαχωριστούν σε δύο κύριες κατηγορίες. Η πρώτη κατηγορία αποτελείται από τις διατάξεις που αφορούν τη λειτουργία της αγοράς του crowdfunding. Οι διατάξεις αυτές αφορούν κυρίως στην αδειοδότηση και εποπτεία των πλατφορμών crowdfunding, καθώς και στις οργανωτικές και λειτουργικές απαιτήσεις που πρέπει να πληρούν προκειμένου να είναι σε θέση να παρέχουν υπηρεσίες crowdfunding. Η δεύτερη κατηγορία αποτελείται από τις διατάξεις οι οποίες καθορίζουν τις ειδικές -κυρίως ουσιαστικές- απαιτήσεις συμπεριφοράς που ισχύουν για τις πλατφόρμες crowdfunding και για τους ιδιοκτήτες έργων που επιθυμούν να συγκεντρώσουν κεφάλαια μέσω των εν λόγω πλατφορμών. Αυτές οι διατάξεις συμπληρώνονται από ορισμένους κανόνες "Know your Customer" στο επίπεδο της

<sup>75</sup> Macchiavello (2020), ό.π., σελ. 8

<sup>76</sup> Macchiavello (2020), ό.π., σελ. 8

<sup>77</sup> Προοίμιο Κανονισμού (ΕΕ) 2020/1503, Σκέψη 6, 7, 8

πλατφόρμας, οι οποίοι αποσκοπούν να διασφαλίσουν ότι οι επενδυτές γνωρίζουν το επίπεδο των κινδύνου που συνδέεται με τις επενδύσεις τους, λαμβάνοντας υπόψη ιδίως την προηγούμενη επενδυτική τους εμπειρία και την οικονομική τους κατάσταση, ώστε να είναι σε θέση να αποφεύγουν «λανθασμένες» επενδυτικές αποφάσεις.

Εξαιρούνται, κατά ρητή διάταξη του Κανονισμού, από το πεδίο εφαρμογής του οι υπηρεσίες συμμετοχικής χρηματοδότησης που προσφέρονται σε καταναλωτές για την κάλυψη καταναλωτικών αναγκών<sup>78</sup>, οι υπηρεσίες συμμετοχικής χρηματοδότησης που προσφέρονται από φυσικά ή νομικά πρόσωπα σύμφωνα με το εθνικό τους δίκαιο<sup>79</sup> και οι προσφορές με ανταλλακτική αξία που υπερβαίνει τα 5.000.000 ευρώ,<sup>80</sup> όριο που υπολογίζεται σε διάστημα 12 μηνών ως άθροισμα της συνολικής ανταλλακτικής αξίας των προσφορών κινητών αξιών και εισηγμένων μέσων για σκοπούς συμμετοχικής χρηματοδότησης από συγκεκριμένο κύριο χρηματοδοτούμενου εγχειρήματος και της συνολικής ανταλλακτικής αξίας των προσφορών κινητών αξιών προς το κοινό από τον κύριο του έργου αυτού.<sup>81</sup> Πλην της περίπτωσης που πάροχος υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης, κύριος του έργου ή επενδυτής έχει λάβει άδεια λειτουργίας ως πιστωτικό ίδρυμα σύμφωνα με το άρθρο 8 της οδηγίας 2013/36/ΕΕ, τα κράτη μέλη δεν εφαρμόζουν εθνικές απαιτήσεις για την εφαρμογή του άρθρου 9 παράγραφος 1 της εν λόγω οδηγίας και διασφαλίζουν ότι η εθνική νομοθεσία δεν απαιτεί άδεια πιστωτικού ιδρύματος ή άλλη ατομική αδειοδότηση, εξαίρεση ή απαλλαγή σε σχέση με την παροχή υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης στις ακόλουθες περιπτώσεις:

- α) για τους κυρίους των έργων που δέχονται κεφάλαια από επενδυτές σε σχέση με δάνεια που διευκολύνει ο πάροχος υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης· ή
- β) για τους επενδυτές που χορηγούν σε κυρίους των έργων δάνεια τα οποία διευκολύνει ο πάροχος υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης.<sup>82</sup>

Στην πρώτη κατηγορία διατάξεων, που όπως αναφέραμε σχετίζονται με την αδειοδότηση, εποπτεία και λειτουργία των πλατφορμών crowdfunding, υπάγεται μία σειρά από οργανωτικές και λειτουργικές απαιτήσεις, οι οποίες εντοπίζονται στα άρθρα 3 έως 11 του Κανονισμού. Ειδικότερα προβλέπεται ότι οι πάροχοι υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης θα πρέπει να ενεργούν με έντιμο, θεμιτό και επαγγελματικό τρόπο, με γνώμονα την καλύτερη δυνατή εξυπηρέτηση των συμφερόντων των πελατών τους.<sup>83</sup> Έτσι, οι πάροχοι υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης δεν θα καταβάλλουν ούτε θα λαμβάνουν αμοιβή, έκπτωση ή μη χρηματικό όφελος για να κατευθύνουν εντολές επενδυτών σε συγκεκριμένη προσφορά συμμετοχικής χρηματοδότησης που διατίθεται στην πλατφόρμα τους ή σε συγκεκριμένη προσφορά συμμετοχικής χρηματοδότησης που έγινε σε πλατφόρμα τρίτου.<sup>84</sup> Ο Κανονισμός προβλέπει επίσης στο άρθρο 4 ότι η διοίκηση των παρόχων

<sup>78</sup> Κανονισμός (ΕΕ) 2020/1503, αρ. 1 παρ. 2 περ. α΄

<sup>79</sup> Κανονισμός (ΕΕ) 2020/1503, αρ. 1 παρ. 2 περ. β΄

<sup>80</sup> Προοίμιο Κανονισμού (ΕΕ) 2020/1503, Σκέψη 16

<sup>81</sup> Κανονισμός (ΕΕ) 2020/1503, αρ. 1 παρ. 2 περ. γ΄

<sup>82</sup> Κανονισμός (ΕΕ) 2020/1503, αρ. 1 παρ. 3

<sup>83</sup> Κανονισμός (ΕΕ) 2020/1503, αρ. 3 παρ. 2

<sup>84</sup> Κανονισμός (ΕΕ) 2020/1503, αρ. 3 παρ. 3

υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης θεσπίζει και επιβλέπει την εφαρμογή επαρκών πολιτικών και διαδικασιών που εξασφαλίζουν την αποτελεσματική και συνετή διαχείριση, συμπεριλαμβανομένων του διαχωρισμού των καθηκόντων, της επιχειρησιακής συνέχειας, της αποτροπής των συγκρούσεων συμφερόντων, της εφαρμογής συστημάτων ελέγχων και εκτίμησης κινδύνων, της θέσης όρων καθορισμού της τιμής μιας προσφοράς και της επαναξιολόγησης, ανά διετία τουλάχιστον, των διασφαλίσεων προληπτικής εποπτείας, με τρόπο που προωθεί την ακεραιότητα της αγοράς και τα συμφέροντα των πελατών τους.<sup>85</sup> Θεμελιώνεται ακόμα και η διατήρηση αυστηρής πολιτικής σχετικά με την πρόληψη και την καταστολή καταστάσεων σύγκρουσης συμφερόντων οι οποίες μπορεί να ανακύψουν μεταξύ των ίδιων των παρόχων, συνδεδεμένων με αυτούς προσώπων ή και πελατών τους.<sup>86</sup> Συγκεκριμένα, οι πάροχοι υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης δεν δέχονται ως κύριους του έργου σε σχέση με τις υπηρεσίες συμμετοχικής χρηματοδότησης που παρέχονται στις πλατφόρμες τις οποίες διαχειρίζονται τα ακόλουθα:

- α) τους μετόχους τους που κατέχουν το 20% ή περισσότερο του μετοχικού κεφαλαίου ή των δικαιωμάτων ψήφου·
- β) τους διευθυντές ή υπαλλήλους τους·
- γ) κανένα φυσικό ή νομικό πρόσωπο που συνδέεται με τους εν λόγω μετόχους, διευθυντές ή υπαλλήλους με σχέση ελέγχου, όπως ορίζεται στο άρθρο 4 παράγραφος 1 σημείο 35 στοιχείο β) της οδηγίας 2014/65/ΕΕ.<sup>87</sup>

Στη συνέχεια, στα άρθρα 12 έως 18 του Κανονισμού ακολουθούν οι σχετικές με την αδειοδότηση, την εποπτεία και τις διασυννοριακές συναλλαγές διατάξεις. Εξ αυτών προκύπτουν ενδιαφέρουσες πληροφορίες, όπως το γεγονός ότι το νομικό πρόσωπο το οποίο προτίθεται να παρέχει υπηρεσίες συμμετοχικής χρηματοδότησης πρέπει να υποβάλλει αίτηση στην αρμόδια αρχή του κράτους μέλους όπου είναι εγκατεστημένο για χορήγηση άδειας παρόχου υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης. Η αρμόδια αρχή αξιολογεί, εντός 25 εργάσιμων ημερών από την παραλαβή της αίτησης, κατά πόσον η εν λόγω αίτηση είναι πλήρης ελέγχοντας ότι οι πληροφορίες που περιλαμβάνονται στην παράγραφο 2 του άρθρου 12 έχουν υποβληθεί. Εάν η αίτηση δεν είναι πλήρης, η αρμόδια αρχή ορίζει προθεσμία εντός της οποίας ο δυνητικός πάροχος υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης οφείλει να παράσχει τις πληροφορίες που λείπουν. Έπειτα, η αρμόδια αρχή, εντός τριών μηνών από την ημερομηνία παραλαβής πλήρους αίτησης, αξιολογεί αν ο δυνητικός πάροχος συμμορφώνεται με τις απαιτήσεις που ορίζονται στον παρόντα κανονισμό, και λαμβάνει πλήρως αιτιολογημένη απόφαση σχετικά με τη χορήγηση ή την άρνηση χορήγησης άδειας παρόχου υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης. Προβλέπεται επίσης, ότι η ESMA («European Securities and Markets Authority») καταρτίζει μητρώο με όλους τους παρόχους υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης. Το μητρώο είναι διαθέσιμο στο κοινό μέσω του ιστοτόπου της και επικαιροποιείται

<sup>85</sup> Κανονισμός (ΕΕ) 2020/1503, αρ. 4 παρ. 1

<sup>86</sup> Κανονισμός (ΕΕ) 2020/1503 αρ. 8 παρ. 3-4

<sup>87</sup> Κανονισμός (ΕΕ) 2020/1503 αρ. 8 παρ. 2

τακτικά.<sup>88</sup> Οι πάροχοι υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης υποβάλλουν ετησίως σε εμπιστευτική βάση στην αρμόδια αρχή που χορήγησε την άδεια έκθεση με τον κατάλογο των έργων που χρηματοδοτούνται μέσω της πλατφόρμας συμμετοχικής χρηματοδότησης τους, προσδιορίζοντας για κάθε έργο τα απαιτούμενα που αναφέρονται στο άρθρο 16 παρ. 1 του Κανονισμού. Επιπλέον, στο άρθρο 17 προσδιορίζονται οι λόγοι για τους οποίους οι αρμόδιες αρχές μπορεί να ανακαλέσουν άδειες που έχουν χορηγήσει, όπως όταν έχει διαπράξει σοβαρές παραβιάσεις του Κανονισμού.

Ειδικώς ρυθμίζεται η διαδικασία διασυννοριακής παροχής υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης. Συγκεκριμένα, τα κράτη – μέλη ορίζουν μία αρμόδια αρχή ως ενιαίο σημείο επαφής μεταξύ των εθνικών αρμόδιων αρχών και της ESMA και υποβάλλουν προς αυτή πληροφορίες σχετικά με τα κράτη – μέλη στα οποία ο πάροχος προτίθεται να παράσχει υπηρεσίες, την ταυτότητα των φυσικών και νομικών προσώπων που είναι υπεύθυνα για την παροχή αυτή, την ημερομηνία έναρξης της παροχής και κατάλογο κάθε άλλης ασκηθείσας δραστηριότητας εκτός του πεδίου εφαρμογής του Κανονισμού (ΕΕ) 2020/1503.<sup>89</sup> Το ενιαίο σημείο επαφής του κράτους – μέλους όπου χορηγήθηκε η άδεια κοινοποιεί εντός 10 εργάσιμων ημερών από την παραλαβή των ως άνω πληροφοριών τα στοιχεία αυτά στις εθνικές αρμόδιες αρχές και στην ESMA και ενημερώνει σχετικά με την κοινοποίηση αυτή τον πάροχο. Ο τελευταίος από την παραλαβή της κοινοποίησης ή 15 ημερολογιακές ημέρες από την υποβολή των ως άνω πληροφοριών δύναται να προχωρήσει στην παροχή διασυννοριακών υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης.<sup>90</sup>

Αρκετά λεπτομερείς είναι οι διατάξεις του Κανονισμού σχετικά με την προστασία των επενδυτών, στα άρθρα 19 έως 25, όπου ο ευρωπαϊός νομοθέτης, προχωρά σε διάκριση των επενδυτών σε ειδικευμένους και μη, εισάγοντας διάφορα επίπεδα διασφαλίσεων, κατάλληλων για καθεμία από τις εν λόγω κατηγορίες.<sup>91</sup> Ειδικότερα, η διάκριση μεταξύ ειδικευμένων και μη ειδικευμένων επενδυτών θα πρέπει να βασίζεται επί της διάκρισης μεταξύ επαγγελματιών πελατών και ιδιωτών πελατών που θεσπίστηκε με την οδηγία 2014/65/ΕΕ. Ωστόσο, η διάκριση θα πρέπει επίσης να λαμβάνει υπόψη τα χαρακτηριστικά της αγοράς συμμετοχικής χρηματοδότησης. Ειδικότερα, η διάκριση μεταξύ ειδικευμένων και μη ειδικευμένων επενδυτών στον παρόντα κανονισμό θα πρέπει επίσης να λαμβάνει υπόψη την δυνητική εμπειρία των επενδυτών και τις γνώσεις τους σε θέματα συμμετοχικής χρηματοδότησης, η οποία και θα πρέπει να επαναξιολογείται ανά διετία. Οι πάροχοι υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης, προτού παραχωρήσουν σε δυνητικό μη ειδικευμένο επενδυτή πλήρη πρόσβαση για επενδύσεις στα έργα συμμετοχικής χρηματοδότησης που παρέχουν στην πλατφόρμα τους, αξιολογούν εάν και ποιες από τις παρεχόμενες υπηρεσίες είναι ενδεδειγμένες για τον δυνητικό μη ειδικευμένο επενδυτή.<sup>92</sup> Για τους σκοπούς της αξιολόγησης, οι

<sup>88</sup> Κανονισμός (ΕΕ) 2020/1503 αρ. 14 παρ. 1

<sup>89</sup> Κανονισμός (ΕΕ) 2020/1503 αρ. 18 παρ. 1

<sup>90</sup> Κανονισμός (ΕΕ) 2020/1503 αρ. 18 παρ. 4

<sup>91</sup> Προοίμιο Κανονισμού (ΕΕ) 2020/1503, Σκέψη 42

<sup>92</sup> Κανονισμός (ΕΕ) 2020/1503 αρ. 21 παρ. 1

πάροχοι υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης ζητούν πληροφορίες σχετικά με την πείρα, τους επενδυτικούς στόχους και την οικονομική κατάσταση του δυνητικού μη ειδικευμένου επενδυτή και σχετικά με τη βασική του κατανόηση όσον αφορά τους κινδύνους που ενέχει η επένδυση εν γένει και ειδικότερα τα είδη επενδύσεων που παρέχονται στην πλατφόρμα συμμετοχικής χρηματοδότησης.<sup>93</sup> Οι μη ειδικευμένοι επενδυτές πρέπει να ενημερώνονται από την πλατφόρμα σχετικά με τον κίνδυνο που υπάρχει στην περίπτωση που η επενδυτική τους προσφορά υπερβαίνει τα χίλια (1.000) ευρώ ή το πέντε τις εκατό (5%) της καθαρής περιουσίας τους. Προς περαιτέρω διασφάλιση των επενδυτών προβλέπεται ακόμα ότι ο πάροχος υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης θα προβλέπει μια περίοδο περίσκεψης πριν από τη σύναψη σύμβασης, κατά την οποία ο δυνητικός μη ειδικευμένος επενδυτής θα μπορεί, ανά πάσα στιγμή, να ανακαλέσει την προσφορά του για επένδυση ή την εκδήλωση ενδιαφέροντος στην προσφορά συμμετοχικής χρηματοδότησης χωρίς να αιτιολογήσει την απόφασή του και χωρίς να υποστεί κυρώσεις.<sup>94</sup>

Αναφορικά με το δελτίο βασικών πληροφοριών για τους επενδυτές, το οποίο συνιστά την βασικότερη ρύθμιση του Κανονισμού για την προστασία των επενδυτών, κάνουν λόγο τα άρθρα 23 και 24. Το δελτίο βασικών πληροφοριών, το οποίο συντάσσει ο κύριος του εκάστοτε εγχειρήματος, πρέπει να είναι ακριβές, σαφές και μη παραπλανητικό, κατ' αντιστοιχία προς τις διατάξεις για το περιληπτικό σημείωμα του ενημερωτικού δελτίου<sup>95</sup> και για το έγγραφο βασικών πληροφοριών<sup>96</sup>, χωρίς περαιτέρω υποσημειώσεις πέραν τυχόν αναγκαίων παραπομπών στο εφαρμοστέο δίκαιο, και παρουσιάζεται σε σταθερό, αυτοτελές και διακριτό μέσο, που δεν υπερβαίνει σε έκταση τις έξι σελίδες A4.<sup>97</sup> Η πλατφόρμα είναι υποχρεωμένη να διατηρεί το δελτίο επικαιροποιημένο πάντα και καθ' όλη τη διάρκεια της προσφοράς, γι' αυτό απαιτεί από τον κύριο του έργου να την ενημερώνει για κάθε αλλαγή σχετικά με τις πληροφορίες. Σε περίπτωση κατάρτισης ανακριβούς ή παραπλανητικού ή ελλιπούς Δελτίου, τα κράτη μέλη οφείλουν για την εφαρμογή στα υπεύθυνα για την κατάρτιση αυτή πρόσωπα (κύριος του έργου, διοικητικά, εποπτικά, διευθυντικά όργανα) των διατάξεων περί αστικής ευθύνης.<sup>98</sup> Παρ' όλα αυτά, οι πλατφόρμες οφείλουν να επαληθεύουν την πληρότητα, ακρίβεια και ορθότητα των πληροφοριών στο δελτίο, και σε περίπτωση που διαπιστώσουν ελλείψεις, σφάλματα ή ανακρίβειες, ενημερώνουν τον κύριο του έργου, ώστε να προβεί στις απαραίτητες διορθώσεις.<sup>99</sup> Εάν μετά από 30 ημερολογιακές ημέρες το δελτίο βασικών πληροφοριών για τους επενδυτές δεν έχει συμπληρωθεί ή διορθωθεί για την αποκατάσταση των παρατυπιών, η προσφορά συμμετοχικής χρηματοδότησης ακυρώνεται.

<sup>93</sup> Κανονισμός (ΕΕ) 2020/1503 αρ. 21 παρ. 2

<sup>94</sup> Κανονισμός (ΕΕ) 2020/1503 αρ. 22 παρ. 2

<sup>95</sup> Κανονισμός (ΕΕ) 2017/1129, αρ. 23 παρ. 7

<sup>96</sup> Κανονισμός (ΕΕ) 2014/1286 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 26ης Νοεμβρίου 2014 σχετικά με τα έγγραφα βασικών πληροφοριών που αφορούν συσκευασμένα επενδυτικά προϊόντα για ιδιώτες επενδυτές και επενδυτικά προϊόντα βασισζόμενα σε ασφάλιση (PRIIP), Κεφάλαιο II

<sup>97</sup> Κανονισμός (ΕΕ) 2020/1503, αρ. 23 παρ. 7

<sup>98</sup> Κανονισμός (ΕΕ) 2017/1129, αρ. 23 παρ. 10

<sup>99</sup> Κανονισμός (ΕΕ) 2017/1129, αρ. 23 παρ. 12 εδ. α'



**Ωστόσο**, στο άρθρο 1 παρ. 3 του Κανονισμού ΕΕ 2017/1129, προβλέπεται ότι **δεν υπάρχει υποχρέωση σύνταξης και δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου** για δημόσιες προσφορές κινητών αξιών με συνολική ανταλλακτική αξία μικρότερη του 1.000.000 ευρώ σε διάστημα δώδεκα μηνών, αν και δίνεται η δυνατότητα στα κράτη – μέλη να θέσουν για τις προσφορές αυτές ειδικές, αλλά όχι δυσανάλογες, υποχρεώσεις γνωστοποίησης σε εθνικό επίπεδο.<sup>100</sup> Εν συνεχεία, στην παρ. 4 του ίδιου άρθρου προβλέπεται ότι η υποχρέωση δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου που ορίζεται στο άρθρο 3 παρ. 1 δεν ισχύει σε καμία από τις ακόλουθες μορφές δημόσιων προσφορών κινητών αξιών: α) προσφορά κινητών αξιών η οποία απευθύνεται μόνον σε ειδικούς επενδυτές· β) προσφορά κινητών αξιών η οποία απευθύνεται σε λιγότερα από 150 φυσικά ή νομικά πρόσωπα ανά κράτος μέλος, τα οποία δεν είναι ειδικοί επενδυτές· γ) προσφορά κινητών αξιών των οποίων η ονομαστική αξία ανά μονάδα ανέρχεται σε τουλάχιστον 100.000 ευρώ, δ) προσφορά κινητών αξιών η οποία απευθύνεται σε επενδυτές οι οποίοι αποκτούν κινητές αξίες, με συνολική ανταλλακτική αξία τουλάχιστον 100.000 ευρώ ανά επενδυτή, για κάθε επιμέρους προσφορά· ε) μετοχές που εκδίδονται προς αντικατάσταση ήδη εκδοθεισών μετοχών της ίδιας κατηγορίας, εφόσον η έκδοση των νέων αυτών μετοχών δεν συνεπάγεται αύξηση του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου· στ) κινητές αξίες που προσφέρονται στο πλαίσιο εξαγοράς μέσω προσφοράς ανταλλαγής, υπό τον όρο ότι είναι διαθέσιμο στο κοινό έγγραφο σύμφωνα με τις ρυθμίσεις του άρθρου 21 παράγραφος 2, το οποίο περιέχει πληροφορίες που περιγράφουν τη συναλλαγή και την επίπτωσή της στον εκδότη· ζ) κινητές αξίες που προσφέρονται, διανέμονται ή πρόκειται να διανεμηθούν λόγω συγχώνευσης ή διάσπασης, υπό τον όρο ότι είναι διαθέσιμο στο κοινό έγγραφο σύμφωνα με τις ρυθμίσεις του άρθρου 21 παράγραφος 2, το οποίο περιέχει πληροφορίες που περιγράφουν τη συναλλαγή και την επίπτωσή της στον εκδότη· η) μερίσματα καταβληθέντα σε υφιστάμενους μετόχους υπό μορφή διάθεσης μετοχών της ίδιας κατηγορίας με εκείνες για τις οποίες καταβάλλεται το μέρισμα, υπό την προϋπόθεση ότι καθίσταται διαθέσιμο έγγραφο με πληροφορίες για τον αριθμό και το είδος αυτών των μετοχών, το οποίο παράλληλα αναφέρει τους λόγους και τις λεπτομέρειες της προσφοράς· θ) κινητές αξίες που προσφέρονται, διανέμονται ή πρόκειται να διανεμηθούν από εργοδότη ή από θυγατρική του εταιρεία σε νυν ή πρώην μέλη του διοικητικού συμβουλίου ή υπαλλήλους, υπό την προϋπόθεση ότι καθίσταται διαθέσιμο έγγραφο με πληροφορίες για τον αριθμό και τη φύση των κινητών αξιών καθώς και για τους λόγους και τις λεπτομέρειες της προσφοράς ή της διανομής· ι) στις μη μετοχικές κινητές αξίες που εκδίδονται συνεχώς ή κατ' επανάληψη από πιστωτικά ιδρύματα εφόσον η συνολική αθροιστική ανταλλακτική αξία των προσφερόμενων κινητών αξιών στην Ένωση είναι μικρότερη από 75.000 000 ευρώ ανά πιστωτικό ίδρυμα υπολογισμένη σε περίοδο δώδεκα μηνών, υπό τον όρο ότι αυτές οι κινητές αξίες: i) δεν είναι μειωμένης εξασφάλισης, μετατρέψιμες ή εναλλάξιμες· και ii) δεν παρέχουν δικαίωμα εγγραφής ή απόκτησης άλλων ειδών κινητών αξιών ούτε συνδέονται με παράγωγο μέσο.

---

<sup>100</sup> Κανονισμός (ΕΕ) 2017/1129, αρ. 1 παρ. 3

Ο Κανονισμός (ΕΕ) 2020/1503 τροποποιεί την παρ. 4 του αρ. 1 του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/1129, προσθέτοντας ρητή εξαίρεση από την υποχρέωση κατάρτισης και δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου και για τους παρόχους υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης. Σύμφωνα με το νέο καθεστώς, θεσπίζεται εξαίρεση από την υποχρέωση κατάρτισης ενημερωτικού δελτίου, όταν τα αντλούμενα κεφάλαια, για διάστημα 12 μηνών, δεν υπερβαίνουν το ποσό των 5.000.000 ευρώ.<sup>101</sup>

## 7.2 Νόμος 4920/2022

Τέλος, ο πρόσφατος Ν. 4920/2022<sup>102</sup>, εναρμονίζοντας το ελληνικό δίκαιο, μεταξύ άλλων, με τον Κανονισμό ΕΕ 2020/1503 για τη συμμετοχική χρηματοδότηση επιχειρήσεων, φανερώνει την επανατοποθέτηση του Έλληνα νομοθέτη στην προσέγγισή του σε σχέση με αυτή τη δραστηριότητα, αναγνωρίζοντας πλέον τον ιδιαίτερο χαρακτήρα της και την αυτονόμησή της ως χρηματοοικονομική δραστηριότητα.<sup>103</sup> Ειδικότερα, σύμφωνα με το άρθρο 149 του ως άνω νόμου, επικαιροποιήθηκε το θεσμικό πλαίσιο που εφαρμόζεται στις υπηρεσίες συμμετοχικής χρηματοδότησης, ιδίως ως προς τους Ευρωπαίους παρόχους υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης για επιχειρήσεις, προκειμένου να αρθούν τα εμπόδια διασυνοριακής συμμετοχικής χρηματοδότησης εντός της ΕΕ, ενώ ακόμα ρυθμίζεται το ζήτημα της άδειας λειτουργίας των παρόχων υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης, ώστε αυτοί να εξαιρούνται από πεδίο εφαρμογής του Νόμου 4514/2018, προκειμένου η ίδια δραστηριότητα να μην υπόκειται σε πολλαπλές άδειες εντός της ΕΕ (προστέθηκε με το άρθρο 150 του ν. 4920/2022 η περ. ιδ. στην παρ. 1 του άρθρου 3 του ν. 4514/2018). Επίσης προστέθηκε και η παρ. 3 στο άρθρο 59 του Νόμου 4706/2020 σύμφωνα με την οποία «Κατ' εξαίρεση, μπορεί να διενεργείται δημόσια προσφορά χωρίς να απαιτείται η κατάρτιση και δημοσιοποίηση του προβλεπόμενου πληροφοριακού δελτίου, σύμφωνα με την παρ. 2 του άρθρου 58 του παρόντος, εφόσον συντρέχουν οι προϋποθέσεις του Κανονισμού (ΕΕ) 2020/1503 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 7ης Οκτωβρίου 2020, σχετικά με τους Ευρωπαίους παρόχους υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης για επιχειρήσεις και την τροποποίηση του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/1129 και της Οδηγίας (ΕΕ) 2019/1937». Με τον νέο νόμο, ρυθμίζονται, κυρίως, ζητήματα κυρώσεων και εξουσιών των αρμόδιων αρχών, όπως απαιτεί ο Κανονισμός, και ορίζεται ως αρμόδια εθνική αρχή η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ενώ σε περίπτωση που πάροχοι είναι πιστωτικά ιδρύματα, αρμόδια για την αδειοδότησή τους είναι η Τράπεζα της Ελλάδος. Οι αρμοδιότητες και τα καθήκοντά τους εξειδικεύονται περαιτέρω προς συμμόρφωση με το ενωσιακό νομοθέτημα.

<sup>101</sup> Κανονισμός (ΕΕ) 2020/1503, αρ. 1 παρ. 2 στοιχ. γ'. Κανονισμός (ΕΕ) 2017/1129, αρ. 1 παρ. 4 στοιχ. ια'

<sup>102</sup> Νόμος 4920/2022, Μέρος Ε', άρθρα 148 επ.

<sup>103</sup> <https://www.capital.gr/me-apopsi/3633019/i-autonomisi-tis-summetoxikis-xrimatodotisis-crowdfunding-os-drastiriotitas-apo-ton-n-4920-22/>

## Κεφάλαιο 8: Συμπεράσματα

Κλείνοντας την ανάλυση μας σχετικά με τη συμμετοχική χρηματοδότηση, τόσο υπό το πρίσμα της τεχνολογικής και επιχειρηματικής θεώρησης αυτής, όσο και αναφορικά με το νομοθετικό πλαίσιο που τη διέπει, θα αποπειραθούμε να καταγράψουμε τα συμπεράσματα που προκύπτουν και μερικές σκέψεις και προτάσεις.

Η συμμετοχική χρηματοδότηση, στην ουσία της, αντιπροσωπεύει τη δύναμη του λαού, τη δυνατότητα του κοινού να διαμορφώνει το μέλλον και να υποστηρίζει ιδέες που ίσως διαφορετικά θα παρέμεναν στο χώρο της φαντασίας. Με τη διασύνδεση δημιουργών - χρηματοδοτούμενων και επενδυτών-χρηματοδοτών μέσω διαδικτυακών πλατφορμών, η συμμετοχική χρηματοδότηση έχει δημιουργήσει μια νέα παράδοση στη χρηματοδότηση που αντανάκλα την πολυφωνία των ιδεών και των αναγκών.

Ωστόσο, όπως κάθε καινοτομία, η συμμετοχική χρηματοδότηση διακινείται ανάμεσα σε θετικά και αρνητικά. Από τη μία πλευρά, δίνει τη δυνατότητα σε μικρούς επιχειρηματίες και δημιουργούς να πραγματοποιήσουν τις φιλόδοξες ιδέες τους χωρίς την εξάρτηση από παραδοσιακούς χρηματοδοτικούς φορείς. Από την άλλη ωστόσο, υπάρχει η ανάγκη για προσεκτική διαχείριση και ασφάλεια, καθώς η απουσία παραδοσιακών μηχανισμών ελέγχου μπορεί να οδηγήσει σε απάτες και ανεπιθύμητες συνέπειες.

Με βάση τα όσα παρουσιάσαμε στις προηγούμενες ενότητες, το νομοθετικό πλαίσιο είναι ιδιαίτερα σημαντικό για την ανάπτυξη τόσο των πλατφορμών συμμετοχικής χρηματοδότησης όσο και της προστασίας των χρηματοδοτών – επενδυτών. Η Ευρωπαϊκή Ένωση, στο πλαίσιο ενίσχυσης των εναλλακτικών τρόπων χρηματοδότησης των μικρομεσαίων – ιδίως νεοφυών – επιχειρήσεων, υιοθετεί τον Κανονισμό (ΕΕ) 2020/1503 σχετικά με τους Ευρωπαίους παρόχους υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης, με στόχο να θωρακίσει την αγορά συμμετοχικής χρηματοδότησης στην Ευρώπη με ένα ισχυρό κανονιστικό πλαίσιο, που θα συμβάλλει στην ανάπτυξή της και θα διευκολύνει την άντληση κεφαλαίων για επιχειρήσεις που βρίσκονται στο πρώιμο στάδιο του χρηματοδοτικού τους κύκλου. Η επιλογή της μέγιστης εναρμόνισης, που επιχείρησε η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, αποτελεί μια σημαντική αλλαγή από την παραδοσιακή πρακτική της αμοιβαιότητας στο ενωσιακό δίκαιο της κεφαλαιαγοράς. Η μέγιστη εναρμόνιση σημαίνει ότι οι εθνικοί νομοθέτες έχουν πολύ περιορισμένη διακριτική ευχέρεια να τροποποιήσουν τον κανονισμό. Αυτό έχει ως στόχο να διασφαλιστεί η ομοιομορφία της εφαρμογής του κανονισμού σε όλη την Ευρώπη. Πέραν όμως των επιχειρήσεων που αναζητούν χρηματοδότηση, ο Ευρωπαίος νομοθέτης μεριμνά και για τον επενδυτή με επιβολή υποχρεώσεων πληροφόρησης και μία σειρά από διατάξεις που αποκοπούν στην προστασία αυτού, στην διασφάλιση της ακεραιότητας της αγοράς και στον περιορισμό της πληροφοριακής ασυμμετρίας. Αν υπάρχει κριτική ως προς τις εν λόγω ρυθμίσεις, είναι ότι δίνουν μεγάλη έμφαση σε μία μονοδιάστατη πληροφόρηση μέσω του δελτίου βασικών πληροφοριών και δεν αξιοποιούν πλήρως τη λεγόμενη «σοφία του πλήθους».

Μία άλλη κανονιστική κατεύθυνση θα μπορούσε να είναι η ενίσχυση της ποιότητας της αξιολόγησης του πλήθους, όχι μονοσήμαντα με περισσότερη πληροφόρηση από τον εκδότη μόνο, αλλά με βελτίωση των συνθηκών για τη λήψη ανεξάρτητων, διαφορετικών και αποκεντρωμένων επενδυτικών αποφάσεων, ώστε να αποφευχθεί ο μιμητισμός. Προς εκπλήρωση του σκοπού αυτού, θα μπορούσαν να υλοποιηθούν προτάσεις όπως η παροχή εκπαίδευσης και ενημέρωσης των επενδυτών σχετικά με τους τρόπους αξιολόγησης των επενδύσεων και των ρίσκων που σχετίζονται με αυτές. Αυτό θα ενισχύσει την ικανότητά τους να λαμβάνουν ενημερωμένες αποφάσεις. Επίσης προτάσεις συνιστούν και η παροχή πρόσβασης σε διαφοροποιημένες πληροφορίες από διάφορες πηγές, όπως ανεξάρτητοι αναλυτές, εμπειρογνώμονες του κλάδου, και διαφορετικά εργαλεία αξιολόγησης, καθώς και η δημιουργία κλίματος που ενθαρρύνει τους επενδυτές να λαμβάνουν ανεξάρτητες αποφάσεις χωρίς επιρροές από τις απόψεις άλλων επενδυτών ή οργανισμών.

Αμφισβητείται, επίσης, το κατά πόσο επιτυγχάνεται πλήρης εναρμόνιση και δημιουργείται μία ενιαία αγορά συμμετοχικής χρηματοδότησης με τον Κανονισμό (ΕΕ) 2020/1503, δεδομένου του ότι το πεδίο εφαρμογής του καταλαμβάνει μόνο τη συμμετοχική χρηματοδότηση με οικονομικό αντάλλαγμα (βλ. σελ. 19). Κατά συνέπεια, η χρηματοδότηση μέσω δωρεάς και η χρηματοδότηση μέσω ανταμοιβής (συμμετοχική χορηγία, βλ. σελ. 19) εξακολουθούν να αποτελούν αντικείμενο ρύθμισης των εθνικών νομοθετών, και όχι πάντα με τρόπο αποτελεσματικό, γεγονός που οδηγεί σε νομοθετική σύγχυση, αλλά δυσχεραίνει και τις διασυνοριακές συναλλαγές.

Η έλλειψη συνοχής στις νομοθετικές απαιτήσεις πληροφόρησης που επιβάλλονται στους χρηματοδοτούμενους και στους παρόχους υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης δημιουργεί δυσκολίες στην αποτελεσματική υλοποίησή τους. Είναι δύσκολο να επιτευχθεί ομοιογενής προσέγγιση από τον μέσο επενδυτή, ο οποίος λειτουργεί ως βάση για τον καθορισμό του περιεχομένου, της δομής και της ποιότητας των πληροφοριών στο δελτίο βασικών πληροφοριών. Επιπλέον, η απαίτηση για σαφή και μη παραπλανητική πληροφόρηση, όπως ορίζεται από τον Κανονισμό, διατυπώνεται με αόριστο τρόπο, καθώς το νομοθετικό κείμενο δεν παρέχει κριτήρια για την ακρίβεια στον σχεδιασμό του δελτίου. Ακόμα και αν παρείχε κριτήρια, αυτά θα έπρεπε να προσαρμόζονται στις ιδιαίτερες ανάγκες κάθε κατηγορίας επενδυτών. Ως εκ τούτου, προτείνεται η προσαρμογή του περιεχομένου, της δομής και της ποιότητας του δελτίου σύμφωνα με τον τύπο του επενδυτή που απευθύνεται.

Σε συνάρτηση με τα παραπάνω, εντοπίζεται και το εξής παράδοξο, το οποίο εντείνει την ήδη υφιστάμενη νομοθετική σύγχυση και ενισχύει τον ρυθμιστικό ανταγωνισμό: Ενώ ο Ευρωπαϊός νομοθέτης, με τον Κανονισμό ΕΕ 2017/1129, παρέχει στα κράτη – μέλη τη ευχέρεια να αυξήσουν το όριο της εξαίρεσης από την υποχρέωση σύνταξης και δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου έως τα 8.000.000€, ο Κανονισμός ΕΕ 2020/1503, ακολούθησε άλλη πρακτική, ορίζοντας την εξαίρεση σε προσφορές ύψους κάτω των 5.000.000€.

Κατόπιν όλων των ανωτέρω, καταλήγουμε στο συμπέρασμα πως η υιοθέτηση του Κανονισμού δεν θα πρέπει να μας εφησυχάζει. Μία πρόταση θα ήταν ίσως, μία τροποποίηση του Κανονισμού, με ρυθμίσεις που ευνοούν την εξέλιξη, την πρωτοτυπία και τη διαφορετικότητα, σε ένα συνεχώς μεταβαλλόμενο τεχνολογικά και πολύ ανταγωνιστικό χρηματοοικονομικό περιβάλλον. Ακόμα, προτείνεται η επέκταση του πεδίου εφαρμογής του Κανονισμού, ώστε να καταλαμβάνει και προσφορές κάθε είδους κινητών αξιών και να μην επαφίεται η κάλυψη του νομοθετικού αυτού κενού στις εθνικές έννομες τάξεις. Το ποσοτικό όριο της εξαίρεσης από την υποχρέωση σύνταξης και δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου, σκόπιμο θα ήταν να αυξηθεί σε προσφορές έως 8.000.000€, ώστε να προσελκύνονται μεγαλύτερες επενδύσεις, αλλά και για να υπάρχει συνοχή ανάμεσα στα διάφορα κανονιστικά κείμενα. Κατόπιν της ανωτέρω ανάλυσης και στην προσπάθειά μας να συγκεντρώσουμε τα βασικά σημεία, τα οποία δημιουργούν προβληματισμό και σύγχυση ανάμεσα στα διάφορα νομοθετήματα, τόσο σε ευρωπαϊκό όσο και σε εθνικό επίπεδο, προκύπτουν τα παρακάτω:

1. Από την μία, ο Κανονισμός (ΕΕ) 2017/1129 δίνει τη δυνατότητα στα κράτη μέλη να εξαίρουν από την ανάγκη προηγούμενης σύνταξης και δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου, προσφορές έως 8.000.000€. Από την άλλη, ο Κανονισμός (ΕΕ) 2020/1503 θέτει ως όριο για την εξαίρεση αυτή τα 5.000.000, ενώ μάλιστα, ορίζει ότι δεν εφαρμόζεται, μεταξύ άλλων, σε προσφορές που η ανταλλακτική τους αξία υπερβαίνει τα 5.000.000€. Έτσι αυτομάτως, η ρύθμιση του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/1129 για το όριο των 8.000.000€, πέφτει σε αχρησία.
2. Ο Ν. 4706/2020, από τη μία, στην παράγραφο 1 του άρθρου 58, ορίζει ότι «Για δημόσια προσφορά κινητών αξιών, με συνολική ανταλλακτική αξία στην Ένωση μικρότερη των πέντε εκατομμυρίων (5.000.000) ευρώ, όριο που υπολογίζεται σε περίοδο δώδεκα (12) μηνών, **δεν απαιτείται η δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου**, σύμφωνα με τις ειδικότερες προβλέψεις του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/1129, και από την άλλη, στην παράγραφο 2 του ίδιου άρθρου ορίζει ότι «Για δημόσια προσφορά κινητών αξιών, με συνολική ανταλλακτική αξία μεγαλύτερη των πεντακοσίων χιλιάδων (500.000) ευρώ και έως πέντε εκατομμύρια (5.000.000) ευρώ, όριο που υπολογίζεται σε περίοδο δώδεκα (12) μηνών, **απαιτείται η δημοσίευση πληροφοριακού δελτίου**», χωρίς να επιχειρείται σε κανένα σημείο σαφής διάκριση ανάμεσα στο ενημερωτικό και στο πληροφοριακό δελτίο, με αποτέλεσμα να μην γίνεται κατανοητή η διαφορά ανάμεσα σε αυτά τα δύο δελτία.
3. Ο Ν. 4416/2016 αφορά στην συμμετοχική επένδυση. Ο Ν. 4514/2018 αφορά επίσης στη συμμετοχική επένδυση. Ο Κανονισμός (ΕΕ) 2020/1503 αφορά στη συμμετοχική επένδυση και στο συμμετοχικό δανεισμό. Ως αποτέλεσμα, οι μορφές της συμμετοχικής δωρεάς και της συμμετοχικής χρηματοδότησης με αντάλλαγμα, μένουν πάλι εκτός ρυθμιστικού πλαισίου.
4. Κατόπιν όλων των ανωτέρω, το πλέον παράδοξο θα ήταν αν πράγματι εφαρμοζόταν στην πράξη αυτό που προβλεπόταν στην αρχική Πρόταση του Κανονισμού 2020/1503, δηλαδή η θέσπιση ενός προαιρετικού ευρωπαϊκού

ρυθμιστικού πλαισίου για τη συμμετοχική χρηματοδότηση, το οποίο θα συνυπήρχε τόσο με τις εθνικές ρυθμίσεις όσο και με προγενέστερα ευρωπαϊκά νομοθετήματα.

Σε κάθε περίπτωση, η τεχνολογική εξέλιξη των πραγμάτων, οι οικονομικές δυναμικές και τα δεδομένα της αγοράς θα διαδραματίσουν καθοριστικό ρόλο στο να αποκαλυφθεί η πραγματική χρησιμότητα και αποτελεσματικότητα του νέου πλαισίου ρύθμισης για τη συμμετοχική χρηματοδότηση. Εκτός του νομοθετικού πλαισίου, η συμμετοχική χρηματοδότηση, σαν φαινόμενο, δεν παύει να αντιπροσωπεύει μία δυναμική μεταβολή στον τομέα της χρηματοδότησης, επιδιώκοντας να δημιουργήσει μια πιο δίκαιη και προσβάσιμη οικονομική πραγματικότητα, με την ελπίδα ότι η κοινοτική στήριξη θα συνεχίσει να είναι ο προωθητικός κινητήρας για τη δημιουργία καινοτόμων ιδεών που θα διαμορφώνουν τον κόσμο μας. Στο πλαίσιο αυτό, ενδιαφέρον θα παρουσίαζαν περαιτέρω μελέτες σχετικές με το πώς η συμμετοχική χρηματοδότηση μπορεί να ενισχύσει την καινοτομία και την επιχειρηματικότητα, μέσω της χρηματοδότησης νέων καινοτόμων ιδεών και επιχειρηματικών εγχειρημάτων, με το πώς η συμμετοχική χρηματοδότηση μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την ανάπτυξη κοινοτικών πόρων και υποδομών, όπως κοινόχρηστοι χώροι, εναλλακτικές μορφές μεταφοράς και αειφόρες πρακτικές και με το πώς η συμμετοχική χρηματοδότηση μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την ανάπτυξη διεθνών σχέσεων και συνεργασίας, μέσω της δημιουργίας παγκόσμιων συμμετοχικών πλατφορμών και της χρηματοδότησης διεθνών αναπτυξιακών έργων. Επιπλέον, θα μπορούσαν να διεξαχθούν μελέτες σχετικά με το πώς η τεχνητή νοημοσύνη μπορεί να εφαρμοστεί για τη βελτίωση της αξιολόγησης και της επιλογής συμμετοχικών χρηματοδοτικών έργων, καθώς και μελέτες αναφορικά με τον ρόλο της τεχνολογίας blockchain στο crowdfunding.

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

### **Πηγές νομοθετικού περιεχομένου**

Ενοποιημένη απόδοση της Συνθήκης για την Ευρωπαϊκή Ένωση, Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, C 202/1, 07.06.2016

Κανονισμός (ΕΕ) 2014/1286 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 26ης Νοεμβρίου 2014 σχετικά με τα έγγραφα βασικών πληροφοριών που αφορούν συσκευασμένα επενδυτικά προϊόντα για ιδιώτες επενδυτές και επενδυτικά προϊόντα βασιζόμενα σε ασφάλιση (PRIIP)

Κανονισμός (ΕΕ) 2017/1129 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 14<sup>ης</sup> 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

Κανονισμός (ΕΕ) 2020/1503 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 7<sup>ης</sup> Οκτωβρίου 2020 σχετικά με τους Ευρωπαίους παρόχους υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης για επιχειρήσεις και την τροποποίηση του κανονισμού (ΕΕ) 2017/1129 και της οδηγίας (ΕΕ) 2019/1937

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

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

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

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

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

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

Οδηγία 2014/65/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 15ης Μαΐου 2014 για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και την τροποποίηση της οδηγίας 2002/92/ΕΚ και της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

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

Πρόταση Κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τους Ευρωπαίους παρόχους υπηρεσιών πληθοχρηματοδότησης για επιχειρήσεις, 08.03.2018

### Λοιπές πηγές άντλησης βιβλιογραφίας

Αλεξανδρή, Γ. (2018). *Crowdfunding: έννοια, ορισμός και καινοτόμες μέθοδοι χρηματοδότησης* (Master's thesis, Πανεπιστήμιο Πειραιώς)

Βλαχοπούλου Μ. (2020). *Ψηφιακό Μάρκετινγκ, Από τη Θεωρία στην Πράξη*. Αθήνα: Rosili

Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Γενική Διεύθυνση Εσωτερικής Αγοράς, Βιομηχανίας, Επιχειρηματικότητας και ΜΜΕ, (2015). *Επεξήγηση της συμμετοχικής χρηματοδότησης : Οδηγός για μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις*, Publications Office. <https://data.europa.eu/doi/10.2873/57075>

Θωμά, Α. (2018). *Χρηματοδότηση από το πλήθος και εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης στην Ελλάδα* (Doctoral dissertation, University of Piraeus (Greece)).

Κανέλλος Λ. (2020). *THE GDPR HANDBOOK, Για DPOs, Επιχειρήσεις & Οργανισμούς*. Εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη

Κουλορίδας Α. (2019). *Εναλλακτικές Μορφές Χρηματοδότησης μέσω Διαδικτύου - Η συμμετοχική χρηματοδότηση*. Εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη

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

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

Πέππας, Γ. (2021). Το crowdfunding ως μέσο χρηματοδότησης των νεοφυών επιχειρήσεων

Χατζήμπεης, Γ., & Τεκμηρίωσης, Ε. Κ. (2015). Η πλατφόρμα Give & Fund.

Agrawal, A. K., Catalini, C., & Goldfarb, A. (2011). *The geography of crowdfunding* (No. w16820). National bureau of economic research.

Akerlof, G. A. (1970). 4. The market for 'lemons': quality uncertainty and the market mechanism. *Market Failure or Success*, 66.

Albrecht, C., Morales, V., Baldwin, J. K., & Scott, S. D. (2017). Ezubao: a Chinese Ponzi scheme with a twist. *Journal of Financial Crime*, 24(2), 256-259.



- Baeck, P., Collins, L., & Zhang, B. (2014). Understanding alternative finance. *The UK alternative finance industry report, 2014*.
- Banerjee, A. V. (1992). A simple model of herd behavior. *The quarterly journal of economics, 107*(3), 797-817.
- Bechter, C., Jentzsch, S., & Frey, M. (2011). From wisdom to wisdom of the crowd and crowdfunding. *Journal of Communication and Computer, forthcoming*.
- Beier, M., & Wagner, K. (2015, December). Crowdfunding Success: A Perspective from Social Media and E-Commerce. In *ICIS*.
- Beier, M., Früh, S., & Jäger, C. (2019). Reward-based crowdfunding as a marketing tool for established smes: a multi case study. *Available at SSRN 3338084*.
- Belleflamme, P., Lambert, T., & Schwienbacher, A. (2010, June). Crowdfunding: An industrial organization perspective. In *Prepared for the workshop Digital Business Models: Understanding Strategies', held in Paris on June* (pp. 25-26).
- Belleflamme, P., Lambert, T., & Schwienbacher, A. (2014). Crowdfunding: Tapping the right crowd. *Journal of business venturing, 29*(5), 585-609.
- Belleflamme, P., Omrani, N., & Peitz, M. (2015). The economics of crowdfunding platforms. *Information Economics and Policy, 33*, 11-28.
- Brabham, D. C. (2008). Crowdsourcing as a model for problem solving: An introduction and cases. *Convergence, 14*(1), 75-90.
- Bretschneider, U., Knaub, K., & Wieck, E. (2014). Motivations for crowdfunding: what drives the crowd to invest in start-ups?.
- Brüntje, D., & Gajda, O. (2016). Crowdfunding in Europe. *State of the Art in Theory and Practice*.
- Bruton, G., Khavul, S., Siegel, D., & Wright, M. (2015). New financial alternatives in seeding entrepreneurship: Microfinance, crowdfunding, and peer-to-peer innovations. *Entrepreneurship theory and practice, 39*(1), 9-26.
- Cai, X., Cong, Y., & Sakemoto, R. (2023). COVID-19 and the forward-looking stock-bond return relationship. *Applied Economics Letters, 30*(3), 297-301.
- Cicchello, A. F. (2020). Harmonizing the crowdfunding regulation in Europe: need, challenges, and risks. *Journal of Small Business & Entrepreneurship, 32*(6), 585-606.
- Collins, L., & Pierrakis, Y. (2012). The venture crowd: crowdfunding equity investments into business.
- Colombo, M. G., Franzoni, C., & Rossi-Lamastra, C. (2015). Internal social capital and the attraction of early contributions in crowdfunding. *Entrepreneurship theory and practice, 39*(1), 75-100.

- Cumming, D. J., Leboeuf, G., & Schwienbacher, A. (2020). Crowdfunding models: Keep-it-all vs. all-or-nothing. *Financial Management*, 49(2), 331-360.
- Cumming, D. J., Martinez-Salgueiro, A., Reardon, R. S., & Sewaid, A. (2021). COVID-19 bust, policy response, and rebound: equity crowdfunding and P2P versus banks. *The Journal of Technology Transfer*, 1-22.
- Degryse, H., Lambert, T., & Schwienbacher, A. (2012). *Suffrage Institutions and Financial Development: Does the Middle Class Have a Say?*. Mimeo, Université Lille.
- Di Pietro, F., & Buttice, V. (2020). Institutional characteristics and the development of crowdfunding across countries. *International Review of Financial Analysis*, 71, 101543.
- Di Pietro, F., Bogers, M. L., & Prencipe, A. (2021). Organisational barriers and bridges to crowd openness in equity crowdfunding. *Technological Forecasting and Social Change*, 162, 120388.
- Dorff, M. B. (2013). The Siren Call of Equity Crowdfunding. Available at SSRN 2325634.
- Eisenmann, T., Parker, G., & Van Alstyne, M. W. (2006). Strategies for two-sided markets. *Harvard business review*, 84(10), 92.
- Elmer, G., Ward-Kimola, S., & Burton, A. G. (2020). Crowdfunding during COVID-19: An international comparison of online fundraising. *First Monday*.
- European Crowdfunding Network AISBL (2020). Early Impact of CoVid19 on the European Crowdfunding Sector. *European Crowdfunding Network*. <https://eurocrowd.org/2020/04/14/early-impact-of-covid19-on-the-european-crowdfunding-sector/> . Accessed 30 July 2020
- Freedman, D. M., & Nutting, M. R. (2015). *Equity Crowdfunding for Investors: A Guide to Risks, Returns, Regulations, Funding Portals, Due Diligence, and Deal Terms*. John Wiley & Sons.
- Galwin, W. F. (2012). Comment on SEC regulatory initiatives under the JOBS Act: Title III—Crowdfunding. Retrieved, 18(07), 2016.
- Gerber, E. M., Hui, J. S., & Kuo, P. Y. (2012, February). Crowdfunding: Why people are motivated to post and fund projects on crowdfunding platforms. In *Proceedings of the international workshop on design, influence, and social technologies: techniques, impacts and ethics* (Vol. 2, No. 11, p. 10).
- Gerber, E. M., & Hui, J. (2013). Crowdfunding: Motivations and deterrents for participation. *ACM Transactions on Computer-Human Interaction (TOCHI)*, 20(6), 1-32.

- Gierczak, M. M., Bretschneider, U., Haas, P., Blohm, I., & Leimeister, J. M. (2016). Crowdfunding: Outlining the new era of fundraising. In *Crowdfunding in Europe* (pp. 7-23). Springer, Cham.
- Giudici, G., Guerini, M., & Rossi Lamastra, C. (2013). Why crowdfunding projects can succeed: the role of proponents' individual and territorial social capital. *Available at SSRN 2255944*.
- Gobble, M. M. (Ed.). (2012). Everyone is a venture capitalist: the new age of crowdfunding. *Research technology management*, 55(4), 4-7.
- Guo, Y., & Liang, C. (2016). Blockchain application and outlook in the banking industry. *Financial innovation*, 2, 1-12.
- Haas, P., Blohm, I., & Leimeister, J. M. (2014). An empirical taxonomy of crowdfunding intermediaries.
- Haddad, C., & Hornuf, L. (2019). The emergence of the global fintech market: Economic and technological determinants. *Small business economics*, 53(1), 81-105.
- Howe, J. (2006). The rise of crowdsourcing. *Wired magazine*, 14(6), 1-4.
- Howe, J. (2008). *Crowdsourcing: How the power of the crowd is driving the future of business*. Random House.
- Junge, L. B., Laursen, I. C., & Nielsen, K. R. (2022). Choosing crowdfunding: Why do entrepreneurs choose to engage in crowdfunding?. *Technovation*, 111, 102385.
- Kim, Y., Shaw, A., Zhang, H., & Gerber, E. (2017, February). Understanding trust amid delays in crowdfunding. In *Proceedings of the 2017 ACM Conference on computer supported cooperative work and social computing* (pp. 1982-1996).
- Kirby, E., & Worner, S. (2014). Crowd-funding: An infant industry growing fast. *IOSCO Research Department*, 2014, 1-63.
- Kitchens, R., & Torrence, P. D. (2012). The JOBS Act-crowdfunding and beyond. *Economic Development Journal*, 11(4), 42.
- Klaes, M. (Ed.). (2017). *Identifying Market and Regulatory Obstacles to Cross-border Development of Crowdfunding in the EU*. Publications Office of the European Union.
- Kunz, M. M., Englisch, O., Beck, J., & Bretschneider, U. (2016). Sometimes you win, sometimes you learn: Success factors in reward-based crowdfunding. *Multikonferenz Wirtschaftsinformatik (MKWI), Ilmenau, 2016*, 467-478.
- Landemore, H. E. (2009, September). Democratic Reason: Why the Many Are Smarter than the Few and Why It Matters. In *APSA 2009 Toronto Meeting Paper*.

Lu, C. T., Xie, S., Kong, X., & Yu, P. S. (2014, February). Inferring the impacts of social media on crowdfunding. In *Proceedings of the 7th ACM international conference on Web search and data mining* (pp. 573-582).

Macchiavello, E. (2021). The European crowdfunding service providers regulation: the future of marketplace lending and investing in Europe and the 'Crowdfunding Nature'Dilemma. *European Business Law Review*, 32(3).

Marelli, A., & Ordanini, A. (2016). What makes crowdfunding projects successful 'before' and 'during' the campaign?. In *Crowdfunding in Europe* (pp. 175-192). Springer, Cham.

Mashburn, D. (2013). The Anti-Crowd Pleaser: Fixing the Crowdfund Act's Hidden Risks and Inadequate Remedies. *Emory LJ*, 63, 127.

Mollick, E. R., & Kuppuswamy, V. (2014). After the campaign: Outcomes of crowdfunding. UNC Kenan-Flagler Research Paper, (2376997).

Mollick, E. (2014). The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. *Journal of business venturing*, 29(1), 1-16.

Muneeza, A., Arshad, N. A., & Arifin, A. T. (2018). The application of blockchain technology in crowdfunding: towards financial inclusion via technology. *International journal of management and applied research*, 5(2), 82-98.

Nerdinger, F. W. (2006). Motivierung. *Lehrbuch der Personalpsychologie*, 2, 385-407.

Ordanini, A., Miceli, L., Pizzetti, M., & Parasuraman, A. (2011). Crowd-funding: transforming customers into investors through innovative service platforms. *Journal of service management*.

Özde, Ö., & Gönül, Ç. (2021). The impact of COVID-19 pandemic on bank lending around the world.

Parnes, S. J., & Noller, R. B. (1972). Applied creativity: The creative studies project: Part II—Results of the two-year program. *The Journal of Creative Behavior*, 6(3), 164-186.

Pierrakis, Y., & Collins, L. (2013). Crowdfunding: A new innovative model of providing funding to projects and businesses. Available at SSRN 2395226.

Saadat, M. N., Halim, S. A., Osman, H., Nassr, R. M., & Zuhairi, M. F. (2019). Blockchain based crowdfunding systems. *Indonesian Journal of Electrical Engineering and Computer Science*, 15(1), 409-413.

Schwienbacher, A., & Larralde, B. (2010). Crowdfunding of small entrepreneurial ventures. *Handbook of entrepreneurial finance*, Oxford University Press, Forthcoming.

Schwienbacher, A., & Larralde, B. (2012). Alternative types of entrepreneurial finance.

Serdaris, K. (2016). The Regulation of Crowdfunding under the Greek Securities Laws. Available at SSRN 2913443.

Shirky, C. interviewed by Blattberg, E. (2012): Clay Shirky talks JOBS Act and the new business ecosystem. Available at: [www.crowdsourcing.org/editorial/clay-shirky-talks-jobs-act-and-the-new-businessecosystem/13719](http://www.crowdsourcing.org/editorial/clay-shirky-talks-jobs-act-and-the-new-businessecosystem/13719).

Sigar, K. (2012). Fret no more: inapplicability of crowdfunding concerns in the internet age and the JOBS Act's safeguards. *Admin. L. Rev.*, 64, 473.

Sorenson, O., & Stuart, T. E. (2001). Syndication networks and the spatial distribution of venture capital investments. *American journal of sociology*, 106(6), 1546-1588.

Surowiecki, J. (2005). *The wisdom of crowds*. Anchor.

Thies, F., Wessel, M., & Benlian, A. (2014). Understanding the dynamic interplay of social buzz and contribution behavior within and between online platforms—evidence from crowdfunding.

Valanciene, L., & Jegeleviciute, S. (2013). Valuation of crowdfunding: benefits and drawbacks. *Economics and management*, 18(1), 39-48.

Zhao, Y., Harris, P., & Lam, W. (2019). Crowdfunding industry—History, development, policies, and potential issues. *Journal of Public Affairs*, 19(1), e1921.

### Διαδικτυακές πηγές

<https://www.kiva.org/pgtmp/home>

<https://help.crowdcube.com/hc/en-us/articles/206232464-What-fees-does-Crowdcube-charge-for-raising-finance-on-the-platform->

<https://help.crowdcube.com/hc/en-us/articles/360001527460>

<https://fr.ulule.com/>

<https://help.kickstarter.com/hc/en-us/articles/115005028634-What-are-the-fees->

<https://www.gofundme.com/c/pricing>

<https://www.kickstarter.com/projects/ryangrepper/coolest-cooler-21st-century-cooler-thats-actually?ref=discovery&term=coolest%20cooler>

<https://www.theverge.com/2014/8/27/6074101/the-biggest-kickstarter-ever-failed-the-first-time-around>

<https://www.justgiving.com/about/fees>

<https://helios-eie.ekt.gr/EIE/bitstream/10442/14648/1/GiveandFund.pdf>

<https://www.nesta.org.uk/feature/20-shades-startup/crowdcube/>

<https://www.moneymarketing.co.uk/news/fca-social-media-rules-create-retweets-minefield/>

LendingClub shares debut to 56% stock rise" (Press release). USA Today. December 11, 2014, <https://eu.usatoday.com/story/money/2014/12/11/ipo-stocks-markets-tech-loans-/20241925/>

Corkery, Michael (May 9, 2016). "As Lending Club Stumbles, Its Entire Industry Faces Skepticism". The New York Times.

<https://www.ftc.gov/news-events/news/press-releases/2021/07/lendingclub-agrees-pay-18-million-settle-ftc-charges>

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/equity-crowdfunding/>

<https://lenderkit.com/blog/spv-in-crowdfunding-and-how-it-works/>

Son, Hugh (February 18, 2020). "LendingClub buys Radius Bank for \$185 million in first fintech takeover of a regulated US bank". CNBC.

<https://www.enelgreenpower.com/it/paesieuropa/italia/scelta-rinnovabile>

<https://www.ener2crowd.com/it/progetti/dettaglio/148-parco-solare-augusta>

<https://www.thecrowdfundingcenter.com/data/projects>

<https://www.fundera.com/resources/crowdfunding-statistics>

[https://www.lecturesbureau.gr/1/george-akerlof-2867/#google\\_vignette](https://www.lecturesbureau.gr/1/george-akerlof-2867/#google_vignette)

<https://www.capital.gr/me-apopsi/3633019/i-autonomisi-tis-summetoxikis-xrimatodotisis-crowdfunding-os-drastiriotitas-apo-ton-n-4920-22/>

WorldBank,2013.Crowdfunding’sPotentialfortheDevelopingWorld.FinanceandPrivateSectorDevelopmentDepartment,Washington,DC.

<https://eur-lex.europa.eu/EL/legal-content/summary/prospectus-to-be-published-when-securities-are-offered-to-the-public-or-admitted-to-trading-on-a-regulated-market.html>

<https://www.worldometers.info/coronavirus/>

[bbc.com/news/entertainment-arts-23881382](https://bbc.com/news/entertainment-arts-23881382)