

Le régime juridique du financement participatif en Belgique : analyse, bilan et perspectives

Mémoire réalisé par
Candice Buisseret

Promoteur
Alexandre Cruquenaire

Année académique 2016-2017
Master en droit

Le plagiat entraîne l'application des articles 87 à 90 du règlement général des études et des examens de l'UCL.

Il y a lieu d'entendre par « plagiat », l'utilisation des idées et énonciations d'un tiers, fussent-elles paraphrasées et quelle qu'en soit l'ampleur, sans que leur source ne soit mentionnée explicitement et distinctement à l'endroit exact de l'utilisation.

La reproduction littérale du passage d'une œuvre, même non soumise à droit d'auteur, requiert que l'extrait soit placé entre guillemets et que la citation soit immédiatement suivie de la référence exacte à la source consultée.*.

En outre, la reproduction littérale de passages d'une œuvre sans les placer entre guillemets, quand bien même l'auteur et la source de cette œuvre seraient mentionnés, constitue une erreur méthodologique grave pouvant entraîner l'échec.

* A ce sujet, voy. notamment <http://www.uclouvain.be/plagiat>.

REMERCIEMENTS

Je tiens ici à remercier toutes les personnes qui m'ont apporté de près ou de loin leur soutien et leur aide dans la rédaction de ce mémoire.

J'adresse un remerciement particulier à mon promoteur, Monsieur Alexandre Cruquenaire, pour ses conseils avisés.

Je pense également à Monsieur Frédéric Lévy Morelle, fondateur et CEO de la plateforme de crowdlending « Look&Fin » que je remercie chaleureusement pour avoir eu la gentillesse de répondre à mes questions.

Je remercie le professeur France Drummond de l'Université Panthéon Assas à Paris pour son excellent cours de droit des marchés financiers qui m'a été d'une aide précieuse dans le cadre de mes recherches.

Enfin, l'écriture d'un mémoire n'est pas chose aisée, mais j'ai pu compter sur le soutien indéfectible de ma famille et de mes amis. Je remercie tout particulièrement ma mère, Isabelle Fournier, pour sa relecture attentive. Je ne peux terminer cette liste de remerciements sans évoquer mon père, qui n'a cessé de m'inculquer la persévérance, le courage et le dépassement de soi tout au long de sa vie. Il est pour moi une source d'inspiration quotidienne et je lui en suis très reconnaissante.

TABLE DES MATIERES

INTRODUCTION	1
CHAPITRE I. QU'EST-CE QUE LE <i>CROWDFUNDING</i> ?	3
Section I. Définition	3
Section II. Contexte d'émergence	4
Section III. Les modalités de fonctionnement d'une opération de <i>crowdfunding</i>	5
Section IV. Les différentes formes de <i>crowdfunding</i>	6
§1. Le financement participatif sans contrepartie financière.....	6
A. Le don ou « <i>crowdgiving</i> ».....	6
B. Le financement contre récompense ou « <i>reward based model</i> ».....	7
C. Le prêt non rémunéré.....	8
§2. Le financement alternatif avec contrepartie financière.....	8
A. Le prêt rémunéré ou « <i>crowdlending</i> ».....	8
B. L'entrée en capital ou « <i>crowdinvesting</i> ».....	9
C. La cession de droits patrimoniaux se rapportant à une œuvre ou « <i>profit sharing crowdfunding</i> ».....	9
CHAPITRE II. LE CADRE JURIDIQUE DU <i>CROWDFUNDING</i>	10
Section I^{ère}. Législation financière	10
§1. Situation liminaire.....	10
A. Les réglementations imposant des obligations d'information.....	11
a. <i>La loi Prospectus</i>	11
1. L'obligation d'informer les investisseurs par le biais d'un prospectus.....	12
2. Le contrôle de la publicité.....	16
b. <i>L'arrêté royal du 25 avril 2014</i>	16
B. Réglementations en vertu desquelles certaines plateformes de <i>crowdfunding</i> devaient revêtir un statut réglementé.....	17
a. <i>La loi du 6 avril 1995</i>	17
b. <i>La loi « OPC »</i>	18
c. <i>La loi du 21 décembre 2009</i>	18
§2. La loi du 25 avril 2014 et « l'exception <i>crowdfunding</i> ».....	19
3§. La « loi <i>crowdfunding</i> ».....	20
A. Analyse « descriptive ».....	21
a. <i>Le service de financement alternatif</i>	21
1. Notion.....	21
2. Champ de l'activité.....	21
b. <i>Le statut de plateforme de financement alternatif</i>	25
1. Notion.....	25
2. Champ d'application.....	25
3. Statut obligatoire.....	26
4. Conditions d'agrément.....	27
5. Conditions d'exercice de l'activité.....	27
6. Les règles relatives à la fourniture de services de financement alternatif.....	28
c. <i>Contrôle et sanction</i>	29

<i>d. Dispositions modificatives</i>	29
B. Analyse critique	30
<i>a. Le choix critiquable d'un statut unique</i>	30
<i>b. Le faible impact de la loi crowdfunding sur l'activité des plateformes de financement alternatif</i>	32
<i>c. Critiques quant à la protection offerte aux investisseurs</i>	33
<i>d. Quid du crowdfunding non financier ?</i>	34
§ 4. Synthèse de la législation financière applicable au <i>crowdfunding</i>	35
A. Concernant « le porteur de projet »	35
B. Concernant l'exploitant de la plateforme de <i>crowdfunding</i>	36
C. Concernant l'investisseur	36
Section II. Autres législations	37
A. Les règles du droit de l'économie électronique.....	38
<i>a. Champ d'application du livre XII du Code de droit économique</i>	38
<i>b. Dispositions protectrices du « destinataire de service »</i>	39
B. Les règles du droit de la consommation	39
<i>a. Champ d'application du livre VI du Code de droit économique</i>	40
1. La notion « d'entreprise »	40
2. La notion de « consommateur ».....	41
3. La notion de « produits »	42
<i>b. Dispositions protectrices du « consommateur »</i>	42
CHAPITRE III. L'AVENIR DU CROWDFUNDING	44
Section I^{ère}. L'intérêt européen pour la question	44
Section II. Droit comparé	46
§1. Etats-Unis : L'impact du <i>JOBS Act</i> sur le financement participatif	46
§2. France : L'ordonnance n°2014-559 du 30 mai 2014	49
A. Le statut de « conseiller en investissement participatif »	49
B. Le statut « d'intermédiaire en financement participatif »	50
Section III. En Belgique	51
CHAPITRE IV. LE PEER TO PEER LENDING	54
Section I^{ère}. Présentation générale	54
§ 1. Définition et distinction avec le <i>crowdlending</i>	54
§ 2. Modalités de fonctionnement.....	55
Section II. Le droit belge, un environnement hostile au peer to peer lending ?	56
Section III. Tentatives de solution	57
§ 1. Modification législative	57
§ 2. Une alternative : le <i>peer to peer lending</i> indirect	58
Section IV. Conclusion	60
CONCLUSION	61
ANNEXE : INTERVIEW DE FREDERIC LEVY MORELLE REALISEE LE 31 JUILLET 2017	70

INTRODUCTION

Ces dernières années, en Belgique comme à l'étranger, le *crowdfunding* a connu un essor fulgurant¹. Ce phénomène devenu incontournable permet tant de récolter des dons que de financer des entreprises en perte de vitesse ou des *start-up* désirant développer des activités innovantes². Plus généralement, le *crowdfunding* ou en français « financement participatif »³ permet de faire appel au public afin de récolter des fonds par le biais d'une plateforme⁴ pour financer des projets spécifiques⁵.

Le *crowdfunding* repose sur un mouvement plus large de consommation collaborative et s'inscrit en ce sens dans une philosophie de désintermédiation entre le particulier et le projet financé. L'utilisateur de la plateforme de *crowdfunding* investira dans des projets auxquels il croit ou se sent proche. Cette particularité distingue le financement participatif des marchés financiers qui sont nettement plus impersonnels.

Si le *crowdfunding* peut s'avérer porteur d'opportunités, il peut également être porteur d'un certain nombre de risques pour l'investisseur. Ainsi, ces risques nécessitent d'encadrer l'activité des plateformes de *crowdfunding* en les soumettant à l'application de certaines règles. Pendant longtemps, l'activité ne faisait pas l'objet d'un cadre juridique spécifique. Mais cette situation est désormais révolue car le législateur a pris soin d'organiser, par une loi du 18 décembre 2016⁶, la reconnaissance et l'encadrement du *crowdfunding* en Belgique. Cette loi, très attendue, ne s'applique cependant qu'au « *crowdfunding financier* » laissant le « *crowdfunding de donation et en nature* » hors du champ de la réglementation.

La présente étude a pour ambition d'offrir une analyse approfondie du cadre juridique dans lequel évolue le *crowdfunding* en Belgique dans une perspective critique. Pour ce faire, nous procéderons en quatre temps.

¹ C. LEWALLE, « Publication, par la FSMA, de deux communications relatives au “*crowdfunding*” », *Rev. banc. fin.*, 2012/III-IV, p. 224.

² V. PALM, « Réglementation et pratique de la finance participative en Belgique », *Rev. Dr. ULg*, 2016/2, p. 270.

³ Nous utiliserons les deux termes comme synonymes dans le cadre de cette étude.

⁴ Le terme « plateforme » renvoie au lien horizontal créé par le prestataire de financement alternatif, entre les entreprises financées et les investisseurs, la plupart du temps via un site internet interactif.

⁵ FSMA, Communication 2017/03 du 1^{er} février 2017, « *Crowdfunding* », p. 1.

⁶ Loi organisant la reconnaissance et l'encadrement du *crowdfunding* et portant des dispositions diverses en matière de finances du 18 décembre 2016, *M.B.*, 20 décembre 2016.

Il nous faudra tout d'abord de définir ce mode de financement, préciser les éléments de son contexte et opérer des distinctions selon qu'il s'agisse de financement alternatif avec ou sans contrepartie financière.

Il conviendra ensuite d'étudier plus longuement la réglementation financière applicable au *crowdfunding* et plus particulièrement la loi *crowdfunding* instaurant un statut réglementaire pour les plateformes de *crowdfunding*. Cette loi fera l'objet d'une analyse descriptive au cours de laquelle il nous faudra vérifier si le législateur a atteint l'objectif d'un statut léger en termes de coûts tout en assurant une protection aux investisseurs. Il sera intéressant d'observer la façon dont la loi a été accueillie par les acteurs du secteur et de formuler certaines observations critiques à cet égard. Il nous faudra également examiner brièvement les législations consuméristes susceptibles de s'appliquer à ce mode de financement.

Nous évoquerons par la suite les perspectives d'avenir du financement participatif. Pour cela, nous nous interrogerons sur les bénéfices d'une éventuelle harmonisation dans la réglementation de ce phénomène au niveau de l'Union européenne. Nous donnerons également un aperçu des solutions retenues dans les droits étrangers et proposerons différentes pistes de solution pour booster le développement du financement participatif en Belgique.

Nous achèverons notre parcours par l'étude du *peer to peer lending* et les différents obstacles juridiques rencontrés par cette source particulière de financement.

CHAPITRE I. QU'EST-CE QUE LE CROWDFUNDING ?

Section I. Définition

Avant l'adoption de la loi du 18 décembre 2016 organisant la reconnaissance et l'encadrement du *crowdfunding* et portant des dispositions diverses en matière de finances⁷ dite « loi *crowdfunding* », le terme « *crowdfunding* » était défini comme une notion-cadre englobant plusieurs qualifications juridiques selon l'opération sous-jacente envisagée⁸. Il pouvait s'agir d'une émission d'actions, d'une opération de prêt, d'une donation ou éventuellement d'un contrat de sponsoring⁹. En l'absence de définition légale, la doctrine belge a mis en lumière certaines caractéristiques déterminantes de ce mode de financement : un large public de souscripteurs, des participations modestes, l'intervention d'une plateforme exploitant un site internet et le caractère alternatif de cette source de financement par rapport aux réseaux classiques de financement.

Bien que l'exposé des motifs de la loi *crowdfunding* précise que « le '*crowdfunding*' consiste à faire appel au grand public afin de collecter des fonds pour financer des projets spécifiques, généralement via le biais d'un site internet interactif (une 'plateforme') »¹⁰, le terme « *crowdfunding* » n'apparaît à aucun moment dans le corps du texte de la loi *crowdfunding*. Le législateur explique cette absence car « le concept de '*financement alternatif*' présente de nombreuses facettes. Seules certaines formes de financement alternatif sont visées par le présent projet, de sorte qu'on ne saurait leur accorder une exclusivité en matière de dénomination »¹¹. On peut dès lors en déduire que le législateur définit le *crowdfunding* comme une notion-cadre qui englobe les différentes formes que peut prendre cette source de financement.

⁷ Loi précitée du 18 décembre 2016.

⁸ K. VAN DE VELDEN et S. WOLFF, « Esquisse de la fiscalité du *crowdfunding* », *T. F. R.*, 2017, p. 473.

⁹ T. BOEDTS, « Kunnen *crowdfunding* en virtuele munten innoveren zonder bijkomende regulering? », *L'innovation, source de droit. Le droit, source d'innovation / Innovatie, bron van recht. Recht, bron van innovatie*, Bruxelles, Bruylant, 2014, p. 126.

¹⁰ *Trav. parl.* Chambre, n° 54-2072/001, p. 4.

¹¹ *Trav. parl.* Chambre, n° 54-2072/001, p. 18.

Section II. Contexte d'émergence

Malgré son apparente jeunesse, le *crowdfunding* est un mode de financement ancien¹². Ainsi, le premier projet de *crowdfunding* aurait été initié en 1884 aux Etats-Unis par Joseph Pulitzer pour financer la construction du piédestal de la Statue de la Liberté¹³. Plus récemment, la campagne présidentielle de 2008 du précédent président des Etats-Unis, Barack Obama, a été financée par des fonds récoltés dans le cadre d'une opération de *crowdfunding*¹⁴.

S'il est indéniable qu'internet a joué un grand rôle dans la renaissance et l'expansion de ce mode de financement, le contexte économique ne doit pas être occulté.

La crise financière de 2008 et l'élaboration de nouvelles régulations bancaires ayant pour objectif d'augmenter la résilience du système bancaire ont entraîné un resserrement des conditions d'octroi des crédits. Les entreprises, et plus particulièrement les jeunes entreprises ont alors éprouvé des difficultés dans l'accès au financement bancaire et ont dû se tourner vers d'autres alternatives pour financer leurs projets comme le *crowdfunding*¹⁵.

Ces deux facteurs sont à l'origine du succès grandissant du financement participatif comme l'attestent les chiffres. En effet, le marché mondial du *crowdfunding* a atteint la taille de 34 milliards de dollars en 2015, soit plus du double des fonds levés en 2014 par les plateformes de *crowdfunding*¹⁶. Il est intéressant de constater que 9,46 milliards sur les 16,2 milliards de dollars levés en 2014 proviennent du volume d'activités en Amérique du Nord. Ces chiffres démontrent le retard accusé par l'Europe avec un marché estimé à 3,26 milliards de dollars pour cette même année¹⁷. Pour donner un ordre d'idée, le marché belge du *crowdfunding* était évalué à 4,35 millions d'euros en 2014, une broutille comparé aux autres pays européens¹⁸. Ce mode de financement connaît cependant une croissance annuelle substantielle depuis 2013 dans notre pays.

¹² V. PALM, *op. cit.*, p. 270.

¹³ F. LEVY MORELLE, « Le *crowdfunding* : outil de financement innovant », *Rev. banc. fin.*, 2015/4, p. 302.

¹⁴ V. PALM, *op. cit.*, p. 270.

¹⁵ F. LEVY MORELLE, *op. cit.*, p. 303.

¹⁶ K. VAN DE VELDEN et S. WOLFF, *op. cit.*, p. 471.

¹⁷ F. LEVY MORELLE, *op. cit.*, p. 303.

¹⁸ Par exemple, les plateformes de financement participatif ont levé 80 millions d'euros en France et plus de 100.000 millions d'euros au Royaume-Uni en 2014. Voy. B. WALTERUS, S. WILLIAMS, *Crowdfunding in Belgium – 2014*, Etude du bureau d'audit KPMG, 2014, p. 7 à 8.

Ce succès s'explique également par les nombreux avantages du *crowdfunding* tant du côté des investisseurs que du côté des porteurs de projet. Ainsi, le financement participatif permet aux investisseurs de choisir dans quels projets ils souhaitent placer leur épargne, ce que ne permettent pas les moyens classiques. Par ailleurs, le *crowdfunding* « financier » promet des retours sur investissements nettement plus importants que les options d'investissements classiques (épargne, obligations, etc.). De plus, une campagne de *crowdfunding* permet au porteur de projet d'évaluer l'appétence du public pour son projet et constitue un mode de financement qui est relativement peu coûteux par rapport aux autres méthodes de financement. Le *crowdfunding* produit en outre des effets bénéfiques sur l'économie en permettant de développer des PME¹⁹. Si ces avantages expliquent le succès retentissant de ce mode de financement, celui-ci n'est pas dénué d'inconvénients. En effet, malgré la simplicité et les promesses de rendements importants, ces investissements 2.0 sont risqués car il s'agit de financer de jeunes entreprises en phase d'amorçage. Le risque de défaut n'est pas à exclure et l'internaute risque de ne jamais revoir son argent. Les investisseurs sont cependant limités dans leur participation ce qui permet de répartir les risques entre plusieurs projets. Par ailleurs, l'internaute n'est pas à l'abri d'éventuelles fraudes et la transparence promise aux investisseurs quant à l'évolution du projet après la levée de fonds n'est pas toujours de mise²⁰.

Section III. Les modalités de fonctionnement d'une opération de crowdfunding

En pratique, le financement participatif réunit trois acteurs. Tout d'abord, les « investisseurs » ou la « *crowd* » (en français, la « foule ») à la recherche de projets dans lesquels investir. Ensuite, le « porteur de projet » c'est à dire l'entreprise ou parfois l'artiste à la recherche de financement²¹. Finalement, la plateforme de *crowdfunding* qui intervient pour mettre en relation les porteurs de projet et les investisseurs par le biais d'un site internet, à l'image d'une place de marché qui réunit l'offre et la demande sur un marché donné²². Cette mise en relation débouche en principe sur la conclusion d'un contrat entre les investisseurs et les porteurs de projet.

¹⁹ Pour un aperçu plus étendu de tous les avantages, voy. not. la Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, «*Libérer le potentiel du financement participatif au sein de l'Union européenne*», Bruxelles, 27 mars 2014, COM (14), 172, p. 4 à 6.

²⁰ B. WALTERUS, S. WILLIAMS, *Crowdfunding in Belgium – 2014*, Etude du bureau d'audit KPMG, 2014, p. 6.

²¹ V. PALM, *op. cit.*, p. 273.

²² M. CHAABEN, *Le financement participatif (Crowdfunding)*, Connaissances et savoirs, Saint-Denis, 2016, p. 52.

La plateforme de *crowdfunding* ne limite cependant pas son activité à la mise en relation des investisseurs et des porteurs de projet. Elle analyse et sélectionne les demandes de financement, rédige et publie un certain nombre d'informations, collecte les fonds auprès des investisseurs et les met à disposition des porteurs de projets. Elle assure ensuite le suivi après la levée de fonds²³.

Section IV. Les différentes formes de crowdfunding

Le *crowdfunding* recouvre des formes de financement hétérogènes. En effet, les fonds récoltés par le biais des plateformes internet pour le compte du porteur de projet peuvent l'être en vertu de diverses conventions²⁴. On distingue généralement les plateformes de *crowdfunding* permettant aux contributeurs de financer des projets sans rechercher un bénéfice pécuniaire des plateformes permettant au public de financer des projets dans la perspective de percevoir une contrepartie financière²⁵. Chaque plateforme de financement alternatif choisira librement son mode de financement. Ce choix déterminera la législation spécifique à laquelle la plateforme sera soumise²⁶.

§1. Le financement participatif sans contrepartie financière

Le financement sans contrepartie financière prend différentes formes et s'inscrit dans une démarche philanthropique. Cette forme de *crowdfunding* est actuellement de loin la plus répandue sur le marché du financement participatif²⁷.

A. Le don ou « crowdgiving »

Le *crowdfunding* sous forme de don ou encore « *crowdgiving* » permet aux contributeurs de financer des projets de façon désintéressée par le biais de dons, généralement modestes.

²³ Annexe : entretien avec FREDERIC LEVY MORELLE, CEO, Look&Fin, 31 juillet 2017.

²⁴ A. LE FUR, *Le cadre juridique du crowdfunding, analyses prospectives*, coll. Trans Europe Expert, Paris, Ed. Société de législation comparée, 2015, p. 7.

²⁵ FSMA, Communication 2017/03, *op. cit.*, p. 1.

²⁶ A. ROUSSIA, «Le financement participatif ou *crowdfunding*, quel régime juridique pour cette opportunité économique ? Etude des modèles français et allemands », *Rev. gén. dr.*, Etudes et réflexions 2015, n° 10, p. 6.

²⁷ Proposition de résolution relative à un cadre légal spécifique pour le financement participatif, *Doc. parl.*, Ch., sess., 2013-2014, n°53-3335/001, p. 6.

Concrètement, le contributeur n'obtiendra rien en contrepartie du montant alloué au projet²⁸.

Les premiers projets de financements participatifs prenaient la forme de financements à titre gratuit²⁹. Ainsi, par exemple, la restauration du Panthéon à Paris a été rendue possible par un appel aux dons du Centre des monuments nationaux³⁰. Ce mode de financement a également permis à certains artistes – comme le chanteur français Grégoire, financé par la plateforme de *crowdfunding* française « MyMajorCompany » - de réunir une somme suffisante pour pouvoir se produire grâce à la somme de tous les dons provenant de généreux contributeurs³¹.

B. Le financement contre récompense ou « reward based model »

Le financement contre récompense ou « *reward based model* » est un type de financement alternatif qui permet à celui qui a apporté des fonds de recevoir un « cadeau » ou *reward* dont la nature dépendra souvent du montant alloué au projet. Il s'agira par exemple d'un CD de l'artiste financé, de places de concert, de *goodies* (stylos, badges à l'effigie de l'artiste, etc.), d'un entretien personnel avec l'artiste ou toute autre forme de remerciement à caractère commercial³².

Dans ce cas de figure, la contrepartie n'est pas symbolique de sorte que la qualification de don n'est pas possible³³. Mais il ne s'agit pas non plus pour l'internaute d'avoir un retour financier vis-à-vis des fonds investis dans le projet dans le sens où la contrepartie offerte a généralement une valeur inférieure à la somme « investie ». C'est pourquoi ce type de financement s'inscrit davantage dans une démarche philanthropique que dans la recherche d'un intérêt mercantile³⁴.

La plateforme n'agit ici que comme intermédiaire, elle ne garantit pas la bonne délivrance des contreparties promises. Les récompenses ne dépendent en effet que de la seule volonté de l'artiste ou de l'association caritative et ce afin d'inciter aux « dons » indépendamment de la

²⁸ G. GOFFAUX CALLEBAUT, « Le *crowdfunding* par don peut-il être qualifié de mécénat ? », *Le cadre juridique du crowdfunding, analyses prospectives*, sous la direction de A. Le Fur, coll. Trans Europe Expert, Paris, Ed. Société de législation comparée, 2015, p. 240.

²⁹ A. ROUSSIA, *op. cit.*, p. 6.

³⁰ G. GOFFAUX CALLEBAUT, *op. cit.*, p. 239.

³¹ A. ROUSSIA, *op. cit.*, p. 6.

³² A. ROUSSIA, *ibidem*, p. 6.

³³ G. GOFFAUX CALLEBAUT, *op. cit.*, p. 239.

³⁴ A. ROUSSIA, *op. cit.*, p. 7.

réussite du projet³⁵. Néanmoins, un contrôle en amont est quand même exercé par les plateformes de *crowdfunding* lorsqu'elles sélectionnent les projets avant leur mise en ligne sur le site internet de la plateforme. Il est dans leur intérêt de sélectionner des porteurs de projet « sérieux » afin de ne pas porter atteinte à leur réputation et ne pas ruiner la confiance des investisseurs dans la plateforme.

C. Le prêt non rémunéré

Il convient de mentionner l'existence du prêt non rémunéré, assez rare dans la pratique, qui consiste en l'octroi, par le prêteur, de fonds à titre gratuit. Le prêteur récupérera la somme prêtée à un terme plus ou moins long sans être rémunéré pour les fonds mis à disposition.

§2. Le financement alternatif avec contrepartie financière

Trois formes de *crowdfunding* constituent des investissements financiers permettant à l'investisseur de placer son argent afin de percevoir une rémunération financière³⁶. Ces différentes formes de financement alternatif se distinguent selon la contrepartie envisagée.

A. Le prêt rémunéré ou « crowdlending »

Le prêt rémunéré ou « *crowdlending* » ou encore « *lending based crowdfunding* » est un mode de financement alternatif par lequel le prêteur remet une somme d'argent au porteur de projet en contrepartie d'obligations ou de titres de créances standardisés émis à l'occasion de ce financement. Ces obligations ou titres de créances permettront à l'investisseur de se voir rembourser la somme prêtée à une échéance déterminée et de percevoir des intérêts. La liberté contractuelle permet aux parties de déterminer elles-mêmes les conditions d'octroi, de remboursement et de durée à donner au prêt³⁷. Le *crowdlending* constitue un investissement risqué car le prêteur n'a aucune garantie de recouvrer la somme prêtée³⁸.

³⁵ A. ROUSSIA, *ibidem*, p. 7.

³⁶ A. ROUSSIA, *ibidem*, p. 11.

³⁷ A. ROUSSIA, *ibidem*, p. 10.

³⁸ A. ROUSSIA, *ibidem*, p. 13.

Par ailleurs, le *crowdlending* se distingue nettement du *peer to peer lending* qui permet à des particuliers de financer d'autres particuliers. Cette source de financement fera l'objet de développements ultérieurs³⁹. Ajoutons que dans le paysage belge du financement participatif, la plateforme Look&Fin fait figure de référence dans le *crowdlending*.

B. L'entrée en capital ou « crowdinvesting »

La doctrine s'accorde pour définir « *l'equity based crowdfunding* » ou « *crowdinvesting* » comme une opération de *crowdfunding* au cours de laquelle des instruments financiers sont offerts au public afin de leur permettre de participer au capital d'une entreprise via l'émission d'actions⁴⁰. L'investisseur se voit remettre, en échange de son investissement dans l'entreprise, des titres de capital. Celui-ci prendra alors la qualité d'actionnaire de la société et obtiendra des droits politiques (droit de vote, droit à l'information lors de l'assemblée générale), des droits financiers (droit aux dividendes) ainsi que des droits patrimoniaux (possibilité de disposer de ces actions). Ce type de financement est soumis aux dispositions du droit financier et du droit des sociétés relatives à l'émission d'instruments financiers⁴¹.

C. La cession de droits patrimoniaux se rapportant à une œuvre ou « profit sharing crowdfunding »

David Raes identifie en outre une troisième forme de *crowdfunding* « financier ». Ce type de *crowdfunding* consiste pour l'investisseur à recevoir des droits patrimoniaux relatifs à l'exploitation d'une œuvre artistique en contrepartie du financement de cette œuvre. L'investisseur percevra alors une partie des bénéfices générés par le succès commercial de l'œuvre⁴².

Ces multiples formes de *crowdfunding* mènent à différents régimes applicables⁴³.

³⁹ Voy. *infra*, Chapitre IV.

⁴⁰ S. DECOSTER et C. LEWALLE, « Le *crowdfunding* : réglementation applicable, enjeux, et perspectives » *Rev. banc. fin.*, 6/2014, p. 457.

⁴¹ Proposition de résolution relative à un cadre légal spécifique de financement participatif, 3 février 2014, *Doc. parl.*, Ch., sess., 2013-2014, n°53-3335/001, p. 7.

⁴² D. RAES, « Le *crowdfunding* : un mode de financement issu de la pratique », *Le droit bancaire et financier en mouvement*, Bruxelles, Bruylant, 2013, p. 179.

⁴³ G. GOFFAUX CALLEBAUT, *op. cit.*, p. 248.

Au terme de ce chapitre, nous pouvons donc définir le *crowdfunding* comme un mode de financement issu de la pratique permettant à un large public de financer des projets de diverses natures (philanthropiques, artistiques, culturels, entrepreneuriaux, etc.) par quelque moyen que ce soit, mais le plus souvent par le biais d'une plateforme exploitant un site internet.

CHAPITRE II. LE CADRE JURIDIQUE DU CROWDFUNDING

Les plateformes de *crowdfunding* jouent un rôle essentiel dans le fonctionnement de ce mode de financement en assurant le lien entre les investisseurs d'une part et les entreprises financées d'autre part. Il est donc essentiel que ces plateformes soient soumises à l'application de différentes réglementations pour assurer la confiance du public à leur égard⁴⁴.

Section I^{ère}. Législation financière

La finance participative est, en raison de son activité même, soumise à la réglementation bancaire et financière. Il nous paraît opportun d'étudier l'évolution de la réglementation financière applicable aux plateformes de *crowdfunding*.

§1. Situation liminaire

Le *crowdfunding* est un mode de financement issu de la pratique qui a dû s'insérer dans un carcan législatif existant, souvent mal adapté⁴⁵. En l'absence de cadre juridique spécifique, les acteurs de la finance participative devaient jongler avec plusieurs lois, chacune disposant de son champ d'application propre. Le cadre juridique dans lequel évoluait le *crowdfunding* était alors particulièrement complexe⁴⁶.

⁴⁴ A des fins de clarté dans le cadre de cette étude, nous n'évoquerons pas les règles fiscales susceptibles de trouver application dans le cadre du financement participatif. Pour un examen approfondi de ces règles nous recommandons not. H. CULOT, « Le financement des *start-ups* : aspects de droit financier et réglementaires », *La révolution digitale et les start-ups*, sous la direction de J. Delcorde, Bruxelles, Larcier, 2015, p. 15 à 41. Voy. également J. VAN DYCK, « Entreprises débutantes : *Tax Shelter* pour l'acquisition d'actions parts », *Le Fiscologue*, 2015, n° 1434, p. 1 et J. VAN DYCK, « *Crowdfunding* par une PME débutante : exonération fiscale pour des intérêts », *Le Fiscologue*, 2015, n° 1436, p. 1.

⁴⁵ V. PALM, *op. cit.*, p. 273.

⁴⁶ V. PALM, *ibidem*, p. 273.

Afin de ne pas laisser se développer ce nouveau type de financement en dehors de tout cadre légal, l’Autorité des services et marchés financiers (« FSMA ») a publié une communication en juillet 2012 précisant les législations susceptibles de s’appliquer de manière récurrente aux opérations de *crowdfunding*⁴⁷. Cette communication a clarifié l’environnement juridique dans lequel évoluait le financement participatif. Ainsi, il fallait distinguer les réglementations imposant des obligations d’information aux plateformes de *crowdfunding* des réglementations ayant pour objet d’obliger certaines plateformes de *crowdfunding* à adopter un statut réglementé⁴⁸.

A. Les réglementations imposant des obligations d’information

Ces réglementations visent en réalité la loi du 16 juin 2006 relative aux offres publiques d’instruments de placement et aux admissions d’instruments de placement à la négociation sur un marché réglementé⁴⁹ dite « loi Prospectus » et l’arrêté royal du 25 avril 2014 imposant certaines obligations en matière d’information lors de la commercialisation de produits financiers auprès de clients de détail (ci-après l’« arrêté royal du 25 avril 2014 »)⁵⁰. Dans la mesure où ces réglementations s’imposent encore aujourd’hui à certaines plateformes de *crowdfunding*, elles feront l’objet d’une analyse détaillée.

a. La loi Prospectus

La « loi Prospectus » transpose en droit belge la directive 2003/71/CE du 4 novembre 2003⁵¹ dite « directive Prospectus ». Notons que cette directive est sur le point d’être abrogée par le nouveau règlement 2017/1129 du 14 juin 2017 ou « règlement Prospectus »⁵² dont certaines dispositions sont entrées en vigueur le 20 juillet dernier.

⁴⁷ FSMA, Communication 2012/15 du 12 juillet 2012, « Cadre réglementaire applicable aux opérations de *crowdfunding* », p. 4.

⁴⁸ S. DECOSTER et C. LEWALLE, *op. cit.*, p. 457.

⁴⁹ Loi du 16 juin 2006 relative aux offres publiques d’instruments de placement et aux admissions d’instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés, *M.B.*, 21 juin 2006.

⁵⁰ Arrêté royal du 25 avril 2014 imposant certaines obligations en matière d’information lors de la commercialisation de produits financiers aux investisseurs, *M.B.*, 12 juin 2014.

⁵¹ Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d’offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l’admission de valeurs mobilières à la négociation, *J.O.U.E.*, L 345 du 31 décembre 2003, p. 65.

⁵² Règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 concernant le prospectus à publier en cas d’offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l’admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé et abrogeant la directive 2003/71/CE, *J.O.U.E.*, L 168 du 30 juin 2017, p.12.

1. L'obligation d'informer les investisseurs par le biais d'un prospectus

L'article 20 de la loi Prospectus impose aux émetteurs l'obligation générale de publier un prospectus préalablement à toute offre publique d'instruments de placement⁵³ sur le territoire belge^{54 55}.

1.1. La notion « d'offre publique »

L'offre publique est définie à l'article 3, §1^{er} de la loi Prospectus comme étant une *« communication adressée sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit à des personnes et présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et sur les instruments de placement à offrir, de manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire ces instruments de placement, et qui est faite par la personne qui est en mesure d'émettre ou de céder les instruments de placement ou pour son compte*⁵⁶ ».

Il s'agit de vérifier que le financement participatif entre dans le champ d'application de la loi Prospectus. Pour cela plusieurs conditions doivent être réunies.

Tout d'abord, il faut *« une communication adressée sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit à des personnes »*. Les termes de la loi étant larges, le recours à un portail internet pour émettre une offre constitue très certainement une « communication » adressée à des personnes⁵⁷.

Ensuite, cette communication doit présenter une information suffisante sur les conditions de l'offre et les instruments de placement à offrir. L'exposé des motifs du projet de loi Prospectus précise qu'il suffit que le prix de l'offre soit déterminé ou déterminable et que l'objet de l'offre soit décrit dans ses principales caractéristiques⁵⁸. En pratique, une

⁵³ La notion d'instruments de placement est propre au droit belge et désigne des valeurs mobilières et autres instruments financiers prévus à l'article 2, 1^o, de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers (*M.B.*, 4 septembre 2002).

⁵⁴ D. RAES, « Le *crowdfunding* : un mode de financement issu de la pratique », *op. cit.*, p. 144.

⁵⁵ Art. 20 de la loi du 16 juin 2006 précitée.

⁵⁶ Art. 3, § 1^{er} de la loi du 16 juin 2006 précitée.

⁵⁷ D. RAES, « Le *crowdfunding* : un mode de financement issu de la pratique », *op. cit.*, p. 179.

⁵⁸ *Doc. parl.* Ch. repr., sess. ord. 2005-2006, n° 2344/001, p. 26.

plateforme de *crowdfunding* mentionnera toujours les conditions de l'offre et les instruments à offrir⁵⁹.

Cette communication doit en outre être faite « *de manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire ces instruments de placement* ». Cette condition ne pose pas de difficulté en pratique.

Pour que l'offre soit publique, elle doit émaner de la personne qui est en mesure d'émettre (« l'émetteur » au sens de l'article 9, 2° de la loi Prospectus) ou de céder les instruments de placement (« l'offreur » au sens de l'article 9, 1° de la loi Prospectus) ou encore de la personne agissant pour le compte des deux précédentes⁶⁰. L'article 3, §1^{er} de la loi Prospectus établit une présomption en ce qui concerne cette dernière personne. Ainsi l'article précise qu'« *est présumée agir pour le compte de la personne qui est en mesure d'émettre ou de céder des instruments de placement, toute personne qui perçoit directement ou indirectement une rémunération ou un avantage à l'occasion de l'offre* »⁶¹. Il s'agit en réalité d'une référence à la notion d'intermédiation définie à l'article 13 de la loi Prospectus comme « *toute intervention, même temporaire ou accessoire, et en quelque qualité que ce soit, à l'égard d'investisseurs dans le placement d'instruments de placement pour le compte de l'offreur ou de l'émetteur, contre rémunération ou avantage de quelque nature que ce soit et octroyé directement ou indirectement par l'offreur ou l'émetteur* »⁶².

Il convient de se demander si l'exploitant d'une plateforme de *crowdfunding* peut être qualifié d'intermédiaire au sens de l'article 13 de la loi précitée. L'exploitant d'une plateforme de *crowdfunding* agit nécessairement pour le compte de l'émetteur mais encore faut-il que l'exploitant soit rémunéré ou reçoive un avantage de quelque nature que ce soit par l'émetteur. Tel ne serait pas le cas si la plateforme agissait de manière désintéressée sans être rémunérée ou en ne percevant aucun avantage en nature. Dans ce cas, la plateforme ne pourra pas être qualifiée d'intermédiaire au sens de l'article 13 de la loi Prospectus.

⁵⁹ D. RAES, « Le *crowdfunding* : un mode de financement issu de la pratique », *op. cit.*, p. 180.

⁶⁰ Art. 9 de la loi du 16 juin 2006 précitée

⁶¹ Art. 3, §1^{er} de la loi du 16 juin 2006 précitée.

⁶² Art. 13 de la loi du 16 juin 2006 précitée.

1.2. La notion « d'instrument de placement »

Pour rappel, la loi Prospectus impose une obligation générale de publier un prospectus préalablement à toute offre publique *d'instruments de placement*⁶³ sur le territoire belge⁶⁴.

La notion d'instrument de placement visée à l'article 4 de la loi Prospectus est propre au droit belge et dépasse le cadre des instruments financiers car elle englobe les valeurs mobilières ainsi qu'une catégorie résiduaire comprenant tous les instruments permettant d'effectuer un investissement financier quels que soient les actifs sous-jacents⁶⁵. Nous tâcherons de vérifier pour chacune des différentes formes de *crowdfunding* si elles répondent à la notion d'instruments de placement et entrent ainsi dans le champ d'application de la loi Prospectus.

Lorsqu'une entreprise propose aux investisseurs, par le biais d'une plateforme internet, de participer à son capital en achetant ses actions, il y aura une émission d'instruments de placement car les actions constituent des valeurs mobilières au sens des articles 4, §1^{er}, 1^o et 5^o de la loi Prospectus^{66 67}.

En ce qui concerne le prêt rémunéré, il semble que pareille réponse doive être apportée. Si les contrats de prêt à intérêt ne sont pas expressément mentionnés dans la liste des instruments de placement à l'article 4, §1^o à 9^o de la loi Prospectus⁶⁸, David Raes considère que les contrats de prêts, du moins standardisés, peuvent entrer dans le champ de la catégorie résiduaire prévue à l'article 4, §10^o au titre « *d'instruments de placement permettant d'effectuer un investissement de type financier, quels que soient les actifs sous-jacents* »^{69 70}. Cette position a par ailleurs été confirmée par la FSMA dans sa Communication du 12 juillet 2012 par laquelle elle déclare que « *si le public se voit offrir des instruments, lui permettant de participer au capital d'une entreprise ou de prêter des fonds à l'entreprise via l'émission de titres de créance, il y aura une émission d'instruments de placement* »⁷¹.

⁶³ Pour rappel, la notion d'instruments de placement désigne des valeurs mobilières (qui comprend notamment les actions et les obligations) et autres instruments financiers prévus à l'article 2, 1^o, de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers (*M.B.*, 4 septembre 2002).

⁶⁴ D. RAES, « *Le crowdfunding : un mode de financement issu de la pratique* », *op. cit.*, p. 144.

⁶⁵ Art. 4, § 1^{er}, 10^o de la loi du 16 juin 2006 précitée.

⁶⁶ Art. 4, §1^{er}, 1^o et 5^o de la loi du 16 juin 2006 précitée.

⁶⁷ D. RAES, « *Le crowdfunding : un mode de financement issu de la pratique* », *op. cit.*, p. 185.

⁶⁸ Art. 4, §1 à 9 de la loi du 16 juin 2006 précitée.

⁶⁹ Art. 4, §10 de la loi du 16 juin 2006 précitée.

⁷⁰ D. RAES, « *Le crowdfunding : un mode de financement issu de la pratique* », *op. cit.*, p. 185 et 186.

⁷¹ FSMA, Communication 2012/15, *op. cit.*, p. 4.

En cas de cession d'une partie des droits patrimoniaux se rapportant à l'exploitation d'une œuvre artistique, la notion d'instrument de placement est rencontrée car il s'agit, selon nous, d'un investissement de type financier entrant dans la catégorie résiduaire mentionnée ci-dessus.

En revanche, les projets de *crowdfunding* où la contrepartie du financement n'est pas un produit financier mais un avantage en nature tel qu'un exemplaire d'une œuvre d'art, ne comportent en principe pas d'offre publique d'instruments de placement⁷².

1.3 Les exceptions au caractère public de l'offre

Ce faisant, lorsque les entreprises financées effectuent par le biais de la plateforme une « offre publique » d'instruments de placement au sens de l'article 3, §1^{er} de la loi Prospectus, un prospectus devra être établi. Ce prospectus contient des informations permettant aux investisseurs de se décider en connaissance de cause quant à l'opportunité de l'investissement envisagé⁷³ et est approuvé préalablement par la FSMA⁷⁴. Comme on peut aisément l'imaginer, la publication d'un prospectus s'avère contraignante tant du point de vue de son coût que du travail préparatoire pour les porteurs de projet⁷⁵.

Cependant, la loi Prospectus prévoit cinq exceptions pour lesquelles l'offre perd son caractère public (qui devient alors un placement privé) et pour lesquelles l'émetteur ne sera pas tenu de publier un prospectus⁷⁶. Parmi les exceptions reprises dans la loi, on retrouve une exception liée au volume de l'opération et une exception liée à la taille du public qui se voit offrir les instruments de placement. Ainsi, une offre dont le montant total est inférieur à 100.000 euros ou qui est adressée à moins de 150 investisseurs ne sera pas considérée comme une offre publique et ne méritera donc pas la protection de la réglementation⁷⁷. Ce seuil se calcule sur une période de 12 mois⁷⁸.

⁷² FSMA, Communication 2012/15, *ibidem*, p. 4.

⁷³ S. DECOSTER et C. LEWALLE, *op. cit.*, p. 458.

⁷⁴ C. HOUSSA ET L. STANDAERT, « La 'Nouvelle frontière' de la finance », 27^{ème} journée du Juriste d'entreprise, IJE/IBJ, 2016, p. 14.

⁷⁵ C. HOUSSA ET L. STANDAERT, *ibidem*, p. 15.

⁷⁶ Art. 3, §1^{er} de la loi du 16 juin 2006 précitée.

⁷⁷ Art. 3, §2, e) de la loi du 16 juin 2006 précitée.

⁷⁸ D. RAES, « Le *crowdfunding* : un mode de financement issu de la pratique », *op. cit.*, p. 185.

C'est la raison pour laquelle, pour échapper aux contraintes liées à la publication d'un prospectus, les plateformes organisaient des levées de fonds portant généralement sur des montants inférieurs à 100.000 euros par projet⁷⁹. Par exemple, avant l'instauration de « l'exception *crowdfunding* » par la loi du 25 avril 2014⁸⁰, la plateforme de *crowdlending* Look&Fin n'organisait pas de levées de fonds d'un montant supérieur à 99.999 euros⁸¹.

2. Le contrôle de la publicité

En plus de l'exigence de publier un prospectus dans le but d'informer l'investisseur, le titre IV de la loi Prospectus contient des dispositions relatives au contenu et au contrôle des communications à caractère promotionnel⁸². L'article 60 de la loi Prospectus prévoit qu'en cas d'offre publique d'instruments de placement sur le territoire belge, toutes les communications à caractère publicitaire doivent être approuvées *a priori* par la FSMA⁸³.

b. L'arrêté royal du 25 avril 2014

Il nous faut attirer l'attention sur l'arrêté royal du 25 avril 2014 qui impose des contraintes aux plateformes de *crowdfunding* « financier » lorsqu'elles élaborent leurs publicités, autres communications et avis⁸⁴.

Le législateur a veillé à ce que le champ d'application de cet arrêté royal soit plus large que le champ d'application du titre IV de la loi Prospectus relatif au contenu et au contrôle des communications à caractère promotionnel. En effet, les exigences en matière de publicité posées par cet arrêté royal trouvent à s'appliquer que l'offre d'instruments de placement soit publique ou non, ainsi qu'aux offres publiques exemptées de prospectus⁸⁵. La volonté du législateur est de forcer les plateformes de financement participatif à respecter des contraintes pour l'élaboration de leurs publicités même si un prospectus ne doit pas être publié.

⁷⁹ S. DECOSTER et C. LEWALLE, *op. cit.*, p. 458.

⁸⁰ Loi du 25 avril 2014 portant des dispositions diverses en matière de Justice, *M.B.*, 7 mai 2014.

⁸¹ F. LEVY MORELLE, *op. cit.*, p. 304.

⁸² V. PALM, *op. cit.*, p. 301.

⁸³ Art. 60 de la loi du 16 juin 2006.

⁸⁴ Arrêté royal du 25 avril 2014 précité.

⁸⁵ Voy. *infra*, Chapitre II, section I, § 2.

Cet arrêté royal prescrit le contenu minimum de toute publicité (dénomination de l'instrument de placement dont il est question, montant minimal requis lors de la souscription, risques de l'investissement etc.)⁸⁶ et interdit les publicités mettant l'accent sur les avantages potentiels de l'instrument de placement sans que les risques ou conditions applicables ne soient mentionnés⁸⁷. Cet arrêté royal prévoit également la possibilité d'un contrôle de la FSMA *a posteriori* – et non plus *a priori* comme dans le cadre de la loi Prospectus - pour faire retirer toute offre à caractère promotionnel qui ne respecterait pas les exigences posées dans cet arrêté royal.

Tant la loi Prospectus que l'arrêté royal du 25 avril 2014 traduisent la volonté du législateur d'améliorer l'information mise à disposition des souscripteurs d'instruments de placement sur les plateformes de *crowdfunding*.

B. Réglementations en vertu desquelles certaines plateformes de crowdfunding devaient revêtir un statut réglementé

Avant l'adoption de la loi du 18 décembre 2016 organisant la reconnaissance et l'encadrement du *crowdfunding*⁸⁸, il n'y avait pas de statut réglementé spécifique pour les plateformes de *crowdfunding*. Cependant, certaines législations étaient susceptibles de s'appliquer aux plateformes de financement participatif et imposaient l'adoption de statuts réglementés, comme par exemple les statuts d'entreprises d'investissement, d'établissements de crédit, d'organismes de placement collectif ou d'établissements de paiement⁸⁹.

a. La loi du 6 avril 1995

La loi du 6 avril 1995 relative au statut et au contrôle des entreprises d'investissement⁹⁰, abrogée récemment, imposait aux entreprises dont l'activité professionnelle habituelle consistait à offrir ou à fournir à des tiers des services d'investissement de revêtir le statut

⁸⁶ Art. 12 à 25 de l'arrêté royal du 25 avril 2014 précité.

⁸⁷ Art. 11 de l'arrêté royal du 25 avril 2014 précité.

⁸⁸ Loi du 18 décembre 2016 précitée.

⁸⁹ S. DECOSTER et C. LEWALLE, *op. cit.*, p. 460.

⁹⁰ Loi du 6 avril 1995 relative au statut et au contrôle des entreprises d'investissement, *M.B.*, 3 juin 1995, abrogée par la loi du 25 octobre 2016 relative à l'accès à l'activité de prestation de services d'investissement et au statut et au contrôle des sociétés de gestion de portefeuille et de conseil en investissement, *M.B.*, 18 novembre 2016.

d'entreprise d'investissement ou d'établissement de crédit⁹¹. Les plateformes de *crowdfunding* « financier » qui offraient des services d'investissement de placement⁹² ou des services d'exécution d'ordres⁹³ tombaient dans le champ d'application de cette loi et devaient adopter ce statut réglementé relativement contraignant en matière de coût et de contrôle. Notons que cette loi a été abrogée par la « loi accès services d'investissement » du 25 octobre 2016⁹⁴ qui transpose certaines directives européennes.

b. La loi « OPC »

La loi du 3 août 2012 relative aux organismes de placement collectif qui répondent à certaines formes de gestion collective de portefeuilles d'investissement dite « loi OPC »⁹⁵ imposait aux plateformes de financement participatif offrant une gestion collective des moyens financés de revêtir le statut d'organisme de placement collectif⁹⁶.

c. La loi du 21 décembre 2009

La loi du 21 décembre 2009⁹⁷ transpose la directive 2004/67/CE du 13 novembre 2007 sur les services de paiement dans le marché intérieur⁹⁸ et imposait aux plateformes de *crowdfunding* par lesquelles transitent des fonds destinés aux investisseurs ou qui exécutent des opérations de paiement de revêtir le statut d'établissement de crédit ou d'établissement de paiement à la Banque Nationale de Belgique⁹⁹.

⁹¹ S. DECOSTER et C. LEWALLE, *op. cit.*, p. 460.

⁹² Le service de placement d'instruments financiers n'est pas défini dans la loi du 25 octobre 2016 ni dans la directive MiFID mais est communément décrit comme un service consistant à rechercher des souscripteurs pour le compte d'un émetteur.

⁹³ Le service d'exécution d'ordre est défini à l'article 2, 6° de la loi du 25 octobre 2016 comme le service consistant à conclure des accords d'achat et de vente d'un ou plusieurs instruments financiers pour le compte de clients.

⁹⁴ Loi du 25 octobre 2016 relative à l'accès à l'activité de prestation de services d'investissement et au statut et au contrôle des sociétés de gestion de portefeuille et de conseil en investissement, *M.B.*, 18 novembre 2016.

⁹⁵ Loi du 3 août 2012 relative à certaines formes de gestion collective de portefeuilles d'investissement, *M.B.*, 19 octobre 2012.

⁹⁶ S. DECOSTER et C. LEWALLE, *op. cit.*, p. 462 et 463.

⁹⁷ Loi du 21 décembre 2009 relative au statut des établissements de paiement, à l'accès à l'activité de prestataire de services de paiement, à l'activité d'émission de monnaie électronique et à l'accès aux systèmes de paiement, *M.B.*, 19 janvier 2010.

⁹⁸ Directive 2007/64/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 novembre 2007 concernant les services de paiement dans le marché intérieur, modifiant les directives 97/7/CE, 2002/65/CE, 2005/60/CE ainsi que 2006/48/CE et abrogeant la directive 97/5/CE, *J.O.U.E.*, 5 décembre 2007, L 319/1, p. 172 à 207.

⁹⁹ S. DECOSTER et C. LEWALLE, *op. cit.*, p. 463.

§2. La loi du 25 avril 2014 et « l'exception crowdfunding »

La pratique du *crowdfunding* se popularisant en Belgique, il est apparu que le plafond de 100.000 euros au-delà duquel un prospectus était obligatoire était devenu un véritable frein au développement de cette nouvelle source de financement. Pour remédier à cette situation, le législateur est intervenu par une loi du 25 avril 2014 portant des dispositions diverses¹⁰⁰ afin de mettre en place un cadre juridique plus souple tout en veillant à offrir des garanties en termes de protection de l'investisseur. Le législateur belge a introduit une nouvelle exemption à l'obligation générale de publier un prospectus à l'article 18, §1^{er}, j) de la loi Prospectus¹⁰¹. Cette exemption, communément appelée « exception *crowdfunding* »¹⁰², s'applique lorsque le montant total de l'offre est inférieur à 300.000 euros et que le montant investi par chaque investisseur est limité à 1.000 euros maximum.

A la suite de cette modification législative, trois situations peuvent se présenter :

- Si le montant total de l'offre est inférieur à 100.000 euros, un prospectus n'est pas requis en vertu de l'article 3, §2, e) de la loi Prospectus.
- Si le montant total de l'offre est compris entre 100.000 euros et 300.000 euros, un prospectus n'est pas requis pour autant que chaque investisseur voit son investissement limité à 1.000 euros en vertu de « l'exception *crowdfunding* ».
- Si l'offre est supérieure à 300.000 euros, un prospectus devra être publié.

Certains auteurs n'ont pas manqué de souligner une certaine incohérence dans l'articulation de ces deux exemptions. Il semble en effet paradoxal qu'un investisseur puisse investir sans limitation si l'offre ne dépasse pas 99.999 euros alors que si l'offre dépasse ce montant, cet investisseur verrait son investissement limité à 1.000 euros¹⁰³. Notons que la loi *crowdfunding* relève le seuil de souscription maximal par investisseur à 5.000 euros¹⁰⁴.

¹⁰⁰ Art. 95 de la loi du 25 avril 2014 portant des dispositions diverses en matière de Justice, *M.B.*, 7 mai 2014.

¹⁰¹ Cette exemption a été insérée dans la loi du 16 juin 2006 (*M.B.* 21 juin 2006) par l'article 95, 3° de la loi du 25 avril 2014 précitée.

¹⁰² C. HOUSSA ET L. STANDAERT, *op. cit.*, p. 15.

¹⁰³ F. LEVY MORELLE, *op. cit.*, p. 305.

¹⁰⁴ Voy. *infra*, Chapitre II, section I, §3.

Quoi qu'il en soit, cette initiative législative constituait une modeste avancée comparée aux seuils envisagés dans la proposition de résolution du 3 février 2014¹⁰⁵. En effet, dans le cadre de cette proposition, il était question d'autoriser les plateformes de *crowdfunding* à ne pas publier de prospectus dans l'hypothèse où le montant maximum de l'offre ne dépassait pas un million d'euros et le montant maximum de souscription par investisseur ne dépassait pas 5.000 euros¹⁰⁶. Les seuils finalement retenus sont donc significativement inférieurs à ceux avancés dans le cadre de cette proposition de résolution.

Par ailleurs, les travaux préparatoires de la loi du 25 avril 2014 prévoyaient « *une phase ultérieure d'élaboration d'une réglementation plus étendue des activités de crowdfunding* »¹⁰⁷.

3§. La « loi crowdfunding »

La loi du 18 décembre 2016 organisant la reconnaissance et l'encadrement du *crowdfunding* (ci-après «loi *crowdfunding*») mérite un examen approfondi car elle constitue le premier corpus de règles spécifiques en la matière et bouleverse le paysage belge du *crowdfunding*.

Avant l'introduction de la loi *crowdfunding*, les plateformes de financement participatif devaient répondre à un éventail de lois et étaient susceptibles d'adopter différents statuts (voy. *supra*). Le moins qu'on puisse dire est que cette situation ne servait ni la clarté ni la transparence. La loi *crowdfunding*, entrée en vigueur le 1^{er} février 2017, met en place un statut réglementé pour les plateformes de financement alternatif et devrait permettre, en théorie, d'apporter plus de clarté à cette matière.

L'objectif de la présente étude est d'offrir un aperçu clair des dispositions de la loi *crowdfunding*. Cette analyse « descriptive »¹⁰⁸ nous permettra de commenter les choix opérés par le législateur dans une perspective critique.

¹⁰⁵ C. HOUSSA ET L. STANDAERT, *op. cit.*, p. 16.

¹⁰⁶ Proposition de résolution relative à un cadre légal spécifique de financement participatif, 3 février 2014, *Doc. parl.*, Ch., sess., 2013-2014, n°53-3335/001, p. 7.

¹⁰⁷ Projet de loi portant des dispositions diverses, *Doc. Parl. Ch.*, 2013-2014, 53-3413/003, p. 20.

¹⁰⁸ Nous adoptons dans notre analyse ci-après la structure utilisée par David Raes dans sa contribution consacrée à l'analyse du nouveau statut des plateformes de financement alternatif dans l'ouvrage « Actualités en matière de crédit ». Pour une analyse plus détaillée voy. D. RAES, « Le nouveau statut des plateformes de financement alternatif », *Actualités en matière de crédit*, Bruxelles, Larcier, 2016.

A. Analyse « descriptive »

Comme le suggère David Raes, il convient tout d’abord d’examiner les notions de « service de financement alternatif » et de « plateforme de financement alternatif »¹⁰⁹ instaurées par cette loi.

a. Le service de financement alternatif

1. Notion

La loi met en place un statut obligatoire pour les plateformes de *crowdfunding* (désormais légalement qualifiées de « plateformes de financement alternatif ») qui fournissent en Belgique des services de financement alternatif. L’article 4, 1^o de la loi *crowdfunding* précise qu’il s’agit d’« *un service consistant à effectuer, par le biais de sites internet ou par tout autre moyen électronique, la commercialisation d’instruments de placement émis par des émetteurs-entrepreneurs, par des fond starters ou par des véhicules de financement*¹¹⁰, dans le cadre d’une offre, qu’elle soit publique ou non, sans prestation d’un service d’investissement à l’exception, le cas échéant, du service de conseil en investissement ou de réception et transmission d’ordres »¹¹¹.

2. Champ de l’activité

Il convient de circonscrire plus précisément l’activité de « service de financement alternatif ».

2.1. Instruments de placement

Le législateur renvoie à l’article 4 de la loi Prospectus en ce qui concerne la notion « d’instruments de placement ». La loi Prospectus définit très largement cette notion en y intégrant les valeurs mobilières, les contrats financiers à terme (« futures »), les contrats d’échanges (« swap ») mais également une catégorie résiduaire visant les « *autres instruments*

¹⁰⁹ D. RAES, « Le nouveau statut des plateformes de financement alternatif », *op. cit.*, p. 204.

¹¹⁰ Le véhicule de financement permet d’éviter aux émetteurs-entrepreneurs de devoir gérer un actionariat éclaté en faisant appel au *crowdfunding*. L’investisseur investit dans le véhicule, lequel utilise à son tour les fonds pour acquérir les parts ou actions de l’entrepreneur ou lui prêter.

¹¹¹ Art. 5, §1^{er} de la loi du 18 décembre 2016 précitée.

permettant d'effectuer un investissement de type financier, quels que soient les actifs sous-jacents»¹¹².

Il s'ensuit que le champ d'application du cadre réglementaire a été limité au *crowdfunding* « financier » ou « de financement », c'est-à-dire la forme de *crowdfunding* qui permet au public d'investir « *dans une entreprise, soit via un prêt, soit via un apport en capital dans la perspective de recevoir des bénéfices éventuels* »¹¹³. Les plateformes de *crowdfunding* sur lesquelles le public fait un don ou sur lesquelles le public verse de l'argent dans la perspective de percevoir une contrepartie en nature n'entrent dès lors pas dans le champ de cette réglementation.

2.2. Commercialisation

Pour être en présence d'un service de financement alternatif, la loi précise qu'il faut que des instruments de placement soient commercialisés. La notion de commercialisation est donc essentielle. L'article 4, 3° de la loi précise qu'il s'agit de « *la présentation d'un instrument de placement, de quelque manière que ce soit, en vue d'inciter un investisseur existant ou potentiel à acheter ou à souscrire l'instrument concerné* ». Cette notion est donc très large. Ainsi, une plateforme de *crowdfunding* qui présente des projets entrepreneuriaux à financer incite les internautes à investir dans ces projets et ce faisant, commercialise des instruments de placement.

2.3. Emissions par certaines personnes

Le service de financement alternatif ne vise que les offres d'instruments de placement émises par des émetteurs-entrepreneurs, des fonds *starters* ou par des véhicules de financement alternatif.

Le terme émetteur-entrepreneur est une nouveauté apportée par la loi *crowdfunding*. En réalité, cette notion vise « *l'émetteur d'instruments de placement dont l'activité principale*

¹¹² Art. 4, § 1^{er}, 10° de la loi du 16 juin 2006 précitée.

¹¹³ Trav. Parl, Chambre, n° 54-2072/001, p. 5 : «*Le présent projet vise à réglementer la troisième hypothèse. Sont en effet visées les plateformes "financières" permettant de souscrire à des instruments de placement (titre de capital ou de créance) émis par des entreprises (les émetteurs-entrepreneurs). Sont ainsi visées par le présent projet les plateformes qui commercialisent des instruments permettant d'effectuer un investissement de type financier.*»

consiste à mener une activité commerciale, artisanale, libérale, immobilière ou industrielle »¹¹⁴ et est très proche de la notion « d'émetteur » figurant à l'article 9, 2° de la loi Prospectus¹¹⁵. L'émetteur-entrepreneur est donc nécessairement une personne morale.

La notion de « fond *starters* » vise la notion contenue à l'article 145/26 de Code des impôts sur les revenus.

Les « véhicules de financement alternatif » sont définis à l'article 4, 7° de la loi *crowdfunding*. Avant l'élaboration de la loi *crowdfunding*, de tels véhicules étaient déjà utilisés dans la pratique du financement participatif. La loi ne fait que consacrer une construction juridique issue de la pratique¹¹⁶. L'exposé des motifs du projet de loi *crowdfunding* précise qu'il s'agit d'une entité intermédiaire qui intervient entre l'investisseur et l'émetteur-entrepreneur. L'investisseur investit dans le véhicule qui émet des titres ou des parts aux investisseurs en contrepartie de leur investissement. Le véhicule prendra part au capital de l'émetteur ou lui prêtera des fonds en fonction de la forme de *crowdfunding* envisagée¹¹⁷.

2.4. Emissions dans le cadre d'offre publique ou privée

Il est intéressant de constater que le législateur a voulu viser toutes les plateformes de *crowdfunding* « financier », que ces plateformes commercialisent des instruments de placement dans le cadre d'offre publique ou privée. Dès lors, l'obligation de publier un prospectus ou non n'a pas d'importance pour l'application de la loi *crowdfunding*.

2.5. Emission par tout moyen électronique

Le service de financement alternatif requiert que les instruments de placement émis par l'émetteur-entrepreneur, fonds starter ou véhicules d'investissement soient commercialisés par le biais de sites internet ou tout autre moyen électronique. Comme le souligne à juste titre

¹¹⁴ Art. 4, 5° de la loi du 16 juin 2006.

¹¹⁵ L'article 9, 2° de la loi du 16 juin 2006 définit "l'émetteur" comme « une personne morale qui a émis, émet ou se propose d'émettre des instruments de placement ».

¹¹⁶ D. RAES, « Le nouveau statut des plateformes de financement alternatif », *op. cit.*, p. 206.

¹¹⁷ Projet de loi portant des dispositions diverses, exposé des motifs, *Doc. Parl.*, Ch., sess. ord. 2015-2016, n°54-2072/001, p. 15 à 18.

l'auteur David Raes, cette exigence relève du bon sens car l'activité des plateformes de financement alternatif se déploient essentiellement par internet¹¹⁸.

2.6. Sans prestation de service d'investissement

L'article 4, 1° de la loi précise que la notion de service de financement alternatif ne constitue pas un service d'investissement¹¹⁹. L'exposé des motifs du projet de *loi crowdfunding* nous éclaire sur la raison de cette exclusion : si le service de financement alternatif devait être considéré comme un service d'investissement, la directive 2004/39/CE¹²⁰ (ci-après «directive MiFID») transposée en droit belge par la loi du 6 avril 1995 relative au statut ou au contrôle des entreprises d'investissement¹²¹, imposerait à la plateforme de financement alternatif de revêtir le statut d'entreprise d'investissement ou d'établissement de crédit. Pour éviter de revêtir ces statuts particulièrement lourds, le législateur européen a prévu à l'article 3 de la directive MiFID une exemption optionnelle autorisant les états membres à ne pas exiger le statut d'entreprise d'investissement à l'égard des personnes qui fournissent deux types de services d'investissement : les services de réception et transmission d'ordres et les services de conseil en investissement¹²². Le législateur belge a fait usage de cette exemption optionnelle, autorisant ainsi les plateformes qui le souhaitent à prêter ces deux services d'investissement précités sans devoir adopter le statut d'entreprise d'investissement¹²³. Les

¹¹⁸ D. RAES, « Le nouveau statut des plateformes de financement alternatif », *op. cit.*, p. 208.

¹¹⁹ La section A de l'annexe I de la directive 2004/39/CE (« directive MiFID») liste les différents services et activités d'investissement. Constituent ainsi des services d'investissement au sens de la directive MiFID la réception et transmission d'ordres portant sur un ou plusieurs instruments financiers, l'exécution d'ordres au nom de clients, la négociation pour compte propre, la gestion de portefeuille, le conseil en investissement, la prise ferme d'instruments financiers, le placement d'instruments financiers sans engagement ferme et l'exploitation d'un système multilatéral de négociation (« MTF »).

¹²⁰ Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil, *J.O.U.E.*, L 145 du 30 avril 2004, p. 1 à 44. Notons que cette directive a fait l'objet de modifications substantielles qui ont mené à sa refonte partielle par la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE, *J.O.U.E.*, L 173 du 12 juin 2014, p. 349 et à son remplacement partiel par le règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012, *J.O.U.E.*, L 173 du 12 juin 2014, p. 84.

¹²¹ Loi du 6 avril 1995 relative au statut et au contrôle des entreprises d'investissement, *M.B.*, 3 juin 1995, abrogée par la loi du 25 octobre 2016 relative à l'accès à l'activité de prestation de services d'investissement et au statut et au contrôle des sociétés de gestion de portefeuille et de conseil en investissement, *M.B.*, 18 novembre 2016.

¹²² Art. 3 de la directive 2004/39/CE précitée.

¹²³ Notons que les plateformes de financement alternatif qui commercialisent des instruments de financiers sont susceptibles de prêter un service d'investissement de placement en plus du service de financement alternatif. La FSMA a du faire évoluer la notion de service de placement afin de rendre compatible le service de financement alternatif conforme à l'article 3 de la directive MiFID.

plateformes devront alors notifier préalablement à la FSMA leur volonté d'exercer ces services d'investissement et respecter les conditions énoncées à l'article 16, §2 de la loi *crowdfunding*¹²⁴.

b. Le statut de plateforme de financement alternatif

1. Notion

Le législateur a défini très largement la notion de « plateforme de financement alternatif » afin de régir toutes les plateformes de *crowdfunding* qui fournissent des services de financement alternatif en Belgique. L'article 4, 2° définit les plateformes de financement alternatif comme « *toute personne physique ou morale qui offre de fournir ou fournit sur le territoire belge, à titre d'activité professionnelle habituelle, même complémentaire ou accessoire, des services de financement alternatif et qui n'est pas une entreprise réglementée* ».

2. Champ d'application

Il faut distinguer le champ d'application *rationae personae et rationae loci* des plateformes de financement alternatif au sens de l'article 4, 2° de la loi *crowdfunding*.

2.1. Rationae personae

L'exposé des motifs du projet de loi *crowdfunding* apporte une importante précision : le fait que l'activité soit exercée à titre professionnelle habituelle signifie que l'activité doit être rémunérée. Cette rémunération peut provenir directement ou indirectement des investisseurs ou des émetteurs-entrepreneurs^{125 126}. Cela veut dire que les plateformes qui n'ont pas

¹²⁴ L'article 16 §2 de la loi du 18 décembre 2016 est rédigé de la sorte « *Si elles fournissent des services d'investissement conformément au § 1er, elles doivent respecter les conditions suivantes : (i) respecter les règles de conduite prévues par ou en exécution de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers pour la prestation de ces services; (ii) prêter ces services uniquement en liaison avec des valeurs mobilières, ou des parts de fonds starters; (iii) transmettre les ordres uniquement aux entreprises suivantes : les entreprises d'investissement et les établissements de crédit de droit belge ; les succursales établies en Belgique des établissements de crédit et des entreprises d'investissement relevant du droit d'un autre Etat membre de l'Espace économique européen; les établissements de crédit et les entreprises d'investissement relevant du droit d'un autre Etat membre de l'Espace économique européen qui fournissent des services en Belgique sous le régime de la libre prestation de services; les succursales établies en Belgique d'entreprises d'investissement ou d'établissements de crédit qui sont agréées dans un pays tiers* ».

¹²⁵ D. RAES, « Le nouveau statut des plateformes de financement alternatif », *op. cit.*, p. 208.

d'intérêt direct ou indirect dans le résultat des offres émises n'entrent pas dans le champ d'application de la loi *crowdfunding*.

Par ailleurs, l'article 3, §2 de la loi exclut du champ d'application de la loi trois catégories de personnes parmi lesquelles les plateformes de *crowdfunding* qui ne s'adressent qu'aux personnes morales, aux investisseurs qualifiés ou à moins de 150 personnes dans le cadre de leurs offres de services de financement alternatif. Ce choix du législateur s'explique parce que le *crowdfunding* est un mode de financement qui s'adresse à la « foule », c'est-à-dire à un public composé de particuliers consommateurs de services financiers¹²⁷, et non de personnes morales ou d'investisseurs qualifiés.

2.2 Rationae loci

En outre, la plateforme de financement alternatif doit offrir ces services de financement alternatif sur le territoire belge. Concrètement, il faut que l'offre d'instruments de placement soit dirigée vers le public belge. A cet égard, le législateur, dans le cadre de l'exposé des motifs de la loi *crowdfunding*, indique que les plateformes qui procèdent à de la publicité ou à du démarchage en Belgique ou qui utilisent un site dont le nom de domaine fini par « .be » s'adressent aux investisseurs belges. Le législateur semble ainsi consacrer la méthode multicritère¹²⁸.

3. Statut obligatoire

En vertu de l'article 5, §1^{er} de la loi *crowdfunding*, les personnes physiques ou morales doivent obtenir un agrément de plateforme de financement alternatif auprès de la FSMA avant de fournir des services de financement alternatif.

Cependant, les entreprises réglementées, c'est-à-dire les établissements de crédit et les entreprises d'investissement, sont exemptées par l'article 5, §2 de la loi de l'obligation d'obtenir un agrément de statut de plateforme de financement alternatif. Les entreprises réglementées

¹²⁶ Projet de loi portant des dispositions diverses, exposé des motifs, *Doc. Parl.*, Ch., sess. ord. 2015-2016, n°54-2072/001, p. 7.

¹²⁷ Projet de loi portant des dispositions diverses, exposé des motifs, *Doc. Parl.*, Ch., sess. ord. 2015-2016, n°54-2072/001, p. 8.

¹²⁸ Projet de loi portant des dispositions diverses, exposé des motifs, *Doc. Parl.*, Ch., sess. ord. 2015-2016, n°54-2072/001, p. 7.

peuvent fournir de plein droit des services de financement alternatif dans le cadre de leurs activités sans devoir demander un agrément pour ce type de services¹²⁹. Elles doivent néanmoins notifier à la FSMA leur intention de fournir des services de financement alternatif et veiller à respecter les règles du chapitre III de la loi *crowdfunding*¹³⁰.

4. Conditions d'agrément

Les entreprises non réglementées doivent notifier à la FSMA leur intention de fournir des services de financement alternatif et effectuer une demande d'agrément. La FSMA vérifie que les conditions légales d'agrément sont remplies et se prononce sur la demande dans les 3 mois de la réception du dossier¹³¹. Pour remplir ces conditions d'agrément, il faut que l'activité de service de financement alternatif soit exercée par une société commerciale ayant son siège social en Belgique. Il faut en outre que la plateforme réponde à certaines exigences sur le plan de l'honorabilité professionnelle de ses dirigeants et à diverses exigences en matière de *corporate governance*. Ainsi, la direction effective de la plateforme doit être confiée à deux personnes au moins. La plateforme doit également se doter d'une politique de gestion des risques notamment sur le plan informatique et souscrire à une assurance couvrant sa responsabilité professionnelle. Notons qu'aucune exigence de capital ou de fonds propres minimaux n'est prévue¹³².

5. Conditions d'exercice de l'activité

La loi *crowdfunding* prévoit des conditions d'exercice de l'activité que la plateforme devra respecter. Il s'agit, d'une part, des conditions prévues par l'article 16 de la loi *crowdfunding*¹³³ auxquelles sont soumises les plateformes de financement alternatif qui entendent fournir des services de conseil en investissement¹³⁴ et de réception et de transmission d'ordres¹³⁵ (« RTO »)¹³⁶. D'autre part, l'article 17 de la loi *crowdfunding* interdit aux

¹²⁹ D. RAES, « Le nouveau statut des plateformes de financement alternatif », *op. cit.*, p. 213.

¹³⁰ Art. 5, §2 de la loi du 18 décembre 2016.

¹³¹ Art. 5, §2, §3 et §4 de la loi du 18 décembre 2016.

¹³² C. HOUSSA et L. STANDAERT, *op. cit.*, p. 16.

¹³³ Art. 16 de la loi du 18 décembre 2016.

¹³⁴ La directive 2004/39/CE définit le service de conseil en investissement comme « *un service consistant à fournir des recommandations personnalisées à un client, à sa demande ou à l'initiative de l'entreprise d'investissement, à propos de transactions sur instruments financiers* ».

¹³⁵ Le service de réception et transmission d'ordres n'est pas défini par le législateur européen. Le considérant 20 de la directive MiFID précise néanmoins que l'activité de réception et de transmission d'ordres suppose la mise en relation de deux ou plusieurs investisseurs afin de permettre la réalisation d'une transaction entre ces investisseurs.

plateformes de détenir des fonds ou des titres de leurs clients, et de manière générale d'être débitrice vis-à-vis de leurs clients. Par cette interdiction, le législateur a entendu réduire les risques liés à la détention de fonds ou de titres¹³⁷.

6. Les règles relatives à la fourniture de services de financement alternatif

Le chapitre III de la loi *crowdfunding* édicte un certain nombre de règles relatives à la fourniture de financement alternatif qui s'imposent à toute personne prestant des services de financement alternatif (entreprises réglementées ou non).

Le législateur a dû tenir compte des contraintes découlant de la directive MiFID qui réglemente les services d'investissements dont les services de réception et transmission d'ordres. C'est la raison pour laquelle les règles posées par la loi *crowdfunding* sont en réalité très similaires aux règles de conduite imposées par la réglementation MiFID.

Les plateformes de financement alternatif et les entreprises bénéficiant d'un autre statut réglementé qui prestent des services de financement alternatif ont, entre autres, l'obligation générale d'agir de manière honnête, équitable et professionnelle en servant au mieux les intérêts du client¹³⁸. Elles doivent veiller à ce que les informations communiquées, y compris publicitaires, à leurs clients soient correctes, claires et non trompeuses¹³⁹. L'article 23 de la loi prévoit toute une série d'informations que les plateformes de financement alternatif et les entreprises réglementées doivent fournir préalablement à leurs clients sur un support durable (identité de plateforme, coûts des services de la plateforme pour les clients, description des critères de sélection des dossiers, etc.). On y trouve également une obligation de procéder à un test du caractère approprié de l'investissement au regard des caractéristiques du client et du produit dans lequel il projette d'investir¹⁴⁰.

¹³⁶ Art. 16 de la loi du 18 décembre 2016.

¹³⁷ Art. 17 de la loi du 18 décembre 2016.

¹³⁸ Art. 22, §1 de la loi du 18 décembre 2016.

¹³⁹ Art. 22, §2 de la loi du 18 décembre 2016.

¹⁴⁰ Art. 24 de la loi du 18 décembre 2016.

c. Contrôle et sanction

La FSMA est chargée du contrôle du respect de la loi *crowdfunding* et a le pouvoir de suspendre ou de radier l'agrément des plateformes de financement alternatif qui ne respectent pas les dispositions de cette loi.

Le chapitre V de la loi *crowdfunding* instaure un régime de sanctions administratives et pénales. La FSMA peut infliger des amendes administratives allant jusqu'à 75.000 euros aux plateformes de financement alternatif qui ne se conforment pas aux dispositions légales. Des sanctions pénales pouvant aller d'un mois à un an de prison et/ou d'une amende de 50 euros à 10.000 euros sont également prévues pour les infractions les plus graves comme le fait de fournir des services de financement alternatif sans obtenir l'agrément de la FSMA.

d. Dispositions modificatives

La loi introduit une nouvelle exemption à l'obligation de publier un prospectus en complétant l'article 18, §1^{er} de la loi Prospectus¹⁴¹. Cette exemption s'ajoute ainsi à celles prévues dans la loi Prospectus elle-même et à « l'exception *crowdfunding* » introduite par la loi du 25 avril 2014¹⁴².

Cette exemption se caractérise essentiellement par le rehaussement du seuil de souscription maximal par investisseur à 5.000 euros alors que « l'exception *crowdfunding* » prévoyait un seuil maximal de 1.000 euros (voy. *supra*). Cependant, pour pouvoir bénéficier de l'exemption, le montant total de l'offre doit être inférieur à 300.000 euros¹⁴³. Le rehaussement de ce seuil paraît tenir compte davantage des spécificités du secteur dans la mesure où l'investissement moyen par investisseur s'élève à un montant compris entre 1.000 et 3.000 euros sur les plus grandes plateformes du pays¹⁴⁴.

Par ailleurs, la loi *crowdfunding*, en mettant en place un statut juridique pour les plateformes de *crowdfunding*, permet de rendre pleinement effectif le régime fiscal avantageux mis en

¹⁴¹ Art. 18, §1^{er}, k) de la loi du 16 juin 2006.

¹⁴² Art. 41 de loi du 18 décembre 2016.

¹⁴³ Le montant total de l'offre se calcule sur une période de 12 mois.

¹⁴⁴ Annexe : entretien avec FREDERIC LEVY MORELLE, CEO, Look&Fin, 31 juillet 2017.

place par la loi programme du 10 août 2015¹⁴⁵ prévoyant diverses mesures pour favoriser la mobilisation de capitaux privés au profit des PME. Il s'agit de permettre aux personnes qui investissent en capital ou qui octroient des prêts à des PME répondant à certaines conditions de taille et d'ancienneté, ou qui investissent dans des fonds *starter* investissant eux-mêmes dans ce type de PME, de bénéficier soit d'un avantage fiscal sous la forme d'une réduction d'impôt des personnes physiques (c'est la mesure « *Tax Shelter Equity* ») soit d'une exonération de précompte mobilier sur les intérêts générés par les prêts octroyés (c'est la mesure « *Credit Crowdfunding* »)¹⁴⁶.

B. Analyse critique

La mise en place d'un statut obligatoire pour les exploitants de plateformes de financement alternatif constitue très certainement une avancée positive dans le domaine du *crowdfunding* car cela permet de légitimer et de réguler cette alternative au financement traditionnel, et ce faisant, de protéger davantage ses utilisateurs. Il nous faut cependant exposer les diverses imperfections de la loi *crowdfunding* que nous avons cru pouvoir déceler.

a. Le choix critiquable d'un statut unique

Nous rejoignons l'opinion de l'auteur David Raes selon laquelle le choix du législateur d'adopter un statut unique identique pour toutes les plateformes, quelle que soit l'activité prestée pose question au regard du principe d'égalité¹⁴⁷. On peut se demander s'il n'aurait pas été plus logique d'adopter deux statuts distincts en vue de régir les deux formes de *crowdfunding* financier à savoir l'*equity based crowdfunding* et le *crowdlending*. C'est en tout cas la voie choisie par le législateur français¹⁴⁸.

Or en faisant le choix d'un statut unique pour ces deux types de plateforme, le législateur belge a dû se conformer à la directive MiFID qui est susceptible de s'appliquer aux plateformes de *crowdinvesting* qui prestent des services d'investissement portant sur des instruments financiers. On songe particulièrement au service de placement qui est fourni par

¹⁴⁵ Loi programme du 10 août 2015, *M.B.*, 18 août 2015.

¹⁴⁶ F. LEVY MORELLE, *op. cit.*, p. 305.

¹⁴⁷ D. RAES, « Le nouveau statut des plateformes de financement alternatif », *op. cit.*, p. 229.

¹⁴⁸ Voy. *infra*, chapitre III, section II, §2. Nous étudierons les éléments principaux du cadre juridique applicable au *crowdfunding* instauré par l'ordonnance française n°2014-559 du 30 mai 2014 (*J.O.*, 31 mai 2014).

les plateformes aux émetteurs dans le cadre de l'offre de leurs titres aux « investinautes ». Rappelons que pour éviter d'imposer le statut d'entreprise d'investissement aux plateformes de financement participatif qui prestent des services d'investissement en vertu de la directive MiFID, le législateur belge a saisi la possibilité offerte par le législateur européen de ne pas exiger ce statut à l'égard des personnes qui fournissent des services de réception et transmission d'ordres et les services de conseil en investissement et qui respectent certaines conditions prévues à l'article 3 de la directive MiFID.

L'adoption de deux statuts distincts aurait permis aux plateformes de *crowdfunding* de ne pas être soumises aux conditions de l'article 3 de la directive MiFID (dont l'interdiction de détenir les fonds ou les titres de leurs clients) qui ne les concernent pas. En effet, les emprunteurs n'émettent pas d'instruments financiers en contrepartie des sommes récoltées et par conséquent, les plateformes ne peuvent offrir de services d'investissement portant sur des instruments financiers.

Une autre solution aurait été de préciser que les conditions posées à l'article 3 de la directive MiFID ne s'appliquent qu'à l'égard des plateformes qui prestent des services d'investissement. Cependant, la lecture de l'exposé des motifs du projet de loi laisse apparaître que le législateur a délibérément entendu étendre l'article 3 de la directive MiFID à toutes les plateformes en vue d'instaurer un « *level playing field* » entre les différents acteurs¹⁴⁹.

Quoi qu'il en soit, on peut se demander si le législateur, en optant pour un statut unique, ne viole pas le principe d'égalité.

Rappelons que la Cour constitutionnelle contrôle la constitutionnalité de la loi au regard du principe d'égalité et de non-discrimination tels que consacrés aux articles 10 et 11 de la Constitution¹⁵⁰. A cet égard, la jurisprudence de la Cour constitutionnelle précise à de multiples reprises que « *les règles constitutionnelles de l'égalité et de la non-discrimination s'opposent à ce que soient traitées de manière identique, sans qu'apparaisse une justification raisonnable, des catégories de personnes se trouvant dans des situations qui, au regard de la*

¹⁴⁹ Projet de loi portant des dispositions diverses, exposé des motifs, *Doc. Parl.*, Ch., sess. ord. 2015-2016, n°54-2072/001, p. 25.

¹⁵⁰ Art. 10 et 11 de la Constitution.

mesure considérée, sont essentiellement différentes. L'existence d'une telle justification doit s'apprécier en tenant compte du but et des effets de la mesure critiquée ; le principe d'égalité est violé lorsqu'il est établi qu'il n'existe pas de rapport raisonnable de proportionnalité entre les moyens employés et le but visé »¹⁵¹.

Il ressort de cette jurisprudence clairement fixée qu'il est interdit de traiter de manière identique des catégories de personnes qui se trouvent dans des situations non comparables du moins, sans justification admissible. La doctrine qualifie cette situation de « discrimination passive » par opposition à la « discrimination active » qui vise l'hypothèse où il est traité de façon distincte des catégories de personnes dans une situation comparable sans justification raisonnable¹⁵².

Or, en soumettant l'ensemble des plateformes de *crowdfunding* « financier » quelles que soient leurs activités à un statut unique, il est permis de se demander s'il ne s'agit pas ici d'un cas de discrimination passive car, à nos yeux, les exploitants de plateformes sont traités de façon identique alors qu'ils se trouvent dans des situations qui ne sont pas comparables étant donné que les métiers exercés sont objectivement différents. Le législateur n'apporte aucune justification raisonnable quant à ce traitement identique. Le seul critère dont le législateur aurait dû tenir compte est l'émission ou non d'instruments financiers par les émetteurs de la plateforme et donc *in fine*, la prestation par la plateforme de services d'investissement¹⁵³.

b. Le faible impact de la loi crowdfunding sur l'activité des plateformes de financement alternatif

Il convient de relativiser l'impact de la loi *crowdfunding* dans le domaine du financement participatif. En effet, si l'agrément de « plateforme de financement alternatif » permet d'ériger des barrières à l'entrée de l'activité, les acteurs du secteur ne manquent pas de souligner que cet agrément ne leur permet pas d'exercer de nouvelles activités par rapport à

¹⁵¹ B. RENAULT et S. VAN DROOGHENBROECK, « Le principe d'égalité et de non-discrimination », *Les droits constitutionnels en Belgique*, vol. 2, sous la direction de M. Verdussen et N. Bonbled, Bruxelles, Bruylant, 2011, p. 597. Voy. les nombreuses références jurisprudentielles citées par les auteurs.

¹⁵² B. RENAULT et S. VAN DROOGHENBROECK, *ibidem*, p. 596.

¹⁵³ Pour de plus amples développements sur cette question, nous renvoyons à la contribution de DAVID RAES consacrée à l'analyse du nouveau statut des plateformes de financement alternatif dans l'ouvrage « Actualités en matière de crédit ». Voy. D. RAES, *op. cit.*, p. 228.

celles qu'ils exerçaient déjà. Dès lors, ce nouveau statut est davantage perçu comme une contrainte que comme une réelle avancée dans la pratique du *crowdfunding*¹⁵⁴.

Cependant, si la loi *crowdfunding* n'emporte pas de changements majeurs au niveau de l'activité de ces plateformes belges, il faut néanmoins souligner son importante dimension de reconnaissance. En effet, cette loi permet d'officialiser le métier qu'exercent les dirigeants de ces plateformes de financement alternatif. En ce sens, cette loi donne de la crédibilité à ce type d'activité et prouve que le *crowdfunding* n'est pas un simple effet de mode.

c. Critiques quant à la protection offerte aux investisseurs

Dans le cadre de cette loi, le législateur utilise deux outils pour protéger les investisseurs des risques générés par l'activité (perte de l'investissement, fraude, etc.). D'une part, la technique de l'agrément qui permet à la FSMA de contrôler le sérieux des plateformes et de rassurer les investisseurs quant à leur fiabilité. D'autre part, la mise en place de nombreuses obligations d'information qui permettent, en théorie, d'assurer une bonne connaissance du public quant aux risques de l'investissement envisagé. La loi *crowdfunding* met également en place un test d'adéquation pour les plateformes de financement alternatif qui prestent des services de conseil en investissement. Ce test permet de s'assurer que l'offre répond à la situation de l'investisseur au regard de sa situation familiale, patrimoniale, de ses objectifs et de son expérience. En cas d'échec de ce test, la plateforme informe le candidat investisseur que l'investissement n'est pas approprié au regard de sa situation personnelle. Or, il apparaît que l'échec de ce test d'adéquation n'emporte aucune conséquence pour le candidat investisseur qui reste libre d'investir par le biais de la plateforme s'il le souhaite¹⁵⁵. On est dès lors en droit de se demander si ces obligations d'information poursuivent réellement un objectif de protection de l'investisseur ou si elles ne revêtent pas davantage un aspect purement « cosmétique ».

Par ailleurs, on peut s'interroger sur la nécessité de protéger le public qui investit par le biais de plateforme de *crowdfunding*. En effet, les études de profil menées par les plateformes de *crowdfunding* révèlent que le public d'investisseurs est très largement constitué d'hommes, âgés de 39 ans en moyenne (93,7%). Ces investisseurs sont instruits et ont généralement de

¹⁵⁴ Annexe : entretien avec FREDERIC LEVY MORELLE, CEO, Look&Fin, 31 juillet 2017.

¹⁵⁵ Projet de loi portant des dispositions diverses, exposé des motifs, *Doc. Parl.*, Ch., sess. ord. 2015-2016, n°54-2072/001, p. 27.

bonnes connaissances en matière de placements financiers¹⁵⁶. Il nous est loisible de nous interroger sur l'existence d'une protection aussi étendue dès lors que les investisseurs ne sont pas des novices du monde de la finance. Rappelons néanmoins que le *crowdfunding* est un mode de financement qui a vocation à s'adresser à un large public qui tend à s'élargir par une nouvelle masse de petits apporteurs de fonds. Ce sont ces investisseurs qui n'appartiennent pas à une catégorie privilégiée de la société que le législateur entend protéger en multipliant les obligations d'information à charge des plateformes.

d. Quid du crowdfunding non financier ?

Comme nous l'avons vu, tous les projets de *crowdfunding* n'entrent pas dans le champ d'application de la loi *crowdfunding* (voy. *supra*), singulièrement les projets de *crowdfunding* « non financiers ». Ces projets partagent néanmoins l'essence des opérations de *crowdfunding* réglementées car ils permettent de s'adresser « à la foule » afin de récolter des fonds.

Certains auteurs de doctrine avancent l'idée que le *crowdfunding* sous forme de don ou de récompense ne mérite pas de faire l'objet d'une réglementation particulière afin de protéger les contributeurs. En effet, selon eux, ces contributeurs courent peu de risques étant donné qu'ils ne souhaitent pas récupérer la somme allouée au projet.

Bien que les montants récoltés dans le cadre du *crowdfunding* « non financier » soient généralement moindres, le volume total récolté lors de l'opération de levée de fonds peut être conséquent. Par ailleurs, le *crowdfunding* sous forme de don représente la majorité du volume des sommes versées sur les plateformes de *crowdfunding*¹⁵⁷. Il ne s'agit donc pas d'une forme « marginale » de *crowdfunding*. S'il est certain que le *crowdgiving* ou le *crowdfunding* sous forme de récompense génère des risques limités par rapport à ceux encourus dans le cadre des activités de *crowdfunding* « financier » où le risque majeur pour l'investisseur est la perte de l'investissement, l'activité n'est pas exempte de risque de fraude. Ainsi, il est facilement concevable d'imaginer des personnes mal intentionnées profiter de l'accessibilité et de la liberté du Web pour jouer le rôle d'intermédiaire entre le contributeur et le porteur de projet et faire disparaître les fonds récoltés. Ni le contributeur, ni le porteur de projet ne sauront ce qu'est devenu l'argent. En ce sens, la solution française retenue dans le

¹⁵⁶ A. ROUSSIA, *op. cit.* p. 45.

¹⁵⁷ A. ROUSSIA, *ibidem.* p. 34.

cadre de l'ordonnance du 30 mai 2014 consistant à permettre aux plateformes qui récoltent des dons de revêtir le statut d'intermédiaire de financement participatif (« IFP ») paraît être une bonne alternative¹⁵⁸. Ainsi, le généreux donateur sera rassuré quant à la fiabilité de la plateforme de *crowdfunding* qui revêt ce statut d'IFP.

Dans le contexte actuel de croissance de ce mode de financement, il nous semble que le législateur a manqué une belle opportunité de légiférer anticipativement. Quoi qu'il en soit, en l'état actuel du droit belge, on ne peut qu'attirer l'attention sur le fait que le niveau de protection des investisseurs varie fortement selon la forme de *crowdfunding* choisie. Ainsi, si la plateforme ne revêt pas le statut réglementé de « plateforme de financement alternatif » tel qu'introduit par la loi *crowdfunding*, rien ne garantit que l'information délivrée au public soit claire, exacte et non trompeuse et que la participation au projet envisagé corresponde aux objectifs et à la situation financière du participant.

§ 4. Synthèse de la législation financière applicable au *crowdfunding*

Les réglementations financières ayant des champs d'application ambigus et non exclusifs, il nous paraît opportun de synthétiser le cadre légal en droit financier dans lequel évolue le *crowdfunding* actuellement.

A. Concernant « le porteur de projet »

Les porteurs de projets sont susceptibles de devoir publier un prospectus en fonction du montant qu'ils souhaitent lever.

On peut distinguer trois catégories d'offres :

- Les offres privées visées à l'article 3, §2 de la loi Prospectus (*i.e.* lorsque le montant total de l'offre est inférieur à 100.000 euros ou si l'offre est adressée à moins de 150 personnes)¹⁵⁹. Pour ce type d'offre, le porteur de projet ne doit pas publier de prospectus.

¹⁵⁸ Voy. *infra*, chapitre III, section II.

¹⁵⁹ Art. 3, §2 de la loi du 16 juin 2006 précitée.

- Les offres publiques exemptées de prospectus. Conformément à l'article 18, §1^{er}, j) et k) de la loi Prospectus, un prospectus ne doit pas être publié pour les offres inférieures à 300.000 euros et pour lesquelles le montant maximal de souscription par investisseur est limité à 1.000 euros ou à 5.000 euros.
- Les offres publiques qui ne font pas l'objet d'une exemption. Dans ce cas le porteur de projet devra publier un prospectus.

Par ailleurs, les porteurs de projet doivent veiller à respecter les règles relatives aux communications à caractère publicitaire prévues par la loi Prospectus en cas d'offres publiques.

B. Concernant l'exploitant de la plateforme de crowdfunding

Les plateformes de *crowdfunding* qui commercialisent des instruments de placement sur le territoire belge devront revêtir le statut de plateforme de financement alternatif en vertu de la loi *crowdfunding*. Elles devront en outre respecter certaines règles mises en place par le législateur lors de la fourniture des services de financement alternatif (par exemple, vérifier que toutes les informations mises à disposition dans investisseurs sont correctes, claires et non trompeuses).

C. Concernant l'investisseur

La protection de l'investisseur est notamment assurée par les obligations d'information mises à charge des plateformes qui doivent par exemple informer les investisseurs des risques spécifiques liés à l'investissement. Notons que même lorsqu'un prospectus n'est pas requis, un contrôle des informations diffusées existe¹⁶⁰.

Par ailleurs, l'investisseur peut être limité dans les montants souscrits. Il nous faut distinguer trois situations :

- lorsque l'offre est privée au sens de l'article 3, §2 de la loi Prospectus, l'investisseur n'est pas limité quant au montant investi et peut souscrire à la totalité de l'offre.

¹⁶⁰ V. PALM, *op. cit.*, p. 308.

- lorsque l’offre est exemptée de prospectus en vertu de l’article 18 de la loi Prospectus, il ne peut investir plus de 5.000 euros par offre. Par cette limite, le législateur protège les investisseurs en les obligeant à répartir les risques entre différents projets.
- lorsque l’offre est publique, l’investisseur n’est pas limité quant à son investissement. La protection de l’investisseur est ici assurée par le prospectus contrôlé préalablement par la FSMA.

Pour conclure, il convient d’analyser au cas par cas selon le projet de *crowdfunding* envisagé s’il entre dans le champ d’application de ces différentes réglementations. Si aucune réglementation financière ne s’applique au projet de *crowdfunding*, la FSMA recommande au porteur de projet « *d’attirer l’attention sur le fait que le projet n’entre pas dans le champ d’application de la réglementation financière et qu’il n’y a donc pas de contrôle préalable de l’information* »¹⁶¹.

Section II. Autres législations

La législation financière n’aborde pas l’ensemble des défis juridiques soulevés par le financement participatif comme les questions relatives à l’application du droit de l’économie électronique, du droit de la consommation, du droit international privé, etc.

Les activités de *crowdfunding* étant menées par des plateformes exploitant des sites internet, le recours au régime juridique sur le commerce électronique prévu au livre XII du Code de droit économique semble naturel.

Il convient également de s’interroger sur l’application du dispositif protecteur de la partie faible aux acteurs du financement participatif¹⁶².

Par souci de simplicité et de clarté dans le cadre de cette étude, les questions relevant du droit international privé relatives au droit applicable et au juge compétent ne seront pas abordées. Ces questions sont cependant loin d’être théoriques car la Commission européenne indique

¹⁶¹ FSMA, communication 2012-15, *op. cit.*, p. 13.

¹⁶² G. BRUNAUX, « L’application du droit de la consommation au *crowdfunding* », *Le cadre juridique de crowdfunding : analyses prospectives*, sous la direction de A. Le Fur, coll. Trans. Europe Expert, Paris, Ed. Société de législation comparée, 2015, p. 81.

que 81% des plateformes avec rémunération non financière et 38% des plateformes avec rémunération financière mènent des activités transfrontières¹⁶³.

A. Les règles du droit de l'économie électronique

Il convient d'examiner brièvement le champ d'application de ces règles ainsi que les dispositions protectrices du « destinataire de service ».

a. Champ d'application du livre XII du Code de droit économique

L'instauration d'un climat de confiance et de sécurité est indispensable au développement du commerce électronique. C'est la raison pour laquelle le législateur européen est intervenu par une directive 2000/31/CE du 8 juin 2000 dite « directive sur le commerce électronique » afin d'instaurer un régime spécifique au commerce électronique¹⁶⁴.

Cette directive a été transposée aux chapitres 1 à 6 du titre Ier intitulé « Certains aspects juridiques de la société de l'information » du livre XII relatif au « Droit de l'économie électronique » du Code de droit économique.

L'article I. 18. 1° définit les services de la société de l'information comme « *Tout service presté normalement contre rémunération, à distance, par voie électronique et à la demande individuelle d'un destinataire du service* ». L'utilisation d'un site internet par l'exploitant d'une plateforme de financement alternatif ne suffit pas à qualifier les activités de la plateforme comme des services de société de l'information. Certaines conditions supplémentaires doivent être rencontrées.

Tout d'abord, la plateforme doit fournir à distance ses services. Cette condition ne pose pas de difficultés particulières dans la mesure où les plateformes de *crowdfunding*, quelle que soit la forme de *crowdfunding* envisagée, fournissent toujours leurs services à distance. Ensuite la

¹⁶³ Le lecteur intéressé par les problématiques juridiques liées à l'activité transfrontières des plateformes de *crowdfunding* peut néanmoins consulter : M.-C. DE LAMBERTYE-AUTRAND, C. KLEINER et L. USUNIER, « L'activité transfrontière des plateformes de financement participatif », *Le cadre juridique de crowdfunding : analyses prospectives*, sous la direction de A. le Fur, Paris, Société de Législation Comparée, 2015, p. 13 à 54.

¹⁶⁴ Directive 2000/31/CE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2000 relative à certains aspects juridiques des services de la société de l'information, et notamment du commerce électronique, dans le marché intérieur, *J.O.U.E.*, L 178 du 17 juillet 2000, p. 1 à 16.

plateforme de *crowdfunding* doit être rémunérée pour les services qu'elle preste. Généralement, les plateformes sont rémunérées par les porteurs de projets, mais elles peuvent l'être également par leurs clients investisseurs¹⁶⁵.

b. Dispositions protectrices du « destinataire de service »

Qualifier l'activité de *crowdfunding* de service de société de l'information permet à l'internaute de bénéficier d'un régime protecteur. L'article XII. 6 prévoit l'obligation pour le prestataire de services de société de l'information de fournir des indications sur son identité aux destinataires des services¹⁶⁶. L'article XII. 7, §1^{er} oblige également le prestataire de services à fournir certaines informations relatives à l'offre¹⁶⁷.

L'article XII. 7, §2 dispose que « *les clauses contractuelles et les conditions générales communiquées au destinataire doivent l'être d'une manière qui lui permette de les conserver et de les reproduire* ». Cette exigence particulière renforce encore un peu plus les obligations d'information issues de la législation financière.

B. Les règles du droit de la consommation

Si le Livre XII du Code de droit économique protège le destinataire du service quelle que soit sa qualité, le livre VI du Code de droit économique relatif aux pratiques du marché et à la protection du consommateur apporte une protection supplémentaire pour les utilisateurs qui ont la qualité de « consommateur »¹⁶⁸.

¹⁶⁵ Généralement les plateformes se rémunèrent par une commission prélevée sur les fonds levés, de l'ordre de 5 à 10% auxquels s'ajoutent parfois des frais fixes d'étude du dossier. Par exemple, la plateforme « Look&Fin » facture 2.000 euros de frais de dossier auxquels viennent s'ajouter 4% de commission prélevée sur les fonds levés. Par ailleurs, les plateformes peuvent prester des services annexes, payants.

¹⁶⁶ Dénomination sociale, adresse géographique, numéro d'entreprise etc.

¹⁶⁷ Il s'agit notamment pour le destinataire du service d'avoir connaissance des langues proposées pour la conclusion du contrat, des différentes étapes à suivre pour la conclusion du contrat, des moyens techniques pour identifier et corriger les erreurs avant que la commande ne soit passée. Le destinataire de service doit également être en mesure de savoir si le contrat, une fois conclu, sera archivé ou non par le prestataire de service et s'il y aura accès.

¹⁶⁸ G. BRUNAU, *op. cit.*, p. 86.

a. Champ d'application du livre VI du Code de droit économique

A cet égard, les dispositions du livre VI sont applicables si un contrat est conclu entre un consommateur et une entreprise. Ce contrat doit en outre porter sur des « produits »¹⁶⁹.

1. La notion « d'entreprise »

L'article I. 1. 1^o du Code de droit économique définit l'entreprise comme « *toute personne physique ou personne morale poursuivant de manière durable un but économique, y compris ses associations* »¹⁷⁰. Cette définition provient de l'ancienne loi du 6 avril 2010 relative aux pratiques du marché et à la protection du consommateur (ci-après la « LPMC »)¹⁷¹. Les travaux préparatoires de la LPMC invitaient à se référer à la jurisprudence développée par la CJUE en la matière¹⁷². A cet égard, la jurisprudence européenne a retenu une conception fonctionnelle et extensive de l'entreprise qu'elle a défini dans l'arrêt Höfner du 23 avril 1991 comme « *toute entité exerçant une activité économique, indépendamment du statut juridique de cette entité et de son mode de financement* »^{173 174}. L'exercice d'une activité économique suffit donc à emporter la qualification juridique d'entreprise. L'activité économique consiste, selon la jurisprudence européenne, à offrir des biens ou des services sur un marché donné¹⁷⁵, ce qui est assimilé à la fourniture de « *prestations [...] contre rémunérations* », c'est-à-dire en échange d'une « *contrepartie économique* »¹⁷⁶. Il apparaît donc que les plateformes de *crowdfunding* rémunérées pour leur prestation de mise en relation exercent une activité économique et constituent donc une entreprise au sens de la jurisprudence européenne.

¹⁶⁹ S. DECOSTER et C. LEWALLE, *op. cit.*, p. 464.

¹⁷⁰ Art. I. 1. 1^o du Code de droit économique.

¹⁷¹ M. GOUVERNEUR, *Les clauses abusives dans les contrats conclus entre les entreprises ou les personnes exerçant une profession libérale et les consommateurs (vol. 1^{er})*, 2e éd (Guide juridique de l'entreprise; 111.2), Kluwer, Bruxelles, 2016, p. 12.

¹⁷² Projet de loi relatif aux pratiques du marché et à la protection du consommateur, *Doc. parl.*, Chambre, 2009-2010, n^o52-2340/001, p. 36.

¹⁷³ C.J.C.E., C-41/90 *Klaus Höfner et Fritz Elser c. Macrotom GmbH*, 23 avril 1991, *Rec.*, 1991, p. I-01979.

¹⁷⁴ Voy. également sur la notion d'entreprise : C.J.C.E., aff. 19/61 *Mannesmann AG c. Haute Autorité de la Communauté européenne du charbon et de l'acier*, 13 juillet 1962, *Rec.*, 1962, p. 675.

¹⁷⁵ Voy. C.J.C.E., C-35/96 *Commission/Italie*, 18 juin 1998, *Rec.*, 1998, p. I-3851 ; C.J.C.E., T-513/93 *Consiglio Nazionale degli Spedizionieri Doganali/Commission*, 30 mars 2000, *Rec.*, 2000, p. II-01807.

¹⁷⁶ C.J.C.E., aff. 263/86 *État belge c. René Humbel et Marie-Thérèse Edel*, 27 septembre 1988, *Rec.*, 1988, p. 5365.

2. La notion de « consommateur »

L'article I. 1. 2° du Code de droit économique définit le consommateur comme « *toute personne physique qui agit à des fins qui n'entrent pas dans le cadre de son activité commerciale, industrielle, artisanale ou libérale* »¹⁷⁷. Cette définition est conforme à la définition du consommateur prévue à l'article 2, b), de la directive 93/13/CEE. Il en résulte que les professionnels se trouvent exclus de la notion de consommateur.

Ceci conduit à se demander qui sont les utilisateurs de plateformes de *crowdfunding* pouvant être qualifiés de consommateurs au sens de l'article I. 1. 2° du Code de droit économique.

Du côté des investisseurs, les participants qui soutiennent un projet par le biais d'un don ne peuvent recevoir la qualification de consommateur car les libéralités n'entrent pas dans le champ du droit de la consommation¹⁷⁸. Par ailleurs, lorsqu'un investisseur prend part à une opération de *crowdfunding* « financier », il le fait généralement sur une base ponctuelle de sorte que cette activité d'investissement ne revêt pas un caractère professionnel. La plateforme veillera alors à ce que les dispositions du livre VI soient respectées. Cependant, si l'internaute finance régulièrement des projets de *crowdfunding* « financier », son activité prendra un caractère professionnel et les dispositions consuméristes ne trouveront plus à s'appliquer.

En ce qui concerne les porteurs de projet, ils ne peuvent généralement pas revêtir la qualité de consommateur car ils poursuivent le plus souvent des objectifs professionnels n'entrant pas dans le champ de la définition du consommateur susmentionnée. Néanmoins, le *peer to peer lending* est un mode de financement permettant à des particuliers de financer leurs projets personnels, qui n'est pas autorisé actuellement en Belgique¹⁷⁹ (voy. *infra*). Si cette activité devait être autorisée dans le futur, les emprunteurs particuliers devraient, selon nous, pouvoir bénéficier des dispositions du livre VI protectrices du consommateur.

¹⁷⁷ Art. I. 1. 2° du Code de droit économique.

¹⁷⁸ G. BRUNAUX, *op. cit.*, p. 81.

¹⁷⁹ Voy. *infra*, Chapitre IV. Nous étudierons en détail le *peer to peer lending* ainsi que les obstacles juridiques auxquels est confronté ce mode de financement et qui empêchent son développement en Belgique.

3. La notion de « produits »

La notion de « produits » est définie à l'article I. 1. 4° du Code de droit économique comme étant « *les biens et les services, les biens immeubles, les droits et les obligations* »¹⁸⁰. Il est admis que les créances, les actions de société, les obligations, les valeurs mobilières et autres instruments financiers tombent dans la catégorie des produits¹⁸¹. Il s'ensuit que lorsque la contrepartie offerte aux investisseurs par des entreprises ayant recours à des plateformes de *crowdfunding* est de nature financière, il y a une offre de service financier entrant dans le champ de la notion de produit.

b. Dispositions protectrices du « consommateur »

Lorsque des services financiers sont offerts par des entreprises sur des plateformes de *crowdfunding* à des utilisateurs ayant la qualité de « consommateur », les dispositions du livre VI du Code de droit économique sont applicables. Ces dispositions mettent à charge de la plateforme et de l'entreprise qui fait appel à ses services le respect de certaines obligations¹⁸².

L'article VI. 2 du Code de droit économique consacre une obligation générale d'information du consommateur¹⁸³. En vertu de cette disposition, la plateforme devra veiller à fournir au consommateur certaines informations relatives aux caractéristiques principales du produit, à l'identité de l'entreprise, au prix total du produit, etc. Les articles VI. 82 à VI. 87 relatifs aux clauses abusives trouvent également application¹⁸⁴. L'article VI. 81 précise par ailleurs que les offres conjointes incluant un service financier sont interdites¹⁸⁵. Les articles VI. 92 à VI. 102 prévoient également l'interdiction des pratiques déloyales, trompeuses et agressives, notamment en matière de publicité¹⁸⁶.

Puisque la relation contractuelle entre le consommateur et la plateforme est généralement conclue online sur un site internet, les exploitants des plateformes de *crowdfunding* devront en outre respecter les articles VI. 54 à VI. 63 relatifs aux contrats à distance et plus

¹⁸⁰ Art I. 1. 4° du Code de droit économique.

¹⁸¹ M. GOUVERNEUR, *op. cit.*, p. 19.

¹⁸² M. MASSART, « La protection du consommateur de 'services financiers' : évolution ou révolution ? » », *Annuaire Pratiques du marché – propriété intellectuelle et concurrence 2013*, Bruxelles, Kluwer, 2015, p. 323.

¹⁸³ Art. VI. 2 du Code de droit économique.

¹⁸⁴ Art. VI. 82 à VI. 87 du Code de droit économique.

¹⁸⁵ Art. VI. 81 du Code de droit économique.

¹⁸⁶ Art. VI. 92 à VI. 102 du Code de droit économique.

particulièrement l'article VI. 58, §1^{er} qui prévoit un délai de rétractation de 14 jours pour le consommateur de services financiers^{187 188}. L'article ajoute que ce droit s'exerce sans pénalités ni indication de motifs.

Dans la pratique, les plateformes de financement alternatif prennent en compte le droit de la consommation et les règles relatives aux contrats à distance. Par exemple, la plateforme de *crowdfunding* « Look&Fin » spécialisée dans le financement de PME sous forme de prêts stipule à l'article 9.1 de ses conditions générales d'utilisation que les « candidats-prêteurs » disposent d'un délai de rétractation de 14 jours après la conclusion du contrat qui se forme par l'acceptation des conditions générales. Dans l'hypothèse où le candidat-prêteur a déjà souscrit à une levée de fonds avant l'expiration du délai de rétractation, les conditions générales d'utilisation précisent que la notification de la rétractation à la plateforme emporte de plein droit rétractation à l'égard de l'emprunteur en ce qui concerne le prêt consenti. Celui-ci devra restituer les fonds aux prêteurs dans un délai de 20 jours après la notification¹⁸⁹.

Pour conclure, les plateformes ne peuvent échapper selon nous à l'application du droit de la consommation et du droit de l'économie électronique aux plateformes de *crowdfunding*. Ces réglementations qui ont pour objectif de protéger la partie faible dans la relation contractuelle, que cela soit le « consommateur » ou le « destinataire du service », renforcent corrélativement la complexité du cadre juridique dans lequel évolue le *crowdfunding*.

¹⁸⁷ H. CULOT, *op. cit.*, p. 36.

¹⁸⁸ Art. VI. 54 à VI. 63 du Code de droit économique.

¹⁸⁹ Conditions générales de Look&Fin, disponibles sur www.lookandfin.com (consultées le 17 juillet 2017). L'article 9.1 des conditions générales précise que « LOOKANDFIN fournit un service financier aux Candidats-Prêteurs en les mettant en présence de Candidats-Emprunteurs et en leur permettant de souscrire à une Levée de fonds et donc de réaliser un investissement. Les Candidats-Prêteurs disposent dans ce contexte d'un délai de 14 jours calendrier pour se rétracter des présentes Conditions Générales d'Utilisation et pour renoncer sans frais ni pénalité au fait de devenir Candidat-Prêteur. Ce délai de 14 jours court à compter du jour où le contrat avec LOOKANDFIN est conclu par l'acceptation des présentes Conditions Générales d'Utilisation. (...) En outre, et si avant l'expiration du délai de rétractation de 14 jours, le Candidat-Prêteur a d'ores et déjà souscrit à une Levée de fonds et, le cas échéant, a déjà exécuté son obligation en versant le montant du prêt au profit de l'Emprunteur, la rétractation par le Candidat-Prêteur dûment notifiée à LOOKANDFIN emportera également, de plein droit, rétractation à l'égard de l'Emprunteur en ce qui concerne le prêt consenti à ce dernier dans le même délai de 14 jours »

CHAPITRE III. L'AVENIR DU CROWDFUNDING

Après avoir exposé le cadre juridique applicable au financement participatif, il nous faut aborder les perspectives d'avenir de ce mode de financement.

Section I^{ère}. L'intérêt européen pour la question

Depuis quelques années, la Commission européenne s'intéresse de très près au développement de *crowdfunding* au sein de l'Union européenne. En effet, les plateformes de *crowdfunding* sont soumises à de nombreuses réglementations qui trouvent leurs origines dans les directives européennes telles que la directive MiFID et la directive prospectus¹⁹⁰.

Le 3 octobre 2013, la Commission a lancé une consultation sur le sujet¹⁹¹. En 2014, un groupe d'experts s'est penché sur le potentiel du financement participatif dans l'Union européenne¹⁹². On mentionnera également les opinions de l'*European Banking Authority* (« EBA ») et de l'*European Securities and Markets Authorities* (« ESMA ») sur le *lending based crowdfunding* et sur l'*investment based crowdfunding* qui décrivent le cadre européen existant et énoncent des pistes de solution quant à l'ouverture de ce cadre aux pratiques de financement participatif. Pour ce faire, deux possibilités sont envisageables : la mise en place d'un cadre juridique européen spécifique au *crowdfunding* ou une simple modification des législations existantes¹⁹³. Cette dernière alternative semble être la voie privilégiée par la Commission.

Si tous les pions semblaient être mis en place pour sauter le pas vers l'harmonisation, la Commission indique sur la page de son site internet dédiée au *crowdfunding* qu'il n'est pas question de légiférer dans le domaine du *crowdfunding* pour le moment. Elle précise qu'elle

¹⁹⁰ S. DECOSTER et C. LEWALLE, *op. cit.*, p. 465.

¹⁹¹ M. PASSADOR, « The need for suitability and appropriateness in *crowdfunding* regulation », *R.I.S.F.*, 2016/4, p. 52.

¹⁹² Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des Régions, *Unleashing the potential of Crowdfunding in the EU*, (COM(2014) 172), Bruxelles, 2014, p. 9.

¹⁹³ EBA, *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding*, Londres, 26 février 2015, p. 40 ; ESMA, *Opinion – Investment based crowdfunding*, 18 décembre 2014.

continuera de suivre les évolutions de ce mode de financement et qu'elle rencontrera deux fois par an, les représentants et les régulateurs du secteur¹⁹⁴.

Pourtant, il nous semble que l'harmonisation dans la protection offerte aux investisseurs et la mise en place de statuts équivalents permettraient d'instaurer une égalité entre les plateformes dans toute l'Europe qui seraient soumises aux mêmes contraintes et disposeraient des mêmes droits. En outre, cela favoriserait le développement des activités transfrontières des plateformes. De cette façon, les plateformes européennes pourraient tenter de rivaliser avec les plus grandes plateformes américaines telles que Kickstarter¹⁹⁵.

Si une initiative législative se fait attendre du côté de l'Union européenne, les législateurs nationaux ne sont pas restés impassibles face au développement de ce mode de financement. Ainsi, en décembre 2012, l'Italie a été le premier état membre de l'Union européenne à légiférer en la matière. Cette intervention législative intervient quelques mois seulement après l'adoption du « *JOBS Act* » aux Etats-Unis¹⁹⁶. Au moment où la loi *crowdfunding* est entrée en vigueur en Belgique, sept autres états membres ont adopté un statut spécifique pour les plateformes de *crowdfunding*¹⁹⁷. Face à cet engouement législatif, nous nous interrogeons sur la difficulté que pourrait rencontrer le législateur européen dans l'harmonisation des législations nationales dans le futur¹⁹⁸. Il est certain qu'en présence d'un foisonnement de législations nationales le processus d'harmonisation s'avérera plus compliqué qu'en présence de quelques législations nationales dont le législateur européen pourrait aisément s'inspirer ...

¹⁹⁴ « *At the moment the European Commission does not intend to introduce EU laws for crowdfunding. The Commission will continue to review developments in the sector, and meet twice per year with regulators and representatives of the sector* ». Ces propos tenus par la Commission européenne peuvent être consultés à la page suivante: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/financing-investment/crowdfunding_en (consulté le 8 août 2017)

¹⁹⁵ V. PALM, *op. cit.*, p. 314.

¹⁹⁶ US Congress, Jumpstart Our business Startups Act, March 27, 2012, H.R. 3606. Texte consultable sur : <https://www.congress.gov/112/plaws/publ106/PLAW-112publ106.pdf>

¹⁹⁷ D. RAES, « Le nouveau statut des plateformes de financement alternatif », *op. cit.*, p. 218.

¹⁹⁸ A. BOUJEKA, « Le *crowdfunding* en droit financier de l'Union européenne », *Rev. gén. dr.*, Etudes et réflexions 2015, n° 3, p. 11.

Section II. Droit comparé

Les différents régulateurs nationaux ne pouvaient rester de marbre face à l'essor considérable du *crowdfunding* ces dernières années. Ainsi, le financement participatif a été fortement encadré, du moins dans les pays développés¹⁹⁹. On constate que l'objectif de ces interventions législatives est d'assurer une protection minimale de la foule tout en permettant le développement de ce mode de financement.

Il s'agit de comparer le cadre juridique belge du *crowdfunding* aux régimes américain et français afin de donner du relief et un point de repère aux commentaires précédents sur la loi *crowdfunding*.

§1. Etats-Unis : L'impact du JOBS Act sur le financement participatif

Les Etats-Unis, véritable pionniers du financement participatif, ont adopté le 5 avril 2012 une loi intitulée « *Jumpstart Our Business Startups Act* » (« *JOBS Act* ») afin de mettre en place certains outils pour permettre aux petites entreprises d'avoir accès aux marchés de capitaux²⁰⁰. Parmi ces outils, la *Regulation Crowdfunding* également appelée *Crowdfund Act* inséré au Titre III du *JOBS Act*²⁰¹ qui met en place un cadre réglementaire pour l'*equity based crowdfunding*. Cette loi instaure une exemption à la contrainte d'enregistrement des offres de titres financiers auprès de la *Securities and Exchange Commission* (la « SEC »)²⁰². L'enregistrement des titres, imposé par le *Securities Act* de 1933 en réaction au crash boursier de 1929, était devenu un frein au développement de l'*equity based crowdfunding*²⁰³ en raison de son coût élevé²⁰⁴. Pour pouvoir bénéficier de cette exemption, les opérations de *crowdfunding* doivent remplir trois conditions²⁰⁵ :

¹⁹⁹ J.-M. MOULIN, « Le financement participatif ou *crowdfunding* », *R.I.S.F.*, 2016/4, p. 5.

²⁰⁰ J.-C. LAROPPE, « Le financement participatif aux Etats-Unis : une réglementation récente sur un phénomène de société déjà ancien », *R.I.S.F.*, 2016/4, p. 68.

²⁰¹ J.-C. LAROPPE, *op. cit.*, p. 68.

²⁰² T. BONNEAU, « La régulation du *crowdfunding* dans le monde », *R.I.S.F.*, 2014/2, p. 3.

²⁰³ D'un point de vue terminologique, précisons qu'aux Etats-Unis, le terme « *securities-based crowdfunding* » est très souvent utilisé pour désigner « l'*equity based crowdfunding* ».

²⁰⁴ Les coûts de l'enregistrement s'élèvent fréquemment à plus de 100.000 dollars.

²⁰⁵ D. RAES, « Le nouveau statut des plateformes de financement alternatif », *op. cit.*, p. 199.

- Tout d’abord, l’émetteur ne peut lever plus d’un million de dollars sur une période de 12 mois. Rappelons qu’en Belgique, ce montant est significativement inférieur puisqu’il s’élève à 300.000 euros (voy. *supra*).
- Ensuite, chaque investisseur voit son investissement limité selon son revenu annuel ou selon l’importance de son patrimoine. Si l’investisseur a un patrimoine net ou un revenu annuel inférieur à 100.000 dollars, il ne pourra investir sur une période de 12 mois que le montant le plus élevé entre 2.000 dollars ou 5% de son revenu annuel ou de son patrimoine net, soit maximum 4.999,95 dollars. Si l’investisseur dispose d’un revenu ou d’un patrimoine net égal ou supérieur à 100.000 dollars, il ne pourra pas investir une somme dépassant 10% de son revenu annuel ou son patrimoine net²⁰⁶ sur une période de 12 mois²⁰⁷. A titre de rappel, en Belgique, il n’y a pas de seuil de souscription maximal par investisseur si l’offre est inférieure à 100.000 euros. Si l’offre est égale ou supérieure à 100.000 euros mais inférieure à 300.000 euros, le seuil de souscription maximal par investisseur est limité à 5.000 euros par offre quelque soit les revenus de l’investisseur ou son patrimoine net. Les montants que le public sera autorisé à investir par le biais du financement participatif seront donc généralement plus faibles aux Etats-Unis qu’en Belgique.
- Enfin, les offres de financement ne peuvent être réalisées que via un courtier ou via un « portail de financement ».

Tant le « portail de financement » que le courtier doivent s’enregistrer auprès de la SEC et adhérer à la *Financial Industry Regulation Authority* (« FINRA ») ou une autre association équivalente. Néanmoins, les conditions d’agrément auxquelles sont soumises les plateformes de financement sont plus légères que celles applicables aux courtiers. Cela s’explique parce que la plateforme de financement alternatif ne peut prester des services d’investissement contrairement au courtier. Constatons que cette interdiction n’existe pas en droit belge. En effet, conformément à la loi *crowdfunding*, les plateformes qui ont le statut de plateforme de

²⁰⁶ Voy. l’exemple chiffré dans les *Final Rules* de la SEC. Securities and Exchange Commission, Release Nos. 33-9974; 34-76324 ; File No. S7-09-13, p. 26 : « *This “Investment Limit” column reflects the aggregate investment limit across all offerings under Section 4 (a) (6) within a 12-month period* », www.sec.gov/rules/final/2015/33-9974.pdf.

²⁰⁷ Soit une somme allant de 10.000 à 100.000 dollars.

financement alternatif peuvent prester des services de réception et transmission d'ordres ainsi que des services de conseil en investissement.

Le *JOBS Act* impose de nombreuses obligations et contraintes à l'intermédiaire en vue de garantir une certaine protection aux investisseurs. Par exemple, les plateformes doivent rédiger des documents pédagogiques à destination du public. Elles doivent s'assurer de la bonne compréhension des investisseurs des risques de perte de l'investissement et d'illiquidité²⁰⁸. Elles doivent en outre prendre des mesures de protection contre les risques de fraude²⁰⁹ et mettre en place des canaux de communication à destination des investisseurs tels que des réseaux ou des forums.

Le droit américain prévoit une inaccessibilité pendant un an des titres acquis dans le cadre d'une offre de *crowdfunding* sous réserve de certaines exceptions. C'est une spécificité que l'on ne retrouve pas en droit belge et qui permet d'éviter la création immédiate d'un marché secondaire.

Les développements qui précèdent démontrent la volonté du législateur américain d'articuler la protection des investisseurs avec une offre de financement participatif en capital ouverte au plus grand nombre. Notons cependant que les dispositions destinées à promouvoir le *crowdfunding* ne sont entrées en vigueur que récemment, soit plus de quatre ans après l'adoption du *JOBS Act*. En effet, le Congrès américain a délégué à la SEC le soin d'adopter dans un délai de 270 jours les règles d'exécution requises pour que l'exemption *crowdfunding* puisse entrer en vigueur. La SEC a attendu plus de trois ans et demi pour adopter ces règles qui sont entrées en vigueur le 16 mai 2016²¹⁰.

²⁰⁸ Le risque de liquidité vise la difficulté à acheter ou à revendre un actif.

²⁰⁹ J. -C. LAROPPE, *op. cit.*, p. 71.

²¹⁰ D. RAES, « Le nouveau statut des plateformes de financement alternatif », *op. cit.*, p. 203.

§2. France : L'ordonnance n°2014-559 du 30 mai 2014

Le gouvernement français s'est intéressé très rapidement à la régulation de ce mode de financement pour que la France devienne un leader en la matière²¹¹. Par une ordonnance du 30 mai 2014, entrée en vigueur le 1^{er} octobre 2014, et son décret d'application n° 2014-1053 du 16 septembre 2014²¹², la France s'est dotée d'un régime juridique spécifique au *crowdfunding*, devançant ainsi la Belgique.

Le législateur français a veillé à distinguer « *l'equity based crowdfunding* » et le « *lending based crowdfunding* » et a opté pour deux statuts de plateformes différents selon l'activité exercée. Rappelons que le législateur belge, avec la loi du 18 décembre 2016, a fait le choix d'un statut unique quel que soit le métier exercé par la plateforme.

Un label officiel a également été créé pour permettre au public d'identifier les plateformes qui respectent les règles en la matière. L'ordonnance du 30 mai 2014 et son décret d'application rompent les monopoles des banques et des services de paiement tout en protégeant l'investisseur et imposent diverses obligations aux plateformes, comme une politique de bonne conduite et de transparence envers le public²¹³.

A. Le statut de « conseiller en investissement participatif »

L'ordonnance du 30 mai 2014 modifie le Code monétaire et financier en vue de créer le statut de conseiller en investissement participatif (« CIP ») pour les plateformes de financement participatif par souscription de titres financiers²¹⁴. Dans ce cas, ces plateformes doivent s'immatriculer auprès de l'Organisme pour le registre unique des intermédiaires d'assurance («ORIAS»). Ces plateformes peuvent également revêtir le statut de prestataire de service d'investissement (« PSI ») mais ce statut s'avère particulièrement lourd en termes de capital et de fonds propres. Le statut de PSI nécessite en outre un agrément auprès de l'Autorité de

²¹¹ A. ROUSSIA, *op. cit.*, p.4.

²¹² Ordonnance n°2014-559 du 30 mai 2014, *J.O.*, 31 mai 2014, p. 9074, texte n°14. Cette ordonnance a été complétée par le décret n°2014-1053 du 16 septembre 2014 relatif au financement participatif (*J.O.*, n°0215 du 17 septembre 2014) et l'arrêté du 22 septembre 2014 portant homologation des modifications du règlement général de l'AMF (*J.O.*, n°0223 du 26 septembre 2014).

²¹³ M. BERTOZZO, « Le financement participatif : l'état du droit français », *Rev. gén. dr.*, 2015/9, p. 10.

²¹⁴ L'article L-547-1 du Code monétaire et financier définit les conseillers en investissement participatif comme « *les personnes morales exerçant à titre de profession habituelle une activité de conseil en investissement portant sur des offres de titres de capital et de titres de créance définies par décret* ».

contrôle prudentiel et de résolution (« ACPR »). Pour éviter d'imposer ce statut aux plateformes de *crowdfunding*, le législateur français a fait usage de l'exemption optionnelle prévue à l'article 3 de la directive MiFID²¹⁵ et a créé le statut de CIP. Le CIP bénéficie alors d'un statut allégé et preste nécessairement des services de conseil en investissement²¹⁶.

A l'instar de la loi *crowdfunding*, l'ordonnance française énumère différentes conditions d'agrément et d'exercice de l'activité ainsi que des obligations de bonne conduite. Bien que les CIP n'entrent pas dans le champ de la directive MiFID en raison de l'exemption optionnelle, le législateur français a entendu offrir une protection accrue aux investisseurs. Les CIP doivent mettre en place un site internet à accès « progressif » qui permet de vérifier que l'internaute a conscience des risques induits lorsqu'il investit dans un projet entrepreneurial. Avant d'accéder aux offres détaillées, l'internaute devra certifier avoir pris connaissance et accepter les risques liés à ces opérations. Ensuite, avant toute souscription, la plateforme devra soumettre l'investisseur à un test d'adéquation afin de s'assurer que l'offre proposée correspond à sa situation eu égard à son expérience, ses connaissances ainsi qu'à sa situation familiale et patrimoniale²¹⁷. La plateforme doit en outre se doter d'une politique de gestion des conflits d'intérêt. Par ailleurs, il n'y a pas de limite de montant de souscription pour les investisseurs. Néanmoins, les offres de titres qui dépassent le seuil de 2,5 millions d'euros devront faire l'objet d'un prospectus²¹⁸.

B. Le statut « d'intermédiaire en financement participatif »

En ce qui concerne les plateformes proposant aux investisseurs de financer des entreprises sous forme de prêt rémunéré, l'ordonnance du 30 mai 2014 leur a consacré le statut d'intermédiaire en financement participatif (« IFP »)²¹⁹. Ce statut se veut plus souple que le

²¹⁵ Directive 2004/39/CE précitée.

²¹⁶ D. RAES, « Le nouveau statut des plateformes de financement alternatif », *op. cit.*, p. 225.

²¹⁷ Autorité de contrôle prudentiel et de résolution Banque de France et Autorité des marchés financiers, « S'informer sur le nouveau cadre applicable au financement participatif (*crowdfunding*) », A.M.F et ACPR, 30 septembre 2014, disponible sur http://acpr.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/acp/Communication/Communiqués%20de%20presse/20140930-Sinformer_sur_le_nouveau_cadre_applicable_au_financement_participatif.pdf.

²¹⁸ Le décret du 28 octobre 2016 relève le seuil des collectes réalisées par les conseillers en investissements participatifs de 1 à 2,5 millions d'euros sans qu'un prospectus soit exigé. Voy. décret n° 2016-1453 du 28 octobre 2016 relatif aux titres et aux prêts proposés dans le cadre du financement participatif, *J.O.*, 30 octobre 2016, p. 254, texte n°8.

²¹⁹ L'article L-548-2 du Code monétaire et financier dispose que sont des intermédiaires en financement participatif « les personnes qui exercent à titre habituel, l'intermédiation au sens de l'article L-548-1 pour les opérations de prêt à titre onéreux ou sans intérêt ».

statut de CIP. A l'instar des CIP, les IFP doivent s'inscrire dans un registre tenu par l'ORIAS et sont soumis à des exigences comparables à celles qui s'imposent au CIP sur le plan de l'honorabilité professionnelle de leurs dirigeants et en matière de règles de conduite. Comme pour les CIP, un minimum de fonds propres n'est pas requis. L'avantage de ce statut est que l'IFP a accès, contrairement au CIP, au fichier bancaire des entreprises (« FIBEN ») tenu par la Banque de France, ce qui leur permet de vérifier la solvabilité des entreprises à la recherche de fonds.

Le choix du législateur français en faveur de deux statuts distincts selon l'activité exercée par la plateforme de *crowdfunding* permet d'éviter aux IFP d'être soumis aux conditions imposées par l'article 3 de la directive MiFID parmi lesquelles l'interdiction de détenir des fonds ou des titres de leurs clients²²⁰.

Par ailleurs, les plateformes qui permettent de récolter des dons n'ont pas l'obligation de revêtir un statut particulier mais ont la faculté de revêtir le statut d'IFP. Dans ce cas, elles doivent respecter toutes les règles qui s'imposent aux IFP²²¹.

Enfin, le prêteur ne peut financer que jusqu'à 2.000 euros par projet si le financement se fait sous la forme d'un prêt avec intérêts et que jusqu'à 5.000 euros par projet pour un prêt sans intérêt²²². Le porteur de projet ne peut emprunter plus d'un million d'euros par projet.

Section III. En Belgique

Deux ans après l'intervention législative en France, le législateur belge a adopté la loi *crowdfunding* instaurant un statut obligatoire pour les plateformes de financement alternatif. Cette initiative constitue très certainement un développement positif dans le paysage du *crowdfunding* en Belgique car elle permet de professionnaliser davantage le métier exercé par les plateformes. Cependant, nous regrettons certains choix opérés par le législateur. Ainsi, l'adoption d'un statut unique porte grandement préjudice à certaines catégories de plate-

²²⁰ Voy. *supra* Chapitre II, section I, §3.

²²¹ Pour une étude complète du statut d'IFP, voy. T. GRANIER et N. CHAPIER-GRANIER, « L'encadrement du *crowdlending* en droit français », *R.L.B.*, 2015/2, p. 68 et s.

²²² Le décret du 28 octobre 2016 précité (*J.O.*, 30 octobre 2016) relève les montants des prêts consentis par les particuliers sur les plateformes de *crowdlending*. Ces montants étaient auparavant fixés à 1.000 euros pour les prêts avec intérêts et 4.000 euros pour les prêts sans intérêts.

formes et plus particulièrement aux plateformes de *crowdlending* qui entrent dans un régime auxquelles elles auraient dû échapper en raison de leur activité très différente. L'adoption de deux statuts distincts, à l'instar du droit français, aurait permis à cette catégorie de plateforme de fonctionner sous un statut plus léger. Les acteurs du secteur s'étaient d'ailleurs prononcés en ce sens lors de l'élaboration de la loi du 18 décembre 2016²²³. Seul l'avenir nous dira si la loi *crowdfunding* fera l'objet d'amendements parlementaires afin de corriger cette imperfection.

Par ailleurs, d'autres initiatives pourraient être prises pour encourager le financement participatif en Belgique. On peut songer à la mise en place d'un incitant fiscal efficace dans le domaine du *crowdlending* à l'image du *Tax Shelter* dans le domaine de *l'equity based crowdfunding*. Pour rappel, le *Tax Shelter* est le premier incitant fiscal qui a été adopté dans le cadre du « Plan *Start-Up* » introduit par la loi programme du 10 août 2015²²⁴. Cet incitant consiste en une réduction d'impôt à l'impôt des personnes physiques pour l'acquisition de nouvelles actions ou de parts dans des *start-up* qui doivent répondre à certaines conditions d'âge et de taille²²⁵. Si les acteurs du secteur se réjouissent de la mise en place du *Tax Shelter*²²⁶, il en va autrement pour le second avantage fiscal instauré par cette même loi programme dans le domaine du *crowdlending*. Cet incitant, jugé insatisfaisant²²⁷, prend la forme d'une exonération fiscale de précompte mobilier dans le chef des personnes physiques. Concrètement, les intérêts afférents à la première tranche de 9.965 euros de prêts n'entrent pas dans le champ des revenus mobiliers taxables. Ce second incitant fiscal ne tient cependant pas compte des spécificités du *crowdlending* car à l'instar du *Tax Shelter*, l'emprunteur doit nécessairement être une entreprise qui débute, c'est-à-dire être âgée de moins de 48 mois²²⁸. Or, le *crowdlending* ne s'adresse pas à des entreprises débutantes mais à des PME qui ont des capacités de remboursement suffisantes pour contracter de nombreux prêts. A l'heure actuelle, les grandes plateformes de *crowdlending* belges dont Look&Fin ne sont pas en mesure de faire bénéficier leurs clients de cet incitant fiscal particulièrement mal calibré²²⁹. Par conséquent, nous pensons qu'une intervention législative correctrice permettrait à cet

²²³ Annexe : entretien avec FREDERIC LEVY MORELLE, CEO, Look&Fin, 31 juillet 2017.

²²⁴ Voy. *supra*, Chapitre II, section I, §3.

²²⁵ D. GARABEDIAN et R. THONET, « Le nouveau «*Tax shelter* » PME : un remarquable incitant au financement des start-up », *Mélanges Pascal Minne*, Bruxelles, Bruylant, 2016, p. 490.

²²⁶ K. VAN DE VELDEN et S. WOLFF, *op. cit.*, p. 488.

²²⁷ Annexe : entretien avec FREDERIC LEVY MORELLE, CEO, Look&Fin, 31 juillet 2017.

²²⁸ Le délai de 48 mois se calcule à partir de la date d'enregistrement à la BCE ou dans un registre similaire dans l'EEE.

²²⁹ Annexe : entretien avec FREDERIC LEVY MORELLE, CEO, Look&Fin, 31 juillet 2017.

incitant fiscal de jouer pleinement son rôle dans le développement du *crowdlending* en Belgique.

Enfin, les plateformes appellent de leurs vœux un assouplissement des contraintes de l'appel à l'épargne au public²³⁰. En effet, si la loi *crowdfunding* a complété l'article 18, §1^{er} de la loi Prospectus en introduisant une nouvelle exemption à l'obligation de publier un prospectus, cette exemption ne s'applique que si le montant souscrit par investisseur est limité à 5.000 euros et que le montant total de l'offre au public est inférieur à 300.000 euros²³¹. Ce dernier seuil paraît tout à fait dérisoire comparé aux seuils imposés par d'autres états comme la France (2,5 millions d'euros) ou l'Angleterre (5 millions d'euros). Néanmoins, le nouveau règlement Prospectus du 14 juin 2017 devrait bientôt remédier à cette difficulté. En effet, l'article 1(2)(a) de ce règlement fixe le seuil d'exemption de tout prospectus à 1 million d'euros avec une possibilité d'exemption nationale allant jusque 8 millions d'euros. A titre de comparaison, la directive Prospectus de 2003, qui sera abrogée au moment de l'entrée en vigueur du nouveau règlement Prospectus, prévoit d'exempter de tout prospectus les offres publiques inférieures à 100.000 euros. Cette directive laisse en outre la possibilité aux états membres d'exempter les offres allant jusque 5 millions d'euros (ce qu'a fait l'Angleterre). Ce règlement européen fait l'objet d'un calendrier d'application échelonné. Les dispositions relatives aux seuils nationaux en-dessous desquels un prospectus n'est pas exigé devront, en toute hypothèse, entrer en vigueur à compter du 21 juillet 2018. Ce règlement Prospectus aura alors pour effet de porter le seuil d'exemption de tout prospectus à 1 million d'euros en Belgique. Les exploitants des plateformes de *crowdfunding* belges se réjouissent de cette initiative législative venue des instances européennes qui devrait permettre de booster leurs activités²³².

²³⁰ Annexe : entretien avec FREDERIC LEVY MORELLE, CEO, Look&Fin, 31 juillet 2017.

²³¹ Voy. *supra*, Chapitre II, section I, §3.

²³² Annexe : entretien avec FREDERIC LEVY MORELLE, CEO, Look&Fin, 31 juillet 2017.

CHAPITRE IV. LE PEER TO PEER LENDING

Comme indiqué dans les développements antérieurs, le *crowdfunding* permet à des particuliers de financer des professionnels et ne vise pas le financement de particuliers par des particuliers. D'ailleurs, le *peer to peer lending* n'est nullement visé par la loi *crowdfunding*. Néanmoins, certains auteurs considèrent que le *peer to peer lending* fait partie de la famille du *crowdfunding* au sens large²³³. C'est la raison pour laquelle cette forme de financement mérite une attention particulière dans le cadre de la présente étude.

Section I^{ère}. Présentation générale

Dans un premier temps, nous définirons ce mode de financement et prendrons le soin d'opérer la distinction qui s'impose entre le *crowdlending* et le *peer to peer lending*. La différence constatée entre ces deux notions permettra de mettre en lumière les différents obstacles juridiques auxquels est confronté le *peer to peer lending* actuellement et auxquels le *crowdfunding* échappe. Nous avancerons ensuite des pistes de solution.

§ 1. Définition et distinction avec le *crowdlending*

Catherine Houssa définit le *peer to peer lending* comme « *un mode de financement par lequel un particulier prête à un autre particulier par l'intermédiaire d'une plateforme électronique sans aucune intervention d'une institution financière traditionnelle*²³⁴ ». Ce prêt, qui s'inscrit dans la tendance P2P actuelle, peut être rémunéré ou non, comme le *crowdlending*²³⁵.

Le *peer to peer lending* présente de nombreuses caractéristiques communes avec le *crowdlending* mais s'en distingue néanmoins. C'est pourquoi d'un point de vue terminologique nous veillerons à bien distinguer ces deux notions. Il faut néanmoins attirer l'attention sur le fait – regrettable - que la Commission européenne n'hésite pas à inclure le *peer to peer*

²³³ D. RAES, « Le *peer to peer lending* en Belgique – Espoir ou désespoir ? », *Digital Finance - La Finance numérique*, coll. Cahiers AEDBF/EVBFR, Limal/Anvers, Anthemis/Intersentia, 2015, p. 93.

²³⁴ C. HOUSSA, « Le *peer to peer lending* : un disrupteur innovant à l'avenir encore incertain », *Rev. banc. fin.*, 2016/11, p. 76.

²³⁵ A. LE FUR, *Le cadre juridique du crowdfunding, analyses prospectives*, coll. Trans Europe Expert, Paris, Ed. Société de législation comparée, 2015, p. 7.

lending sous le vocable de « *crowdlending* »²³⁶ ce qui a pu générer une certaine confusion dans le chef des régulateurs nationaux²³⁷.

La particularité qui distingue le *peer to peer lending* du *crowdlending* est que les investisseurs particuliers ne prêtent pas à une entreprise mais à un particulier²³⁸. Les sommes empruntées peuvent être utilisées pour acheter une voiture, une maison, financer un voyage, des études, etc.

§ 2. Modalités de fonctionnement

Lorsque le *peer to peer lending* est rémunéré, il permet au prêteur d'obtenir un rendement important sur son investissement. L'emprunteur peut alors obtenir un prêt à un taux plus bas que celui qu'il obtiendrait auprès d'un acteur traditionnel tel qu'une banque. Mais au-delà de ces avantages, le *peer to peer lending* est surtout très intéressant car il permet à l'emprunteur de ne pas être contraint à consentir une garantie au prêteur²³⁹.

En pratique, les particuliers à la recherche d'un financement font le choix de faire appel à une plateforme de *peer to peer lending* plutôt que de recourir à un crédit à la consommation octroyé par les établissements de crédit et autres prêteurs agréés. Dans cette situation, la plateforme n'intervient que pour apparier les offres de prêts aux demandes d'emprunt. Une relation juridique directe se noue entre le prêteur particulier et l'emprunteur. La différence avec les prêts consentis par les banques est que le risque de l'encours du prêt est exclusivement porté par le prêteur alors que lorsque la banque octroie un prêt à un particulier, ce prêt est en réalité financé par les dépôts et la banque maintient le risque de crédit à son bilan.

²³⁶ Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des Régions, « *Libérer le potentiel du financement participatif au sein de l'Union européenne* », (COM(2014) 172), Bruxelles, 2014, p. 3.

²³⁷ A cet égard, l'AMF aux Pays-Bas dans une communication de décembre 2014 intitulée « *Crowdfunding – Towards a sustainable sector* » déclare « *Crowdfunding is the investment or lending of relatively small amounts of money by a large group of investors to private citizens or companies usually via an online platform* ». Traduction : Le *crowdfunding* vise l'investissement ou le prêt de petits montants par la foule à des particuliers ou à des entreprises par le biais d'une plateforme exploitant un site internet (Traduit par nous). Ainsi, l'AMF confond, selon nous, les notions de *peer to peer lending* et de *crowdfunding*.

²³⁸ C. HOUSSA, *op. cit.*, p. 76.

²³⁹ C. HOUSSA, *ibidem*, p. 77.

Le *peer to peer lending* est donc une activité risquée pour le prêteur car il est confronté au risque de non-remboursement, d'où la nécessité pour les plateformes de procéder à une évaluation fine du risque crédit pour assurer la confiance des utilisateurs de la plateforme.

Section II. Le droit belge, un environnement hostile au peer to peer lending ?

Aux Etats-Unis ou en Angleterre le *peer to peer lending* est déjà bien développé. En Belgique, il n'en est rien. Cela s'explique par les différentes contraintes réglementaires imposées à cette activité et par l'absence de cadre juridique adapté.

L'article 68 *bis* de la loi Prospectus instaure un « monopole de réception de fonds remboursables »²⁴⁰. Cela veut dire que l'activité de réception de fonds remboursables est strictement réglementée en droit belge. Elle ne peut être exercée que par certaines institutions limitativement énumérées, comme les établissements de crédit qui collectent des fonds de leurs clients sous forme de dépôts à charge de les rembourser. Très concrètement, à part ces institutions, personne ne peut prêter de liquidités sous peine de violer le monopole de réception de fonds remboursables.

Il n'existe pas de définition légale des « fonds remboursables » mais la doctrine en donne généralement deux caractéristiques. Premièrement, les fonds doivent être mis à la disposition de celui qui les reçoit et celui-ci doit pouvoir les utiliser pour son propre compte. Deuxièmement, la personne qui réceptionne les fonds doit être contractuellement obligée de les rembourser²⁴¹. Fort logiquement, les titres, actions ou parts de société n'entrent pas dans la notion de fonds remboursables car il n'y a pas d'obligation de remboursement, ces titres étant soumis aux risques encourus par l'entreprise. En revanche, les titres qui matérialisent une créance sur l'émetteur – typiquement les obligations - constituent des fonds remboursables.

Si une exception n'avait pas été introduite, les plateformes de *crowdlending* se heurteraient au monopole de réception des fonds remboursables car elles permettent à des entreprises de proposer à des investisseurs intéressés de conclure un contrat de prêt à intérêt. Une exception a donc été introduite à l'article 68*bis*, 6° de la loi Prospectus qui prévoit que peuvent solliciter et recevoir des fonds remboursables les « *personnes, entreprises, institutions qui*

²⁴⁰ Art. 68 bis de la loi du 16 juin 2006.

²⁴¹ C. HOUSSA, *op. cit.*, p. 80.

procèdent à des offres de vente ou en souscription d'instrument de placement au moyen desquels des fonds remboursables sont récoltés dans le respect de la présente loi ». Pour rappel, la FSMA a considéré que les contrats de prêts standardisés constituaient des instruments de placement entrant dans la catégorie résiduaire à l'article 4, §1^{er}, 10° de la loi Prospectus²⁴². Les projets de *crowdlending* impliquant la conclusion de tels contrats de prêts standardisés peuvent à ce titre bénéficier de l'exception de l'article 68bis, 6° de cette loi. Voilà pourquoi le *crowdlending* est autorisé en Belgique, ce qui n'est pas le cas du *peer to peer lending* qui se heurte de plein fouet au monopole de réception des fonds remboursables²⁴³.

En effet, la loi Prospectus réserve l'émission d'instruments de placement aux seules personnes morales²⁴⁴. Par conséquent, les prêteurs personnes physiques dans le cadre du *peer to peer lending* ne peuvent émettre des titres de créance et ne peuvent donc bénéficier de l'exception de l'article 68bis, 6°. *De facto*, on peut en conclure que l'activité de *peer to peer lending* en l'état actuel du droit belge n'est pas autorisée.

Section III. Tentatives de solution

Néanmoins, deux solutions peuvent être avancées pour dépasser cette contrainte légale.

§ 1. Modification législative

Une simple modification de la loi Prospectus ayant pour objet d'étendre aux personnes physiques la possibilité d'émettre des instruments de placement permettrait aux plateformes de *peer to peer lending* d'exercer leurs activités en Belgique. Encore faut-il une réelle volonté politique allant en ce sens. Or cette volonté est par nature aléatoire et le temps qui passe se concilie mal avec ce marché où l'innovation joue un rôle déterminant.

Par ailleurs, si une telle modification législative intervenait, il serait indispensable de modifier également le chapitre I^{er} du Titre 4 du livre VII du Code de droit économique sur le crédit à la consommation pour permettre le bon développement de ce mode de financement. Les

²⁴² Voy. *supra*, Chapitre II, section I, §1.

²⁴³ S. DECOSTER et C. LEWALLE, *op. cit.*, p. 462.

²⁴⁴ Art. 9, 2° de la loi du 16 juin 2006.

contrats de crédit au sens de l'article I. 9. 39° du Code de droit économique doivent être proposés par un « prêteur » c'est-à-dire une personne qui consent des contrats de crédit dans le cadre de ses activités commerciales ou professionnelles²⁴⁵. La doctrine et la jurisprudence²⁴⁶ sont sans appel à ce sujet : une convention de prêt conclue entre deux particuliers échappe à l'application de la réglementation sur le crédit à la consommation. Une activité de *peer to peer lending* exercée en Belgique ne tomberait pas sous le champ d'application du livre VII du Code de droit économique. Or, cela pourrait s'avérer extrêmement préjudiciable pour le développement de ces plateformes car les dispositions du Code de droit économique sur le crédit à la consommation instaurent une Centrale des crédits aux particuliers (ci-après « CCP »)²⁴⁷ qui est un outil indispensable pour le bon fonctionnement de cette activité. La CCP permet d'enregistrer tous les crédits octroyés à des particuliers et d'enregistrer les défauts de paiement relatifs à ces crédits²⁴⁸. Le risque de défaut de remboursement étant le principal risque de cette activité, il est essentiel que les prêteurs aient accès à la CCP pour évaluer la solvabilité de l'emprunteur. Le développement harmonieux de cette activité ne peut donc se faire sans l'intervention de ce précieux outil qu'est la CCP. La modification devrait avoir pour objet d'inclure les plateformes de *peer to peer lending* au sein de la liste de l'article VII.153, §1^{er} du Code de droit économique listant les personnes tenues de consulter la CCP. David Raes ne manque pas de souligner la nécessité de créer un statut légal propre à ces plateformes, malgré cette inclusion dans l'article VII. 153, §1^{er} dans la mesure où « *les contrats de prêt conclus par l'intermédiaire de la plateforme de peer to peer lending ne tomberaient pas dans le champ d'application du livre VII du Code de droit économique à défaut d'être qualifiés de contrat de crédit au sens de l'article I. 9, 39° du Code de droit économique* »²⁴⁹.

§ 2. Une alternative : le *peer to peer lending* indirect

La modification de la loi Prospectus permettrait la mise en place d'activités de *peer to peer lending* mais une seconde solution astucieuse paraît également envisageable : le *peer to peer*

²⁴⁵ Art. I. 9. 34° du Code de droit économique.

²⁴⁶ Gand, 6 février 2008, *NjW*, 2008, p. 840, note R. STEENOT.

²⁴⁷ La Centrale des crédits aux particuliers est réglementée et organisée au chapitre III du livre VII du Code de droit économique.

²⁴⁸ C. HOUSSA, *op. cit.*, p. 82.

²⁴⁹ D. RAES, « *Le peer to peer lending en Belgique – Espoir ou désespoir ?* », *op. cit.*, p. 103.

lending indirect. Cette alternative implique une modification structurelle du modèle P2P que constitue le *peer to peer lending*. L'idée avancée est qu'une personne morale s'interpose entre le prêteur et l'emprunteur. Il pourrait s'agir de la plateforme de *peer to peer lending* elle-même. Dans ce schéma, il n'y aura plus de relation contractuelle directe entre le prêteur et l'emprunteur mais une relation contractuelle entre le prêteur et la plateforme et une relation contractuelle entre la plateforme et l'emprunteur. Les prêteurs recevraient de la plateforme un titre représentatif de leur créance²⁵⁰.

Il faudrait cependant que la plateforme soit agréée préalablement par la FSMA conformément à l'article VII. 159 du Code de droit économique pour pouvoir prêter aux candidats emprunteurs.

A notre sens, l'intervention d'une personne morale entre le prêteur et l'emprunteur permet de contourner les différentes contraintes légales qui s'opposent à l'exercice de l'activité de *peer to peer lending* en Belgique comme le monopole de réception des fonds remboursables et la réglementation en matière de crédit à la consommation.

Bien loin d'être une idée théorique dépourvue de toute incidence pratique, le *peer to peer lending indirect* a permis à la *start-up* « Mozzeno » de recevoir l'accord de la FSMA pour mener à bien ses activités. Dans la presse, on peut lire que la plateforme de *peer to peer lending* Mozzeno a démarré ses activités fin janvier 2017 et qu'elle constitue la première plateforme de *peer to peer lending* en Belgique²⁵¹. On ne recense pas d'autres plateformes de *peer to peer lending* à ce jour en Belgique même si d'autres initiatives de ce genre ne devraient pas tarder à voir le jour.

²⁵⁰ C. HOUSSA, *op. cit.*, p. 166.

²⁵¹ Voy. <http://plus.lesoir.be/71400/article/2016-12-01/un-premier-site-de-prets-entre-particuliers-en-belgique> (consulté le 8 août 2017).

Section IV. Conclusion

En définitive, le *peer to peer lending* indirect semble être le seul stratagème actuellement envisageable pour les entrepreneurs désireux de mener une activité de *peer to peer lending* en Belgique. Néanmoins cette alternative implique une modification structurelle du modèle du *peer to peer lending* originaire supprimant la dimension de désintermédiation le caractérisant dans son essence.

Par ailleurs, on peut s'interroger sur la question de savoir si le vide juridique existant n'entraîne pas un risque de voir se développer des plateformes « sauvages » selon les termes utilisés par David Raes, c'est-à-dire des plateformes étrangères peu scrupuleuses concernant le respect du droit financier belge. Dans ce contexte, le public belge serait exposé à des risques bien plus grands que les risques encourus en présence de plateformes belges soucieuses de respecter la législation financière et régulées par la FSMA²⁵².

Nous pensons que la mise en place d'un cadre juridique spécifique, à l'image de l'initiative législative entreprise en matière de *crowdfunding*, permettrait de réduire considérablement les risques de cette activité et d'assurer son développement. Cette activité, lorsqu'elle est bien encadrée, présente des avantages tant pour le prêteur que pour l'emprunteur. Dès lors, il nous paraît regrettable de s'en priver.

En outre, une telle initiative législative paraît indispensable pour permettre à la Belgique de rattraper son retard avec les autres pays européens dans le développement de la finance digitale. A terme, une réglementation européenne de l'activité des plateformes de *peer to peer lending* serait souhaitable pour assurer une protection uniforme de l'utilisateur dans chaque état membre.

²⁵² D. RAES, « Le *peer to peer lending* en Belgique – Espoir ou désespoir ? », *op. cit.*, p. 106.

CONCLUSION

Le *crowdfunding* est un phénomène actuel qui est en passe de bouleverser notre manière d'investir et qui nous pousse à repenser notre économie. Loin d'être un simple effet de mode, cette source prometteuse de financement doit son succès à l'influence d'internet et à l'accès de plus en plus difficile pour les entreprises aux canaux traditionnels de financement.

La présente étude tente de proposer un aperçu général du cadre juridique applicable au financement participatif, de cibler ses imperfections et d'énoncer quelques pistes d'amélioration.

Après avoir présenté ce mode de financement, nous avons procédé à l'analyse de la législation financière applicable au *crowdfunding* avec contrepartie financière. A cette occasion, nous ne manquons pas de souligner toute la complexité de ces règles aux champs d'application ambigus et non exclusifs. Une simplification en profondeur de la législation financière permettrait très certainement d'ouvrir davantage l'accès du monde financier aux petits acteurs pénalisés par les nombreuses contraintes réglementaires.

Face à l'essor considérable de ce phénomène, les états ont dû faire face à un dilemme : rester spectateur ou intervenir pour modifier leur système juridique, souvent mal adapté, à cette alternative de financement. Le législateur belge a fait preuve d'un certain volontarisme en mettant en place un statut spécifique pour les plateformes de financement alternatif et a rejoint ainsi le mouvement amorcé par quelques états dont les Etats-Unis, la France et l'Italie. Le législateur belge a donc décidé de prendre en compte la réalité que vivent ces acteurs financiers. La loi *crowdfunding* du 18 décembre 2016 constitue très certainement une avancée positive car elle consacre l'activité exercée par les plateformes et protège davantage les utilisateurs de ces plateformes. Cette loi traduit le souci du législateur d'assurer un degré de protection élevé du public tout en prévoyant des contraintes réglementaires minimales afin de ne pas entraver le développement de ce mode de financement. Néanmoins, d'un point de vue juridique, il aurait été logique de soumettre les plateformes de *crowdlending* et les plateformes *de crowdinvesting* à des statuts distincts pour tenir compte de leurs activités très différentes. Tel n'est pas le choix du législateur qui a entendu assurer un « *level playing field* » entre ces plateformes.

A terme, une harmonisation des réglementations nationales auxquelles sont soumises les plateformes de *crowdfunding* dans l'Union européenne semble souhaitable. Cela permettrait d'instaurer une égalité entre les plateformes dans l'Union qui disposeraient des mêmes droits et seraient soumises aux mêmes contraintes et cela favoriserait le développement de leurs activités transfrontières. Néanmoins, une telle initiative ne semble pas d'actualité pour l'instant.

Le *crowdfunding* constitue un enjeu de taille au cœur de la politique de relance économique poursuivie par notre Gouvernement car il permet de financer de jeunes entreprises en phase d'amorçage et de stimuler l'innovation. La pratique démontrera si ce nouveau cadre juridique spécifique au financement participatif atteint l'objectif du Gouvernement de renforcer la confiance du public dans les plateformes de *crowdfunding* « financier ». En effet, la confiance du public est cruciale pour assurer la pérennisation du financement participatif et lui permettre de jouer pleinement son rôle de soutien à l'économie et à la création d'emploi.

Bibliographie

- Législation (au sens large)

1. Normes internes

- Constitution
- Loi du 18 décembre 2016 organisant la reconnaissance et l'encadrement du *crowdfunding* et portant des dispositions diverses en matière de finances, *M.B.*, 20 décembre 2016.
- Loi du 25 octobre 2016 relative à l'accès à l'activité de prestation de services d'investissement et au statut et au contrôle des sociétés de gestion de portefeuille et de conseil en investissement, *M.B.*, 18 novembre 2016.
- Loi programme du 10 août 2015, *M.B.*, 18 août 2015.
- Loi du 25 avril 2014 portant des dispositions diverses en matière de Justice, *M.B.*, 7 mai 2014.
- Code de droit économique du 28 février 2013, *M.B.*, 29 mars 2013.
- Loi du 3 août 2012 relative à certaines formes de gestion collective de portefeuilles d'investissement, *M.B.*, 19 octobre 2012.
- Loi du 21 décembre 2009 relative au statut des établissements de paiement, à l'accès à l'activité de prestataire de services de paiement, à l'activité d'émission de monnaie électronique et à l'accès aux systèmes de paiement, *M.B.*, 19 janvier 2010.
- Loi du 16 juin 2006 relative aux offres publiques d'instruments de placement et aux admissions d'instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés, *M.B.*, 21 juin 2006.
- Arrêté royal du 25 avril 2014 imposant certaines obligations en matière d'information lors de la commercialisation de produits financiers aux investisseurs, *M.B.*, 12 juin 2014.
- Projet de loi portant des dispositions diverses, exposé des motifs, *Doc. Parl., Ch.*, sess. ord. 2015-2016, n°54-2072/001.
- Projet de loi portant des dispositions diverses, exposé des motifs, *Doc. Parl., Ch.*, 2013-2014, n°53-3413/003.
- Proposition de résolution relative à un cadre légal spécifique pour le financement participatif, exposé des motifs, *Doc. parl., Ch.*, sess., 2013-2014, n°53-3335/001.

- Projet de loi relatif aux pratiques du marché et à la protection du consommateur, *Doc. parl.*, Chambre, 2009-2010, n°52-2340/001.
- Projet de loi relatif aux offres publiques d'instruments de placement et aux admissions d'instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés, exposé des motifs, *Doc. parl.* Ch. repr., sess. ord. 2005-2006, n° 2344/001.

2. Normes européennes

- Règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé et abrogeant la directive 2003/71/CE, *J.O.U.E.*, L 168 du 30 juin 2017, p. 12.
- Règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012, *J.O.U.E.*, L 173 du 12 juin 2014, p. 84.
- Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE, *J.O.U.E.*, L 173 du 12 juin 2014, p. 349.
- Directive 2007/64/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 novembre 2007 concernant les services de paiement dans le marché intérieur, modifiant les directives 97/7/CE, 2002/65/CE, 2005/60/CE ainsi que 2006/48/CE et abrogeant la directive 97/5/CE, *J.O.U.E.*, 5 décembre 2007, L 319/1, p. 172.
- Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil, *J.O.U.E.*, L 145 du 30 avril 2004, p. 1 à 44.
- Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, *J.O.U.E.*, L 345 du 31 décembre 2003, p. 65.
- Directive 2000/31/CE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2000 relative à certains aspects juridiques des services de la société de l'information, et notamment du commerce électronique, dans le marché intérieur, *J.O.U.E.*, L 178 du 17 juillet 2000, p.1.

3. Normes françaises

- Code monétaire et financier
- Ordonnance n°2014-559 du 30 mai 2014, *J.O.*, 31 mai 2014, p. 9074, texte n°14.

- Décret n° 2016-1453 du 28 octobre 2016 relatif aux titres et aux prêts proposés dans le cadre du financement participatif, *J.O.*, 30 octobre 2016, p. 254, texte n°8.
- Décret n°2014-1053 du 16 septembre 2014 relatif au financement participatif, *J.O.*, 17 septembre 2014, p. 215.
- Arrêté du 22 septembre 2014 portant homologation des modifications du règlement général de l’Autorité des marchés financiers, *J.O.*, 26 septembre 2014, p. 15653, texte n°12.

- Communications officielles

1. Communications internes

- FSMA, Communication 2017/03 du 1^{er} février 2017, « *Crowdfunding* ».
- FSMA, Communication 2012/15 du 12 juillet 2012, « Cadre réglementaire applicable aux opérations de *crowdfunding* ».

2. Communication européenne

- Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, « Libérer le potentiel du financement participatif au sein de l’Union européenne », Bruxelles, 27 mars 2014, COM (14), 172, p. 4 à 6.

3. Communication française

- Autorité de contrôle prudentiel et de résolution Banque de France et Autorité des marchés financiers, « *S’informer sur le nouveau cadre applicable au financement participatif (crowdfunding)* », A.M.F et ACPR, 30 septembre 2014.
- Autorité de contrôle prudentiel et de résolution Banque de France et Autorité des marchés financiers, « *Guide du financement participatif (crowdfunding) à destination du grand public* », A.M.F. et A.C.P.R., 14 mai 2013.

- Jurisprudence

1. Nationale

- Gand, 6 février 2008, *NjW*, 2008, p. 840, note R. STEENOT.

2. Internationale

- C.J.C.E., T-513/93 *Consiglio Nazionale degli Spedizionieri Doganali/Commission*, 30 mars 2000, *Rec.*, 2000, p. II-01807.
 - C.J.C.E., C-35/96 *Commission/Italie*, 18 juin 1998, *Rec.*, 1998, p. I-3851.
 - C.J.C.E., C-41/90 *Klaus Höfner et Fritz Elser c. Macrotom GmbH*, 23 avril 1991, *Rec.*, 1991, p. I-01979.
 - C.J.C.E., aff. 263/86 *État belge c. René Humbel et Marie-Thérèse Edel*, 27 septembre 1988, *Rec.*, 1988, p. 5365.
 - C.J.C.E., aff. 19/61 *Mannesmann AG c. Haute Autorité de la Communauté européenne du charbon et de l'acier*, 13 juillet 1962, *Rec.*, 1962, p. 675.
- Doctrine
- BERTOZZO (M.), « Le financement participatif : l'état du droit français », *Rev. gén. dr.*, 2015/9, p. 1 à 16.
 - BOCHON, (A.) et NINANE, (Y.), « Actualités en matière de contrats de consommation », *Le droit de la consommation dans le nouveau code de droit économique*, sous la coordination de A. Puttemans, Bruxelles, Bruylant, 2014, p. 78.
 - BOEDTS (T.), « Kunnen crowdfunding en virtuele munten innoveren zonder bijkomende regulering? », *L'innovation, source de droit. Le droit, source d'innovation / Innovatie, bron van recht. Recht, bron van innovatie*, Bruxelles, Bruylant, 2014, p. 125 à 170.
 - BONNEAU (T.), « La régulation du crowdfunding dans le monde », *R.I.S.F.*, 2014/2, p. 3 et 4.
 - BOUJEKA (A.), « Le crowdfunding en droit financier de l'Union européenne », *Rev. gén. dr.*, Etudes et réflexions 2015, n° 3, p. 1 à 14.
 - BRUNAUX (G.), « L'application du droit de la consommation au crowdfunding », *Le cadre juridique de crowdfunding : analyses prospectives*, sous la direction de A. Le Fur, coll. Trans. Europe Expert, Paris, Ed. Société de législation comparée, 2015, p. 73 à 87.
 - CHAABEN (M.), *Le financement participatif (Crowdfunding)*, Connaissances et savoirs, Saint-Denis, 2016.
 - CULOT (H.), « Le financement des start-up : aspects de droit financier et réglementaires », *La révolution digitale et les start-up*, sous la direction de J. Delcorde, Bruxelles, Larcier, 2015, p. 15 à 41.

- D. STUCKI, *Financer une entreprise par le crowdfunding : les nouvelles règles du crowdfunding*, Paris, Editions Eyrolles, 2014.
- DE LAMBERTYE-AUTRAND (M.-C.), KLEINER (C.) et USUNIER (L.), « L'activité transfrontière des plateformes de financement participatif », *Le cadre juridique de crowdfunding : analyses prospectives*, sous la direction de A. le Fur, Paris, Société de Législation Comparée, 2015, p. 13 à 54.
- DECOSTER (S.) et LEWALLE (C.), « Le crowdfunding : réglementation applicable, enjeux, et perspectives », *Rev. banc. fin.*, 6/2014, p. 455 à 467.
- DEMEUR (V.), « Le crowdfunding : état des lieux, évolutions et perspectives », *Digital Finance - La Finance numérique*, coll. Cahiers AEDBF/EVBFR, Limal/Anvers, Anthemis/Intersentia, 2015, p. 61 à 82.
- DUPONT, (M.), « Les conditions générales : quelques rappels utiles », *Cah. Jur.*, 2014/4, p. 125 et s.
- EL BAKKALI (M.), « De nouveaux stimuli fiscaux pour booster l'equity crowdfunding », *Rev. banc. fin.*, 2015/4, p. 300 et 301.
- GARABEDIAN (D.) et THONET (R.), « Le nouveau 'Tax shelter' PME : un remarquable incitant au financement des start-up », *Mélanges Pascal Minne*, Bruxelles, Bruylant, 2016, p. 487 à 505.
- GOFFAUX CALLEBAUT (G.), « Le crowdfunding par don peut-il être qualifié de mécénat ? », *Le cadre juridique du crowdfunding, analyses prospectives*, sous la direction de A. Le Fur, coll. Trans. Europe Expert, Paris, Ed. Société de législation comparée, 2015, p. 239 à 249.
- GOUVERNEUR (M.), *Les clauses abusives dans les contrats conclus entre les entreprises ou les personnes exerçant une profession libérale et les consommateurs*, vol. 1^e, 2e éd. (Guide juridique de l'entreprise; 111.2), Kluwer, Bruxelles, 2016.
- GRANIER (T.) et CHAPIER-GRANIER (N.), « L'encadrement du crowdlending en droit français », *R.L.B.*, 2015/2, p. 68 et s.
- HOUSSA (C.) et STANDAERT (L.), « La 'Nouvelle frontière' de la finance », 27^{ème} journée du Juriste d'entreprise, IJE/IBJ, 2016.
- HOUSSA (C.), « Le peer to peer lending : un disrupteur innovant à l'avenir encore incertain », *Rev. banc. fin.*, 2016/11, p. 74 à 84.
- JACQUEMIN, (H.), *Le formalisme contractuel. Mécanisme de protection de la partie faible*, Bruxelles, Larcier, 2010, p. 51 et s.
- LAROPPE (J.-C.), « Le financement participatif aux Etats-Unis : une réglementation récente sur un phénomène de société déjà ancien », *R.I.S.F.*, 2016/4, p. 67 à 73.

- LEVY MORELLE (F.), « Le *crowdfunding* : outil de financement innovant », *Rev. banc. fin.*, 2015/4, p. 302. à 306.
- LEWALLE (C.), « Publication, par la FSMA, de deux communications relatives au “*crowdfunding*” », *Rev. banc. fin.*, 2012/III-IV, p. 224 à 227.
- MASSART (M.), « La protection du consommateur de ‘services financiers’ : évolution ou révolution ? » », *Annuaire Pratiques du marché – propriété intellectuelle et concurrence 2013*, Bruxelles, Kluwer, 2015, p. 315 à 339.
- MOULIN (J.-M.), « Le financement participatif ou *crowdfunding* », *R.I.S.F.*, 2016/4, p. 5 à 12.
- PALM (V.), « Réglementation et pratique de la finance participative en Belgique », *Rev. Dr. ULg*, 2016/2, p. 265 à 317.
- PASSADOR (M.), « The need for suitability and appropriateness in *crowdfunding* regulation », *R.I.S.F.*, 2016/4, p. 37 à 52.
- RAES (D.), « Le *crowdfunding* : un mode de financement issu de la pratique », *Le droit bancaire et financier en mouvement*, Bruxelles, Bruylant, 2013.
- RAES (D.), « Le nouveau statut des plateformes de financement alternatif », *Actualités en matière de crédit*, Bruxelles, Larcier, 2016, p. 198 à 238.
- RAES (D.), « Le *peer to peer lending* en Belgique – Espoir ou désespoir ? », *Digital Finance - La Finance numérique*, coll. Cahiers AEDBF/EVBFR, Limal/Anvers, Anthemis/Intersentia, 2015, p. 83 à 106.
- RENAULT (B.) et VAN DROOGHENBROECK (S.), « Le principe d’égalité et de non-discrimination », *Les droits constitutionnels en Belgique*, vol. 2, sous la direction de M. Verdussen et N. Bonbled, Bruxelles, Bruylant, 2011, p. 553 à 605.
- ROUSSIA (A.), « Le financement participatif ou *crowdfunding*, quel régime juridique pour cette opportunité économique ? Etude des modèles français et allemands », *Rev. gén. dr.*, Etudes et réflexions 2015, n° 10, p. 1 à 50.
- VAN DE VELDEN (K.) et WOLFF (S.), « Esquisse de la fiscalité du *crowdfunding* », *T. F. R.*, 2017, p. 471 à 489.
- VAN DYCK (J.), « *Crowdfunding* par une PME débutante : exonération fiscale pour des intérêts », *Le Fiscologue*, 2015, n° 1436, p. 1.
- VAN DYCK (J.), « Entreprises débutantes : *Tax Shelter* pour l’acquisition d’actions parts », *Le Fiscologue*, 2015, n° 1434, p. 1
- WERY, (P.), *Droit des obligations*, vol. 1, Bruxelles, Larcier, 2011.

▪ Sources internet consultées

- US Congress, Jumpstart Our business Startups Act, March 27, 2012, H.R. 3606. Texte consultable sur : <https://www.congress.gov/112/plaws/publ106/PLAW-112publ106.pdf> (consulté le 13 août 2017).
- EBA, *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding*, Londres, 26 février 2015, disponible sur <http://www.eba.europa.eu> (consulté le 13 août 2017).
- ESMA, *Opinion – Investment based crowdfunding*, Londres, 18 décembre 2014, disponible sur <https://www.esma.europa.eu> (consulté le 13 août 2017).
- Etude du bureau d’audit KPMG “*Crowdfunding in Belgium - 2014*”, disponible sur : <https://www.febelfin.be/sites/default/files/InDepth/crowdfunding-brochure.pdf> (consulté le 13 août 2017).
- Conditions générales de Look&Fin, disponibles sur www.lookandfin.com (consulté le 13 août 2017).
- Article de presse « Un premier site de prêts entre particuliers en Belgique » du journal « Le Soir », disponible sur <http://plus.lesoir.be/71400/article/2016-12-01/un-premier-site-de-prets-entre-particuliers-en-belgique> (consulté le 8 août 2017).

ANNEXE : INTERVIEW DE FREDERIC LEVY MORELLE REALISEE LE 31 JUILLET 2017

Frédéric Lévy Morelle est le fondateur et CEO de la plateforme de crowdfunding Look&Fin. Look&Fin est une plateforme de prêts aux entreprises active en France et Belgique qui permet à des PME de se financer en empruntant directement auprès de particuliers sans devoir passer par les acteurs traditionnels du monde bancaire.

Interview réalisée le 31 juillet 2017.

Candice : Pouvez-vous présenter LOOK&FIN en quelques mots ?

Frédéric : LOOK&FIN est une plateforme de *crowdlending* qui permet à des PME d'emprunter auprès de particuliers pour financer des besoins à courts ou moyens termes.

Candice : Pourquoi avoir choisi le modèle du « *crowdlending* » ? Quels sont les avantages de ce modèle par rapport à « *l'equity based crowdfunding* » ?

Frédéric : En fait ce sont deux métiers qui sont très différents, le *crowdlending* et *l'equity based*. Alors pourquoi avoir choisi le *crowdlending* ? Pour plusieurs raisons, tout d'abord parce que quand on parle de *crowdfunding* on parle de « *mass market* ». C'est un marché où l'on ne peut être rentable que s'il y a des volumes très importants en termes de montants collectés sans quoi la plateforme ne peut pas être rentable. Et donc le *crowdlending* a une optique beaucoup plus « *market* » que *l'equity* parce que *l'equity* s'adresse plutôt aux start-up. Or en Belgique, si l'on ne regarde que le marché belge, il n'y a pas suffisamment de start-up, et les montants collectés, de mon point de vue, ne seront jamais suffisants pour pouvoir atteindre la rentabilité souhaitée. Première chose. Tandis que le *crowdlending*, lui est approprié pour des PME quel que soit leur volume d'activité. Il y a beaucoup plus de PME éligibles pour le *crowdlending* qu'il y a de *start-up* éligibles pour le *crowdfunding*.

Candice : C'est vraiment une question de taille de marché, c'est ça ?

Frédéric : Exactement. Donc ça c'est la première raison. Une autre raison est qu'en *equity based*, paradoxalement la concurrence est très forte parce que les bons dossiers finissent toujours par trouver de l'argent parce qu'il y a des fonds d'investissement structurés, publics ou privés, des *business angel*, etc. qui font ce job de financer des *start-up*, des bonnes *start-up*. Et donc les plateformes de *crowdfunding* sont chères là où un *business angel* investit gratuitement. La plateforme peut être plus onéreuse. Donc il y a une concurrence qui n'est pas évidente. Et puis finalement il est beaucoup plus facile de financer, de commercialiser des prêts que du capital parce que dit capital dit notion de valorisation, d'émissions pour les entrepreneurs, des fonds d'apport, etc. Donc c'est moins évident à commercialiser que des prêts.

Candice : Dans les CGU de LOOKANDFIN, l'article 4.3 précise que « *Les Levées de fonds apparaissant sur le Site ne donnent pas lieu à l'émission et à l'approbation d'un prospectus par la FSMA* ». Quelles sont les techniques utilisées par la plateforme pour échapper à l'obligation de publier un prospectus ?

Frédéric : En fait, pour rester dans le cadre d'offre privée, on profite entre guillemets de certaines exceptions de l'appel du public à l'épargne. Les deux principales exceptions sont

d'une part, de rester en deçà d'un seuil de 100.000 euros et la deuxième exception, c'est de rester en deçà d'un seuil de 150 investisseurs qui reçoivent le dossier. En fait, on cumule ces deux exceptions. Mais en réalité cela a un peu changé parce qu'aujourd'hui on peut aller jusqu'à 300.000 euros sans prospectus. Donc, le seuil de 100.000 euros est passé à 300.000 euros. Donc aujourd'hui, soit on fait un dossier pour un montant inférieur à 300.000 euros et alors on limite le montant maximum par prêteur à 5.000 euros. Soit on fait un dossier pour plus de 300.000 euros et donc on commence par proposer le dossier à moins de 150 personnes qui sont qualifiées « d'investisseurs premium » et soit ces personnes-là financent la totalité du dossier soit elles ne financent pas la totalité du dossier et le solde est inférieur à 300.000 euros et on peut alors proposer le dossier à tout le monde sur la plateforme.

Candice : Est-ce souhaitable en Belgique d'aller au delà de 300.000 euros ? Comme en France par exemple où le seuil de souscription au delà duquel un prospectus est requis est fixé à un million d'euros ?

Frédéric : A partir du moment où on a suffisamment d'investisseurs, cela a du sens de financer le dossier pour plus de 300.000 euros parce que de manière un peu paradoxale, plus le dossier est important, au moins le risque le sera. En fait, le besoin de financement est généralement proportionnel à la taille de l'entreprise. Donc plus on lève un montant important, plus, en toute logique, le dossier en question sera important et générera un chiffre d'affaires important et plus le chiffre d'affaires est important, plus l'entreprise est structurée, a un historique commercial, a des clients etc. et donc le risque est moindre. Donc, nous chez LOOKANDFIN, on a tendance à vouloir proposer des dossiers pour des montants plus importants que 300.000 euros. On le fait déjà, on a financé un dossier au mois de juin pour un million d'euros. Donc, on le fait. Maintenant est-ce qu'augmenter le seuil de souscription au-delà de 300.000 euros a du sens ? En Belgique, cela aurait du sens pour nous parce qu'on est la seule plateforme à lever ce type de montant et je pense qu'on y arrivera progressivement parce que l'Europe travaille sur un règlement et je pense que dans les mois à venir dans tous les pays européens, le seuil de 100.000 maintenant 300.000 euros en Belgique sera porté à un million d'euros au niveau européen. Donc je pense que l'on va tendre vers cela.

Candice : Pensez-vous que la loi du 18 décembre 2016 qui met en place un statut obligatoire de plateforme de financement alternatif est une avancée pour le développement du *crowdfunding* ?

Frédéric : Oui et non. C'est une avancée car cela permet de reconnaître le métier et donc de bien démontrer qu'il ne s'agit pas d'un effet de mode mais réellement d'une nouvelle classe d'actifs et en conséquence cela structure le marché. Cela met un agrément sur les plateformes et donc cela met aussi une barrière à l'entrée des plateformes. Cela permet de donner de la crédibilité à ce type d'activité. En ce sens là, cela va dans le bon sens.

Par contre c'est finalement un agrément qui est relativement light et qui, de notre point de vue d'acteur, ne nous permet pas de faire quelque chose de nouveau par rapport à ce que nous faisons précédemment. Cette loi est entrée en vigueur au 1^{er} février 2017. Jusqu'au 31 janvier 2017, on fonctionnait d'une certaine manière en termes d'activité et à partir du 1^{er} février on nous a dit « vous avez besoin d'un agrément » mais l'agrément ne nous permet en rien de faire autre chose que ce que nous faisons précédemment. Si vous voulez, cela a l'avantage d'officialiser l'activité. Par contre en termes d'activités pour nous, cela ne change pas grand chose. C'est plus une contrainte qu'autre chose.

Candice : Justement en parlant de contraintes, est-ce que cette loi ne prévoit pas trop de contraintes pour les plateformes notamment en mettant en place une multitude d'obligations d'information ? Que pensez-vous de l'obligation pour la plateforme de mettre en place un test du caractère approprié de l'investissement par rapport aux caractéristiques du client ?

Frédéric : Alors lourd à mettre en œuvre, en termes de parcours d'utilisateur, il est vrai que ce sont des étapes supplémentaires qui font que l'on prête, là où avant le 1^{er} février 2017 on pouvait prêter en trois clics, maintenant cela va être une dizaine de clics car il y aura un certain nombre d'étapes.

Par contre, je pense que cela va dans le bon sens car on démocratise une certaine classe d'actifs, que les candidats-prêteurs n'ont pas toujours une bonne connaissance au niveau des risques. Je pense que c'est important qu'il y ait ce questionnaire de connaissances de base pour pouvoir tester les connaissances des personnes qui s'appêtent à prêter et pouvoir leur expliquer que c'est un investissement qui n'est pas liquide, qu'il n'y a pas de capital garanti, etc. Maintenant c'est plus de l'information qu'autre chose car tu parlais de test du caractère approprié. Si à l'issue du test l'on se rend compte que cela n'est pas approprié pour la personne qui a rempli le questionnaire, c'est-à-dire qui a échoué au questionnaire, on va simplement lui dire « vous avez échoué au questionnaire » mais elle pourra continuer à prêter si elle le souhaite. Donc c'est vraiment hypocrite.

Candice : C'est plus cosmétique qu'autre chose.

Frédéric : Exactement.

Candice : Que pensez-vous du choix du législateur d'instaurer un statut unique pour les plateformes de *crowdlending* et de *crowdinvesting* alors que ces plateformes exercent des activités distinctes ? Auriez-vous préféré un statut distinct, plus léger pour les plateformes de *crowdlending* ?

Frédéric : C'est le lobbying. C'était dans ce sens qu'on s'était prononcé au moment de la rédaction de la loi. On a vraiment fait une forme de lobbying pour faire en sorte d'avoir deux agréments distincts, comme en France où il y a les agréments d'intermédiaire en financement participatif (« IFP ») pour le prêt et conseiller en investissement participatif (« CIP ») pour ce qui est *equity*. On aurait voulu avoir deux statuts distincts car les métiers sont à ce point différents que cela aurait justifié d'avoir deux agréments distincts. Mais voilà, cela n'a pas été le cas.

Candice : Ce choix du législateur est regrettable selon vous alors ?

Frédéric : Oui.

Candice : Les conditions générales de LOOKANDFIN prévoient un délai de rétractation de 14 jours pour l'utilisateur de la plateforme. Vous appliquez donc les règles en matière de contrat à distance. Est-ce que cela vous paraît justifié de protéger le consommateur dans le cadre de ces contrats de prêt?

Frédéric : Oui, sinon on ne le ferait pas. C'est à nouveau une contrainte supplémentaire qui touche à un niveau concurrentiel. Si on avait pu l'éviter, on l'aurait fait mais on part du principe, selon notre lecture et notre compréhension, que les règles applicables en matière de contrats à distance s'appliquent.

Candice : Est-ce que beaucoup de projets atteignent l'objectif de financement ?

Alors là on a financé un peu plus de 100 entreprises et toutes les entreprises que nous avons sélectionné et publié sur la plateforme ont atteint l'objectif. On n'a jamais eu d'échec. Et là sur les 12 derniers mois, le délai moyen de souscription, c'est-à-dire le temps entre le moment où le dossier est soumis à la plateforme et où le dossier est clôturé est en moyenne légèrement inférieur à 4 minutes.

Candice : Ah oui, c'est pas mal !

Frédéric : Donc aujourd'hui quand on publie un dossier, on lève en moyenne 300.000 euros en moins de 4 minutes. On travaille sur une base « premier arrivé et premier servi » et donc on a systématiquement des sursouscriptions. Le dossier est systématiquement sursouscrit avec une liste d'attente et éventuellement si lors de cette fameuse période de 14 jours des personnes se rétractent, elles sont remplacées par d'autres personnes qui se trouvent sur la liste d'attente.

Candice : Concrètement, quels sont les risques encourus par les utilisateurs de la plateforme ?

Frédéric : Le risque majeur est un risque de perte en capital. C'est un risque qui peut se matérialiser ou survenir de différentes manières : défaut paiement, retard de paiement, risques de fraude, etc. Il y a un certain nombre de risques sous-jacents, mais le risque final pour le prêteur est de perdre sa mise.

Candice : Quelles responsabilités restent-ils pour les plateformes puisque la plateforme ne garantit pas la défaillance de l'emprunteur ?

Frédéric : Il y a finalement peu de responsabilités sur la tête de la plateforme parce qu'en fait la plateforme, son métier est celui d'une place de marché. C'est-à-dire qu'on est vraiment un intermédiaire entre l'offre et la demande à un moment donné. Ca n'est pas nous qui prêtons aux entreprises par contre nous on sélectionne des dossiers, on les présente aux prêteurs, on leur donne toute la matière, toute la connaissance, l'information nécessaire pour pouvoir faire de l'investissement en toute connaissance de cause. Mais voilà, notre responsabilité, de ce fait là, est assez réduite. Par contre, on a nous aussi des risques, notamment en termes de réputation. Si on commence à faire n'importe quoi, très rapidement, la réputation qui s'est construite en plusieurs années peut se détruire du jour au lendemain.

Candice : En fait, la confiance des investisseurs est primordiale dans ce genre d'activité.

Frédéric : En fait c'est ça, nous on vend du papier, du crédit, autrement dit, on vend de l'argent en quelque sorte, on vend du rendement et donc c'est une question de confiance.

Candice : Y a-t-il un suivi après la levée de fonds ?

Frédéric : Oui, bien sûr. Notre job commence au moment où l'on a réceptionné la demande de financement de la part de l'entreprise. Ensuite on va analyser le dossier, le sélectionner, rédiger et publier un certain nombre d'informations, collecter les fonds, mettre les fonds à disposition en émettant des titres de créance pour l'emprunteur et ensuite après cela, s'ouvre une période de plusieurs années pendant la période de remboursement. On a une équipe chez nous dédiée au suivi des emprunteurs pendant toute leur période de remboursement et durant cette période de remboursement, c'est nous qui allons prélever l'emprunteur, via un prestataire, répartir les montants auprès des différents créanciers, faire un *reporting* et si à un moment donné, il y a des défauts de paiement, assurer tout le suivi en terme de recouvrement. Donc, on accompagne vraiment l'entreprise et le prêteur durant toute la période de remboursement.

Candice : Donc ça n'est pas juste un service de mise en relation, il y a tout un service derrière.

Frédéric : Oui, si on ne faisait que de la mise en relation et qu'une fois que les fonds ont été mis à disposition de l'emprunteur, on disparaissait dans la nature, cela ne marcherait pas.

Candice : Comment la plateforme LOOKANDFIN se rémunère-t-elle ?

Frédéric : Comme la plupart des plateformes, c'est-à-dire qu'on facture 2.000 euros de frais de dossier auxquels viennent s'ajouter 4% de commission prélevée à la libération des fonds à charge de l'emprunteur. C'est entièrement gratuit pour les prêteurs.

Candice : Pour conclure, que conseillerez-vous pour promouvoir le développement du crowdfunding en Belgique ?

Frédéric : Première chose, limiter les contraintes d'appels publics à l'épargne puisqu'on a porté le seuil de 100.000 à 300.000 euros mais 100.000 euros était le seuil minimum imposé par l'Europe. A l'autre extrémité, on aurait pu mettre le curseur à 5 millions d'euros comme l'Angleterre par exemple. Donc la première recommandation que je ferai est d'assouplir les conditions d'appel public à l'épargne, notamment porter le seuil à un million d'euros mais l'Europe a l'air d'aller dans ce sens et donc on s'en réjouit. Deuxième chose, mettre en place des incitants fiscaux dignes de ce nom, c'est-à-dire des incitants fiscaux qui soient applicables au *crowdlending*. Je pense notamment au « *Tax Shelter* » qui en tout cas, pour ce qui nous concerne, est un effet d'annonce. Parce qu'on est de loin la première voire l'unique plateforme de *crowdlending* en Belgique et on n'est pas en mesure de faire profiter nos membres du « *Tax Shelter* », pour te dire à quel point la loi est mal faite. Donc mettre en place des incitants fiscaux qui très clairement encouragent l'épargnant belge à investir son épargne dans l'économie réelle.

Candice : Quels obstacles rencontrez-vous dans la mise en place de la mesure « *Tax Shelter* » ?

Frédéric : Cette mesure n'est pas d'application chez nous parce qu'elle vise les *start-up* alors que nous finançons des PME. Ils essaient d'encourager les gens à prêter à des *start-up* ce qui d'un point de vue financier n'est vraiment pas approprié puisque une *start-up* par définition n'est pas encore rentable. Donc elle n'a pas de capacité de remboursement. Le financement approprié pour une *start-up* c'est du capital et là le « *Tax Shelter* » *crowdfunding* en capital pour cela est très bien fait. Par contre, on ne prête pas à une *start-up* parce qu'elle n'a pas les capacités de remboursement. Il lui faut du capital. On prête à des PME, or le « *Tax Shelter* » exclut les entreprises qui ont plus de 4 années d'existence. Et donc on exclut par définition, la toute grande majorité des PME.

Candice : Je vous remercie de m'avoir consacré un peu de votre temps.

Frédéric : Avec plaisir. N'hésite pas à m'envoyer ton mémoire, ça m'intéresse. Bon travail !

Place Montesquieu, 2 bte L2.07.01, 1348 Louvain-la-Neuve, Belgique www.uclouvain.be/drt

