

CHAPITRE 1. LE FINANCEMENT DES *START-UPS* : ASPECTS DE DROIT FINANCIER ET RÉGULATOIRES

Henri CULOT

Chargé de cours invité à l'Université catholique de Louvain

Professeur invité à l'Université Saint-Louis – Bruxelles

Avocat au barreau de Bruxelles

Introduction	16
SECTION 1	
Règlementation financière du <i>crowdfunding</i>	18
SECTION 2	
Règlementation applicable aux plates-formes	30
SECTION 3	
Règlementation financière du « tax shelter PME »	38
Conclusion	41

Introduction

1. Réglementer le financement de l'activité économique suppose toujours, finalement, de définir un équilibre entre une liberté suffisante pour permettre le développement de cette activité et une sécurité nécessaire à la confiance des investisseurs et à la stabilité de l'économie.

Une technique adoptée dans nos pays consiste à canaliser l'épargne publique dans des institutions financières très fortement régulées, et à confier à ces institutions le soin de mettre des fonds à disposition des entreprises. C'est comme cela qu'est généralement expliqué le rôle des banques, du moins si l'on se tient aux principes élémentaires.

La crise financière de 2008 n'a pas fondamentalement bouleversé ce système, mais elle a néanmoins conduit à déplacer le curseur vers le pôle « sécurité », en renforçant (encore) les exigences réglementaires applicables aux institutions financières et en durcissant les règles destinées à assurer la solidité financière des banques. Il s'en est suivi, dans un contexte économique plutôt morose, une plus grande difficulté des entreprises à obtenir des financements, en particulier pour les entreprises débutantes qui n'ont pas (encore) de résultats probants à faire valoir.

S'est alors développé le sentiment qu'il fallait prendre des mesures pour favoriser ce financement¹, par l'octroi d'un avantage fiscal ou en desserrant un carcan réglementaire trop rigide, ceci de manière d'ailleurs quelque peu contradictoire avec les velléités poursuivies parallèlement de renforcer encore la protection de l'épargne. Ce mouvement trouve un certain écho dans la population, qui cherche des placements alternatifs à ceux que lui proposent, à taux planchers, des banques auxquelles elle ne fait plus (trop) confiance.

2. Dans ce contexte général, brossé en quelques lignes, s'est répandue la pratique du *crowdfunding*, ou financement participatif, facilité par les moyens de communication liés à internet et encouragé par le législateur fiscal dans le contexte de la promotion de la création d'entreprises.

Quoiqu'elles soient en partie justifiées par le souci de faciliter les opérations de financement, les règles applicables prolifèrent et s'entremêlent, selon une tendance qu'on retrouve plus généralement dans le droit financier².

1. Projet de loi-programme, exposé des motifs, *Doc. parl.*, Ch. repr., 2014-2015, DOC 54 1125/001, pp. 55-56.

2. Sur cette tendance, voy. D. WILLERMAIN, « L'application des règles relatives aux offres publiques et à la commercialisation d'instruments de placement aux placements privés de titres de sociétés », *R.D.C.*, 2015, pp. 375-376.

On en propose ici un aperçu le moins technique possible, tout en fournissant au lecteur les références lui permettant de trouver les explications plus détaillées dont il aurait besoin.

La première section de ce texte est consacrée aux règles qui s'appliquent aux opérations de *crowdfunding*, soit pour acquérir des actions ou parts d'une société (*equity-based crowdfunding*³), soit pour lui accorder un prêt (*lending-based crowdfunding*). Pour se focaliser sur le financement des *start-ups* proprement dit, on laisse donc de côté le *crowdfunding* « caritatif » ou relevant du sponsoring, ainsi que celui dont la contrepartie n'est pas financière, consistant par exemple dans un cadeau ou dans l'acquisition d'un produit fabriqué par l'entreprise financée⁴.

La deuxième section est consacrée aux plates-formes de *crowdfunding*, soit ces « lieux », souvent virtuels, où se « rencontrent » ceux qui offrent et ceux qui recherchent un financement.

Enfin, la troisième section donne un bref aperçu des règles de droit financier qui s'applique(ro)nt aux « fonds starter », grâce auxquels il sera possible d'investir indirectement dans des entreprises débutantes tout en bénéficiant d'un régime fiscal avantageux.

Dans les trois cas, on se limite aux aspects de droit belge, en supposant que l'ensemble des éléments de l'opération envisagée sont situés en Belgique⁵. Ce n'est évidemment pas toujours le cas en pratique, mais le souci de simplicité et de clarté voulu pour cet exposé a conduit à omettre les questions de droit applicable et les situations d'extranéité.

3. Avant d'entrer dans le vif du sujet, présentons brièvement les principales législations applicables, qui seront fréquemment citées dans la suite de cette contribution. On peut les classer en trois catégories.

3. Parfois appelé aussi *investment-based crowdfunding*.

4. Pour une description plus détaillée du *crowdfunding* et de ses différentes modalités, voy. not. L. COLEBUNDERS, « Crowdfunding : waarom, soorten en werking », *Dr. banc. fin.*, 2014, pp. 468-476.

5. Pour plus de détails sur les critères de la « localisation » des offres publiques, voy. « Cadre réglementaire applicable aux opérations de crowdfunding », Communication FSMA_2012_15 du 12 juillet 2012, p. 5 (citant des « indices » utilisés par la FSMA pour déterminer si une offre est faite sur le territoire belge) ; S. DECOSTER et C. LEWALLE, « Le crowdfunding : réglementation applicable, enjeux et perspectives », *Dr. banc. fin.*, 2014, p. 457 ; V. DEMEURE, « Le crowdfunding : état des lieux, évolutions et perspectives », in *Digital Finance – La finance numérique*, Anthémis – Intersentia, 2015, pp. 64-65.

- La loi du 16 juin 2006⁶ régit les « offres publiques d'instruments de placement », ce qui correspond peu ou prou à ce qu'on appelait traditionnellement « l'appel public à l'épargne ».
- Certaines règles visent spécifiquement à protéger le « consommateur » d'épargne. Il s'agit principalement du Livre VI du Code de droit économique et de l'arrêté royal du 25 avril 2014⁷ destiné à assurer la bonne information des « clients de détail » qui achètent des produits financiers.
- Enfin, nous examinerons certains aspects de la réglementation des institutions financières et de leur contrôle, notamment la loi du 2 août 2002⁸ sur la surveillance du secteur financier et celle du 6 avril 1995⁹ aujourd'hui consacrée aux entreprises d'investissement.

Ces réglementations ont chacune un champ d'application aux contours relativement complexes. D'une manière générale, elles ne s'excluent pas mutuellement. On y trouve plutôt des règles qui se recouvrent, et qui s'appliquent donc cumulativement. L'exemption qu'on peut trouver dans une loi ne signifie pas qu'une règle similaire ne va pas s'appliquer en vertu d'une autre disposition.

Section 1. Réglementation financière du *crowdfunding*

§1. *Crowdfunding* et offre publique

4. Le propre du *crowdfunding* est de faire appel à la foule pour financer un projet économique. D'un point de vue juridique, ceci conduit assez naturellement à l'application des règles en matière d'offres publiques d'instruments de placement.

La loi du 16 juin 2006 définit l'offre publique comme « 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

6. Loi 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 (la « loi du 16 juin 2006 »).

7. Arrêté royal du 25 avril 2014 imposant certaines obligations en matière d'information lors de la commercialisation de produits financiers auprès des clients de détail, *M.B.*, 12 juin 2014 (l'« A.R. du 25 avril 2014 »).

8. Loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, *M.B.*, 4 septembre 2002 (la « LSSF »).

9. Loi du 6 avril 1995 relative au statut et au contrôle des entreprises d'investissement, *M.B.*, 3 juin 1995 (la « loi du 6 avril 1995 »).

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 »¹⁰.

La notion d'instrument de placement est, quant à elle, définie à l'article 4, § 1^{er}, de cette loi, au moyen d'une liste incluant notamment :

- « les valeurs mobilières » (1^o), ce qui inclut les titres représentatifs du capital comme les actions ou parts de sociétés, ainsi que les obligations¹¹ ;
- « tous les autres instruments permettant d'effectuer un investissement de type financier, quels que soient les actifs sous-jacents » (10^o), même si l'instrument n'est pas négociable¹².

Les travaux préparatoires précisent que cette liste n'est pas limitative¹³. De toute manière, les catégories qu'elle contient, et singulièrement celle du 10^o précité, sont tellement larges que la plupart des opérations de *crowdfunding* sont visées. C'est indubitablement le cas si la contrepartie obtenue par les investisseurs consiste dans des actions ou parts d'une société (*equity-based crowdfunding*), des obligations ou une créance de remboursement résultant d'un titre de créance standardisé¹⁴ (*lending-based crowdfunding*), ou un autre type d'avantage permettant de considérer que la personne visée a effectué un « investissement de type financier ».

5. L'offre publique d'instruments de placement n'est pas interdite, mais elle est soumise à de sévères conditions destinées à protéger l'investisseur,

10. Art. 3, § 1^{er}, al. 1^{er}, de la loi du 16 juin 2006. Pour l'analyse des éléments de cette définition, voy. P. DELLA FAILLE, *Le régime du Tax Shelter – Aspects de droit civil, fiscal, comptable et financier*, Bruxelles, Larcier, 2015, pp. 111-115 ; D. WILLERMAIN, « L'application des règles relatives aux offres publiques et à la commercialisation d'instruments de placement aux placements privés de titres de sociétés », *op. cit.*, pp. 378-379.

11. Voy. art. 2, al. 1^{er}, 31^o, LSSF ; D. WILLERMAIN, « L'application des règles relatives aux offres publiques et à la commercialisation d'instruments de placement aux placements privés de titres de sociétés », *op. cit.*, p. 378.

12. « Cadre réglementaire applicable aux opérations de crowdfunding », Communication FSMA_2012_15 du 12 juillet 2012, p. 4 ; S. DECOSTER et C. LEWALLE, « Le crowdfunding : réglementation applicable, enjeux et perspectives », *op. cit.*, p. 458 ; V. DEMEUR, « Le crowdfunding : état des lieux, évolutions et perspectives », *op. cit.*, p. 64 ; D. WILLERMAIN, « L'application des règles relatives aux offres publiques et à la commercialisation d'instruments de placement aux placements privés de titres de sociétés », *op. cit.*, p. 378.

13. 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 (article 78 de la Constitution), exposé des motifs, *Doc. parl.*, Ch. repr., 2005-2006, DOC 51 1125/001, p. 30. Voy. P. DELLA FAILLE, *Le régime du Tax Shelter – Aspects de droit civil, fiscal, comptable et financier*, *op. cit.*, p. 110.

14. Sur cette notion, voy. *infra*, n° 20.

principalement en lui fournissant une information fiable et complète lui permettant de prendre la décision d'investir, ou de s'en abstenir.

Ceci passe par la rédaction d'un prospectus contenant ces informations¹⁵. Sans entrer dans tous les détails, qui dépendent d'ailleurs du type et de l'ampleur de l'opération, notons que le prospectus doit contenir « toutes les informations qui, compte tenu de la nature particulière de l'émetteur et des instruments de placement offerts au public [...], sont des informations nécessaires pour permettre aux investisseurs d'évaluer en connaissance de cause le patrimoine, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur et du garant éventuel, ainsi que les droits attachés à ces instruments de placement »¹⁶. Ceci implique généralement de décrire de manière détaillée, d'une part, les caractéristiques de l'instrument de placement et, d'autre part, la situation de son émetteur, c'est-à-dire de la personne obligée à fournir à l'investisseur la contrepartie qui lui revient (remboursement, dividendes, etc.).

Quoiqu'il faille présenter ces informations « sous une forme facile à analyser et à comprendre »¹⁷, la pratique a montré que le prospectus est souvent long, touffu, gorgé de détails utiles ou moins utiles, et donc précisément difficile à aborder pour un investisseur particulier. Aussi la loi prévoit-elle qu'il doit être accompagné d'un résumé, concis et « non technique », contenant des informations-clés réparties en cinq rubriques dont la loi indique le contenu¹⁸.

Ce prospectus et son résumé doivent être soumis à l'examen de la FSMA, et ne peuvent être rendus publics qu'après l'approbation de celle-ci¹⁹. La FSMA doit aussi approuver toutes les communications promotionnelles destinées à faire connaître l'offre publique, telles les brochures ou publicités²⁰.

6. Ces formalités se révèlent souvent trop lourdes et trop coûteuses pour des sociétés de taille réduite, qui viennent de commencer leur activité. Pour les éviter, de nombreuses entreprises adaptent leur mode de financement de manière à se trouver hors du champ d'application de l'offre publique. L'article 3, § 2 de la loi du 16 juin 2006 définit en effet les conditions auxquelles une offre n'est pas considérée comme publique.

15. Art. 20 de la loi du 16 juin 2006.

16. Art. 44, § 1^{er}, al. 1^{er}, de la loi du 16 juin 2006. On se réfère ici aux dispositions applicables aux opérations dites « non harmonisées », c'est-à-dire qui n'entrent pas dans le champ d'application des directives européennes en la matière (critère pertinent : offre de valeurs mobilières pour un montant total inférieur à 5 millions d'euros – art. 42, 2^o, de la loi du 16 juin 2006). La plupart des opérations de *crowdfunding* pour lesquelles un prospectus est obligatoire relèveront de cette catégorie.

17. Art. 44, § 1^{er}, al. 2, de la loi du 16 juin 2006.

18. Art. 44, § 2, de la loi du 16 juin 2006.

19. Art. 43 de la loi du 16 juin 2006.

20. Voy. *infra*, n^{os} 12 et s.

Deux de ces conditions visent les opérations d'ampleur réduite, par conséquent le plus souvent utilisées dans le contexte qui nous occupe.

7. D'une part, une offre d'instruments de placement n'est pas considérée comme publique lorsqu'elle est adressée à moins de 150 personnes²¹ (sans compter les investisseurs qualifiés²²). Même si ce nombre peut paraître assez élevé, la condition est en réalité très restrictive dès lors qu'on entend par là le nombre de personnes auxquelles l'offre est *adressée*. Ainsi, il ne suffit évidemment pas de démontrer que l'offre a été *acceptée* par moins de 150 personnes. Cette condition empêche, en pratique, d'utiliser la plupart des modes usuels de publicité, et notamment les sites internet, qui, par nature et sauf procédé technique particulier, s'adressent au public en général.

Pour respecter la condition, il faut communiquer l'offre à un maximum de 149 personnes, par exemple en leur envoyant personnellement un document ou en présentant l'offre au cours d'une réunion. Une fois le plafond atteint, l'offre ne peut plus être communiquée à d'autres personnes, sous peine de la rendre publique, et donc de déclencher l'application des sanctions punissant la communication d'une offre publique sans publication préalable d'un prospectus approuvé par la FSMA²³.

8. D'autre part, une offre n'est pas considérée comme publique lorsque le montant levé par l'émetteur est inférieur, au total, à 100.000 euros²⁴. Cette limite se compte par période de douze mois²⁵, sur le territoire de l'Espace économique européen. Cette possibilité peut fonctionner pour des projets de petite taille ou pour ceux qui, plutôt que de nécessiter un financement important à leur commencement, peuvent grandir progressivement et compter sur une communauté d'investissement qui leur permettra de lever, pendant plusieurs années d'affilée, un montant chaque fois inférieur au plafond. Mais il demeure que ce plafond s'avère assez rapidement contraignant : de nombreuses entreprises ont besoin d'un financement plus important, et ne

21. Art. 3, § 2, al. 1^{er}, b), de la loi du 16 juin 2006.

22. L'article 10 de la loi du 16 juin 2006 définit cette notion en renvoyant à deux catégories établies par l'arrêté royal du 3 juin 2007 portant les règles et modalités visant à transposer la directive concernant les marchés d'instruments financiers (*M.B.*, 18 juin 2007) : les clients professionnels au sens de l'annexe A de cet arrêté et les contreparties éligibles au sens de l'article 3, § 1^{er}, de cet arrêté. En résumé, il s'agit des entreprises réglementées dans le domaine financier, des grandes entreprises, des pouvoirs publics, des investisseurs institutionnels et des personnes qui ont demandé à être traitées comme des clients professionnels (voy. *infra*, n° 16).

23. Art. 69 à 72 de la loi du 16 juin 2006.

24. Art. 3, § 2, al. 1^{er}, e), de la loi du 16 juin 2006.

25. Art. 3, § 5, de la loi du 16 juin 2006. D'une manière générale, un même émetteur peut faire plusieurs offres distinctes, mais il ne peut pas scinder artificiellement son offre de manière à échapper à l'application des règles en matière d'offres publiques. Sur ce thème, voy. FSMA, *Rapport annuel 2014*, p. 184 et V. DEMEUR, « Le *crowdfunding* : état des lieux, évolutions et perspectives », *op. cit.*, pp. 68-69.

peuvent donc pas utiliser cette base juridique pour éviter la rédaction d'un prospectus.

§2. Exception à l'obligation de publier un prospectus, dite 'exception crowdfunding'

9. Reconnaissant que ces possibilités sont très restrictives et désireux de favoriser le *crowdfunding*²⁶, le législateur a introduit dans la loi du 16 juin 2006 une nouvelle exception que les praticiens ont aussitôt baptisée « crowdfunding »²⁷.

Cette exception ne vise pas le caractère public de l'opération. Ainsi, l'offre qui remplit les conditions de l'exception est une offre publique au sens de l'article 3 de la loi – ce qui la différencie des deux cas précédemment évoqués (*supra*, n^{os} 7 et 8) – mais la loi dispense de l'obligation de faire précéder l'offre de la publication d'un prospectus²⁸.

Les conditions pour bénéficier de cette exception sont au nombre de quatre²⁹.

Premièrement, l'instrument de placement offert ne doit pas être l'un de ceux visés à l'article 4, § 1^{er}, 2^o à 9^o, de la loi du 16 juin 2006, ce qui signifie en clair qu'il doit s'agir soit d'une valeur mobilière (1^o), soit d'un instrument relevant de la catégorie résiduaire du 10^o de ce paragraphe (voy. *supra*, n^o 4).

En second lieu, le montant maximal de la participation de chaque investisseur individuel est fixé à 1.000 euros.

Troisièmement, le montant total de l'offre doit rester inférieur à 300.000 euros.

Enfin, il est requis que tous les documents présentant l'offre fassent explicitement mention des deuxième et troisième conditions, soit les deux montants maximaux. Ces montants se comptent par période de douze mois³⁰.

L'offrant doit communiquer à la FSMA les documents qui démontrent que les conditions requises pour bénéficier de l'exception sont remplies³¹.

Moyennant des contraintes somme toute raisonnables, cette exception permet donc de lever trois fois plus de fonds qu'en utilisant l'autre voie, consistant à placer l'offre hors du champ d'application des offres publiques (*supra*, n^o 8). La limite de 1.000 euros par investisseur paraît supportable si

26. Voy. S. DECOSTER et C. LEWALLE, « Le crowdfunding : réglementation applicable, enjeux et perspectives », *op. cit.*, p. 458.

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

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

29. Voy. S. DECOSTER et C. LEWALLE, « Le crowdfunding : réglementation applicable, enjeux et perspectives », *op. cit.*, pp. 458-459 ; V. DEMEUR, « Le crowdfunding : état des lieux, évolutions et perspectives », *op. cit.*, p. 67.

30. Art. 3, § 5, de la loi du 16 juin 2006.

31. Art. 18, § 3, al. 2, de la loi du 16 juin 2006.

l'on considère que ceux qui souhaitent engager des montants plus importants peuvent réaliser l'investissement en dehors de l'offre, sur une base individuelle négociée de gré à gré.

§3. Exception à l'obligation de publier un prospectus en faveur des sociétés coopératives agréées

10. La loi du 25 avril 2014 introduit une autre exception à l'obligation de publier un prospectus, qui ne vise pas spécifiquement le *crowdfunding* mais qui est néanmoins parfois utilisée en pratique par ceux qui souhaitent lever des fonds auprès d'un large public pour financer le développement d'une activité, en particulier dans le secteur social.

Il s'agit de l'exception prévue en faveur des sociétés coopératives agréées³². Celles-ci peuvent placer leurs parts sans établir un prospectus, moyennant le respect de trois conditions.

Premièrement, le montant de l'offre, c'est-à-dire le prix total des parts mises en vente, doit être inférieur à cinq millions d'euros. La version française de la loi indique certes un montant de 5.000 euros, ce qui paraît extrêmement bas, mais il s'agit d'une erreur matérielle, comme le confirme la simple lecture du texte néerlandais³³.

En outre, le montant que chaque individu peut souscrire doit être limité de telle manière qu'à l'issue de l'offre, aucun coopérateur ne possède des parts pour une valeur nominale supérieure à 5.000 euros. Trois précisions concernant cette condition :

- (i) cette condition ne vaut que pour « les sociétés coopératives dont le but est de procurer aux associés un avantage économique ou social dans la satisfaction de leurs besoins privés » ;
- (ii) il ne s'agit plus d'un maximum sur une période de douze mois, mais d'un montant cumulatif. Il faut donc, pour calculer combien un investisseur peut souscrire, tenir compte des parts de la coopérative qu'il posséderait déjà. Le montant maximal à souscrire dans le cadre de chaque offre peut ainsi varier d'un investisseur à l'autre ;
- (iii) le Roi peut fixer un montant inférieur s'appliquant aux investisseurs mineurs³⁴, mais – à notre connaissance – il ne l'a pas fait.

Enfin, comme dans le cas de l'exception *crowdfunding*, les documents liés à l'offre doivent mentionner les conditions de montants précitées (la

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

33. Voy. les deux versions linguistiques de l'art. 95 de la loi du 25 avril 2014 portant des dispositions diverses, *M.B.*, 7 mai 2014, ainsi que le *Rapport annuel 2014* de la FSMA, p. 90.

34. Art. 18, § 5, de la loi du 16 juin 2006.

première dans tous les cas et la seconde lorsqu'elle s'applique) et la FSMA doit recevoir les documents démontrant que les conditions de l'exception sont réunies.

11. En termes de montants qui peuvent être levés, cette exception est donc bien plus efficace encore que la précédente. Elle nécessite toutefois que la société émettrice soit une société coopérative agréée.

L'agrément des sociétés coopératives a été mis en place par une loi du 20 juillet 1955³⁵, et a pour but de distinguer les « vraies » des « fausses » sociétés coopératives.

L'article 5 de la loi trace les grandes lignes des « principes coopératifs », soit les conditions de fond que la société doit remplir pour être agréée. Ces conditions sont précisées dans l'arrêté royal du 8 janvier 1962. Sous réserve de précisions et d'exceptions, ces principes peuvent être résumés comme suit :

- L'adhésion à la société doit être volontaire ; elle ne peut être refusée par la société que si la personne concernée ne remplit pas les conditions d'adhésion ou si elle commet « des actes contraires aux intérêts de la société »³⁶ ;
- Toutes les parts doivent conférer les mêmes droits ;
- Chaque associé doit disposer d'une voix à l'assemblée générale indépendamment du nombre de parts qu'il possède ;
- Les administrateurs doivent être désignés par l'assemblée générale ; leur mandat est, en principe, exercé à titre gratuit ; une rémunération peut toutefois être prévue si elle ne consiste pas dans une participation aux bénéfices ;
- Les titulaires de parts peuvent recevoir un dividende net, fixé au maximum à 6 % par an ;
- La société doit avoir pour but de procurer à ses associés un avantage économique ou social, de nature professionnelle ou privée.

35. Loi du 20 juillet 1955 portant institution d'un Conseil national de la Coopération, *M.B.*, 10 août 1955.

36. Art. 1^{er}, § 1^{er}, 1°, A.R. du 8 janvier 1962 fixant les conditions d'agrément des groupements de sociétés coopératives et des sociétés coopératives, *M.B.*, 19 janvier 1962. Cet arrêté a été substantiellement remanié par l'A.R. du 4 mai 2016 modifiant l'arrêté royal du 8 janvier 1962 fixant les conditions d'agrément des groupements nationaux de sociétés coopératives et des sociétés coopératives, *M.B.*, 17 mai 2016.

L'agrément est accordé, sur requête, par le Ministre de l'économie, dont la décision est publiée au Moniteur belge.

§4. Obligations en matière de communications à caractère promotionnel et *teasing*

12. La loi du 16 juin 2006 prévoit des règles en matière de communication à caractère promotionnel, qui s'appliquent aussi aux « autres documents et avis se rapportant à l'opération ». Elles visent donc les communications, provenant de l'émetteur à destination du public, à propos des instruments de placement, qui se situent dans le processus de commercialisation de ces instruments, soit pour la promouvoir activement (publicité commerciale), soit pour transmettre une information sans intention promotionnelle.

13. Ces règles concernent d'abord le contenu des communications. Il s'agit de normes assez générales d'exactitude de l'information, d'égalité entre ses destinataires et de cohérence avec le contenu du prospectus s'il en existe un. Dans ce cas, la communication promotionnelle doit d'ailleurs renvoyer au prospectus et indiquer où il peut être obtenu³⁷.

Ces règles de fond sont applicables à toutes les offres publiques d'instruments de placement, même celles qui sont dispensées de prospectus. Aux termes de la loi du 16 juin 2006, elles ne s'appliquent pas aux offres d'instruments de placement qui ne sont pas considérées comme publiques selon les critères de l'article 3, § 2 de cette loi³⁸. L'arrêté royal du 25 avril 2014 (*infra*, n^{os} 16 et s.) étend cependant le champ d'application de ces règles à la commercialisation d'instruments de placement destinée à des clients de détail, même dans le cadre d'une offre non publique. Il précise aussi que ces règles doivent être respectées à l'égard des clients de détail même lorsque l'offre publique ne doit pas être précédée de la publication d'un prospectus³⁹.

14. Ensuite est imposé un contrôle des documents à caractère promotionnel par la FSMA, préalablement à leur communication au public. La FSMA vérifie si les documents remplissent les conditions de contenu résumées ci-dessus et statue dans les cinq jours ouvrables⁴⁰. Ce contrôle n'est applicable qu'en cas d'offre publique soumise à l'obligation de prospectus⁴¹. Cela signifie que les documents promotionnels relatifs aux offres publiques bénéficiant de l'exception

37. Art. 58 et 59 de la loi du 16 juin 2006. Voy. D. WILLERMAIN, « L'application des règles relatives aux offres publiques et à la commercialisation d'instruments de placement aux placements privés de titres de sociétés », *op. cit.*, pp. 389-390.

38. Art. 57, § 1^{er}, de la loi du 16 juin 2006.

39. Art. 9, § 3, de l'A.R. du 25 avril 2014, exécutant l'article 57/1 de la loi du 16 juin 2006.

40. Art. 60 de la loi du 16 juin 2006.

41. Art. 57, § 2, de la loi du 16 juin 2006. L'article 60 de la loi du 16 juin n'est pas rendu applicable à la commercialisation auprès de clients de détail (art. 9, § 3, de l'A.R. du 25 avril 2014).

crowdfunding doivent respecter les conditions de fond fixées aux articles 58 et 59 de la loi, mais qu'ils ne sont pas soumis au contrôle préalable de la FSMA⁴².

15. Une manière de contourner les règles en matière de communications promotionnelles serait de diffuser des informations qui, sans constituer une offre ni décrire précisément les instruments de placement, seraient de nature à susciter la curiosité ou les questions du public à propos d'un investissement éventuel ou à proposer de fournir des renseignements ou des conseils, peut-être même avant que les instruments de placement soient créés ou en cours de commercialisation.

Cette technique, qualifiée de *teasing*, est en principe interdite par l'article 64 de la loi du 16 juin 2006, du moins lorsque la communication est adressée par l'émetteur ou pour son compte à plus de 150 personnes autres que des investisseurs qualifiés. Mais des exceptions sont prévues, notamment pour les offres dispensées de prospectus et pour celles dont le montant total est inférieur à 100.000 euros⁴³.

Le rapport annuel 2014 de la FSMA contient un exposé intéressant à ce sujet, dont il résulte que l'article 64 précité n'est pas applicable si les renseignements diffusés ne concernent pas des instruments de placement (standardisés), mais visent à initier « des négociations bilatérales avec les investisseurs intéressés »⁴⁴.

§5. Arrêté royal dit « transversal » du 25 avril 2014

16. Indépendamment des règles sur les offres publiques, un arrêté royal « transversal »⁴⁵ fixe des règles d'information lorsque des produits financiers sont commercialisés à titre professionnel auprès de clients de détail⁴⁶.

Un « client de détail » est un client non professionnel, la notion de client professionnel étant définie dans l'Annexe A de l'arrêté royal du 3 juin 2007⁴⁷. Elle vise, notamment, les établissements de crédit, les entreprises d'investissement, les entreprises d'assurance, les grandes entreprises qui dépassent certains critères, les investisseurs institutionnels et les fonds de pension, les

42. S. DECOSTER et C. LEWALLE, « Le crowdfunding : réglementation applicable, enjeux et perspectives », *op. cit.*, p. 459.

43. Art. 64 de la loi du 16 juin 2006.

44. FSMA, *Rapport annuel 2014*, pp. 103-105.

45. La première phrase du rapport au Roi précédent cet arrêté se lit comme suit : « Le projet qui Vous est soumis vise à renforcer la protection des clients de détail lors de la commercialisation de produits financiers et ce, en suivant une approche transversale ».

46. Arrêté royal du 25 avril 2014 imposant certaines obligations en matière d'information lors de la commercialisation de produits financiers auprès des clients de détail, *M.B.*, 12 juin 2014.

47. Arrêté royal du 3 juin 2007 portant les règles et modalités visant à transposer la directive concernant les marchés d'instruments financiers, *M.B.*, 18 juin 2007, auquel il est renvoyé par l'article 2, al. 1^{er}, 29°, LSSF.

autorités publiques nationales (l'Etat, les Communautés et les Régions) ou internationales (BCE, FMI, ...), etc. Certaines personnes qui n'entrent pas dans ces catégories peuvent néanmoins demander à être traitées comme des clients professionnels⁴⁸. Le client de détail ne doit donc pas être confondu avec le consommateur, car ils sont définis de manière sensiblement différente. En particulier, les PME (personnes morales) sont généralement des clients de détails, mais ne sont pas considérées comme des consommateurs⁴⁹.

L'arrêté s'applique notamment à la commercialisation d'instruments de placement au sens de l'article 4 de la loi du 16 juin 2006⁵⁰, ce qui signifie – en principe du moins – que la plupart des cas de *crowdfunding* entrent dans son champ d'application, même lorsque la levée de fonds n'est pas considérée comme une offre publique, et lorsque l'offre, quoique publique, ne doit pas être décrite dans un prospectus.

Pour être visée par l'arrêté, la commercialisation des instruments de placement doit être faite « à titre professionnel », ce qui pourrait être interprété comme excluant la commercialisation par l'émetteur lui-même, qui place les instruments qu'il émet sans être rémunéré pour ce placement⁵¹.

17. En résumé, cet arrêté impose la rédaction et la mise à disposition gratuite d'une fiche d'information, soit un document court, simple et standardisé qui explique à l'investisseur les principales caractéristiques de l'instrument⁵².

Même si l'arrêté royal transversal lui-même est applicable aux offres non publiques, fournir la fiche d'information ne s'impose pas en cas d'offre publique avec publication d'un prospectus (car le prospectus contient déjà un résumé) ni en cas d'offre qui n'est pas considérée comme publique au sens de l'article 3, § 2, de la loi du 16 juin 2006 (*supra*, n^{os} 7 et 8), ni lorsque l'offre tombe dans un cas de dispense de prospectus, par exemple sur la base des exceptions *crowdfunding* et sociétés coopératives (*supra*, n^{os} 9 et 10)⁵³. Dans ces cas, une fiche d'information peut cependant être remise volontairement aux clients de détails, et elle doit alors satisfaire aux mêmes conditions de

48. Point II de l'Annexe A de l'arrêté royal du 3 juin 2007 précité.

49. Pour plus de détails, voy. D. WILLERMAIN, « L'application des règles relatives aux offres publiques et à la commercialisation d'instruments de placement aux placements privés de titres de sociétés », *op. cit.*, pp. 383-384.

50. Art. 2, 5^o, a), de l'A.R. du 25 avril 2014.

51. D. WILLERMAIN, « L'application des règles relatives aux offres publiques et à la commercialisation d'instruments de placement aux placements privés de titres de sociétés », *op. cit.*, p. 384, qui expose cependant que l'interprétation contraire pourrait aussi être défendue. La première interprétation est cohérente avec l'article 56, al. 2, a), de la loi du 16 juin 2006, qui précise que le monopole d'intermédiation n'empêche pas l'émetteur « de placer lui-même les instruments qu'il émet ».

52. Art. 4 de l'A.R. du 25 avril 2014.

53. Art. 3, § 2, de l'A.R. du 25 avril 2014.

contenu que la fiche d'information obligatoire. Les modalités de son contrôle par la FSMA sont cependant différentes⁵⁴.

Les dispositions relatives à la fiche d'information (obligatoire ou volontaire) ne sont toutefois pas encore d'application, dans l'attente d'un arrêté royal fixant la date de leur entrée en vigueur⁵⁵.

18. En outre, l'arrêté royal transversal contient des règles en matière de publicité et d'autres documents et avis diffusés à l'investisseur. Il s'agit de règles techniques et détaillées⁵⁶ concernant :

- (i) les exigences générales d'exactitude, de clarté, de cohérence, d'équilibre dans la présentation des avantages et des risques⁵⁷ ;
- (ii) le contenu minimum de la publicité, notamment quant à la dénomination et au type de produit, le droit applicable, l'objectif de l'investissement, sa rémunération et les frais, sa durée, etc.⁵⁸ ;
- (iii) les règles applicables lorsque des rendements historiques, simulés et futurs sont présentés : il s'agit de faire en sorte que l'information présentée contienne les éléments permettant au client de détail de se faire une idée la plus exacte possible de ce type de présentation, d'être conscient de ses limites (périodes de référence, les rendements du passé ne constituent pas une garantie pour l'avenir) et des différents éléments qui influencent le rendement (aspects fiscaux qui différencient le rendement brut du rendement net, effets du change, etc.)⁵⁹ ;
- (iv) l'indication d'éventuelles récompenses ou notations dont bénéficie le produit financier⁶⁰ ; et
- (v) les manières de présenter d'éventuelles comparaisons entre différents produits financiers (publicité comparative)⁶¹.

54. Art. 10 de l'A.R. du 25 avril 2014 ; D. WILLERMAIN, « L'application des règles relatives aux offres publiques et à la commercialisation d'instruments de placement aux placements privés de titres de sociétés », *op. cit.*, pp. 386-387.

55. Art. 33, § 2, a) et b), de l'A.R. du 25 avril 2014.

56. Voy. S. DECOSTER et C. LEWALLE, « Le crowdfunding : réglementation applicable, enjeux et perspectives », *op. cit.*, 2014, p. 459.

57. Art. 11 de l'A.R. du 25 avril 2014 ; en substance, ces règles sont proches de celles inscrites à l'article 58 de la loi du 16 juin 2006 – *supra*, n° 13. (V. DEMEUR, « Le crowdfunding : état des lieux, évolutions et perspectives », *op. cit.*, p. 69).

58. Art. 12 à 14 de l'A.R. du 25 avril 2014.

59. Art. 15 à 23 de l'A.R. du 25 avril 2014.

60. Art. 24 de l'A.R. du 25 avril 2014.

61. Art. 25 de l'A.R. du 25 avril 2014.

Ces règles ne sont pas affectées des mêmes exceptions que celles prévues pour la fiche d'information. Elles s'appliquent donc même si l'offre n'est pas publique, ou si elle est dispensée de prospectus⁶².

L'arrêté confie à la FSMA le soin de contrôler le respect de ses dispositions, en renvoyant notamment aux pouvoirs décrits à l'article 67 de la loi du 16 juin 2006 et aux sanctions prévues aux articles 69 et suivants de cette loi⁶³.

§6. Réception de fonds remboursables

19. Lorsqu'il est *lending-based*, c'est-à-dire fondé sur un contrat de prêt, le recours au *crowdfunding* est susceptible d'être interdit par l'article 68bis de la loi du 16 juin 2006, qui limite la collecte publique de fonds remboursables⁶⁴. L'activité consistant à « faire appel au public en Belgique en vue de recevoir des dépôts d'argent ou d'autres fonds remboursables à vue, à terme ou moyennant un préavis ou recevoir auprès du public en Belgique de tels dépôts ou fonds remboursables »⁶⁵ est en effet réservée à certaines institutions financières, principalement les établissements de crédit et les sociétés de bourse. Ces institutions sont soumises à un contrôle strict de la BCE, de la BNB et/ou de la FSMA, de nature à s'assurer, autant que possible, qu'elles seront capables de rembourser les fonds collectés. Les *start-ups* qui se financent par le *crowdfunding* ne font pas partie des institutions financières autorisées à recevoir des dépôts.

20. L'article 68bis, 6°, de la loi du 16 juin 2006 autorise cependant la collecte de fonds par les « personnes, entreprises et institutions qui procèdent à des offres en vente ou en souscription d'instruments de placement au moyen desquels des fonds remboursables sont récoltés dans le respect des dispositions de la présente loi ». Lorsque la collecte de fonds prend la forme de placement d'instruments de placement (même remboursables), elle est soumise aux règles des offres publiques et non à celles des fonds remboursables.

Ainsi, ceux qui réalisent une opération de *crowdfunding* basée sur l'emprunt devront-ils veiller à réaliser l'opération dans le respect de la loi du 16 juin 2006. Ceci implique de rédiger un prospectus, sauf si l'offre n'est

62. D. WILLERMAIN, « L'application des règles relatives aux offres publiques et à la commercialisation d'instruments de placement aux placements privés de titres de sociétés », *op. cit.*, p. 388.

63. Voy. art. 57/1 de la loi du 16 juin 2006 et art. 8, 9, § 3, et 26, de l'A.R. du 25 avril 2014. D. WILLERMAIN, « L'application des règles relatives aux offres publiques et à la commercialisation d'instruments de placement aux placements privés de titres de sociétés », *op. cit.*, pp. 395-396.

64. Lorsque la contrepartie de l'investissement consiste au contraire dans des instruments de capital (actions ou parts), la règle ne s'applique pas dès lors que les fonds versés ne sont pas « remboursables ».

65. Art. 68bis, al. 1^{er}, de la loi du 16 juin 2006. Le caractère public de l'opération est ici défini par l'A.R. du 9 octobre 2009 relatif au caractère public de la sollicitation de fonds remboursables, *M.B.*, 23 octobre 2009.

pas publique ou bénéficie d'une exception, mais aussi, pour entrer dans le champ d'application de la loi, que l'investisseur reçoive des instruments de placement en échange de son investissement.

Un simple prêt, négocié de gré à gré, n'est pas un instrument de placement. Les obligations, par contre, sont considérées comme des instruments financiers, et donc comme des instruments de placement. Mais cette dernière notion ne se limite pas aux instruments financiers classiques (*supra*, n° 4). Elle requiert en réalité une certaine « standardisation » de l'opération, qui suppose que soient offerts au public des instruments semblables, qui ne font pas l'objet d'une négociation individuelle. L'offre doit proposer la conclusion d'une forme de contrat d'adhésion, prévoyant des droits et obligations identiques pour tous les investisseurs⁶⁶.

C'est à cette condition qu'il s'agira d'un instrument de placement, donc d'une offre visée par la loi du 16 juin 2006 qui, si elle est réalisée dans le respect des règles de cette loi, permet à d'autres entreprises que les banques et sociétés de bourse de collecter l'épargne publique⁶⁷.

Section 2. Réglementation applicable aux plates-formes

21. Au sens le plus large, les plates-formes de *crowdfunding* ont en commun de faciliter la rencontre entre les investisseurs et les promoteurs du projet à financer. Au-delà de cette évidence, elles peuvent avoir des activités qualifiées de manière très différente en droit. Elles sont en conséquence soumises à des règles de plus en plus strictes à mesure que l'activité s'approche du cœur du droit financier.

22. Une possibilité, que l'on peut observer en pratique, est que la plate-forme elle-même procède à l'opération de *crowdfunding*. Elle lève alors certains montants auprès du public, soit contre des titres de créance, soit contre des titres de capital, et investit l'argent ainsi récolté dans des projets désignés par les investisseurs. Dans ces circonstances, la réglementation décrite ci-dessus s'applique à la plate-forme, et non à l'entreprise qui développe le projet financé (laquelle n'a formellement pas de relation avec le public, mais seulement avec la plate-forme). Les coûts du prospectus établi, le cas échéant,

66. FSMA, *Rapport annuel 2012*, pp. 72-74 ; S. DECOSTER et C. LEWALLE, « Le crowdfunding : réglementation applicable, enjeux et perspectives », *op. cit.*, p. 462 ; V. DEMEUR, « Le *crowdfunding* : état des lieux, évolutions et perspectives », *op. cit.*, pp. 72-73.

67. La communication de la FSMA expose aussi d'autres problématiques particulières en lien avec le *crowdfunding* et la réception de fonds remboursables (« Cadre réglementaire applicable aux opérations de crowdfunding », Communication FSMA_2012_15 du 12 juillet 2012, pp. 11-12).

par la plate-forme, sont ainsi répartis sur les nombreux projets dont la plate-forme entend favoriser le financement.

D'autres modes possibles d'intervention de la plate-forme sont examinés ci-dessous.

§1. Communications à caractère promotionnel et *teasing*

23. On peut imaginer que la plate-forme de *crowdfunding* se limite à communiquer l'information au public, en fournissant à l'émetteur une sorte de service de publicité sans intervention de nature financière. L'investisseur intéressé serait ensuite redirigé vers l'émetteur lui-même avec lequel il conclurait le contrat.

Même dans ce cas, les publicités devraient respecter les conditions fixées par la loi du 16 juin 2006 (*supra*, n^{os} 13 et s.), car elles sont diffusées « à l'initiative » de l'émetteur⁶⁸.

L'interdiction du *teasing* (*supra*, n^o 15) est, le cas échéant, également applicable à une telle plate-forme. En effet, « est présumée agir pour le compte de la personne qui est en mesure d'émettre ou de céder les instruments de placement, toute personne qui perçoit directement ou indirectement une rémunération ou un avantage de cette personne à l'occasion de cette opération »⁶⁹.

§2. Monopole d'intermédiation

24. L'émetteur peut placer lui-même les instruments qu'il émet⁷⁰. Mais il confie souvent cette tâche à un tiers. L'intermédiation est définie 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 »⁷¹.

La FSMA analyse au cas par cas si une plate-forme de *crowdfunding* effectue une opération d'intermédiation. En constituant des indices le fait que la plate-forme permette au public de souscrire aux instruments financiers (par opposition à la simple mise à disposition d'informations) et qu'elle perçoive une commission dépendant des montants récoltés⁷². Une plate-forme agissant

68. Art. 58 et 60 de la loi du 16 juin 2006.

69. Art. 64, al. 2, de la loi du 16 juin 2006.

70. Art. 56, al. 2, a), de la loi du 16 juin 2006.

71. Art. 13 de la loi du 16 juin 2006.

72. « Cadre réglementaire applicable aux opérations de crowdfunding », Communication FSMA_2012_15 du 12 juillet 2012, p. 5, spéc. n^o 9.

de manière tout à fait désintéressée ne pratiquerait pas l'intermédiation au sens de la loi⁷³.

25. Ce type de service est en principe réservé à certains organismes financiers, contrôlés par la FSMA ou par la BNB. Il s'agit, en résumé, des banques, des sociétés de bourse et des sociétés de gestion de portefeuille et de conseil en investissement⁷⁴.

En principe, le monopole d'intermédiation s'applique même lorsque l'opération n'entre pas dans la définition de l'offre publique, ou lorsqu'il s'agit d'une offre publique qui bénéficie d'une dispense de prospectus.

26. Toutefois, il est dérogé au monopole d'intermédiation dans quatre cas qui nous intéressent⁷⁵ :

- Pour le placement de parts d'OPC (*infra*, n° 30) ;
- Lorsque l'offre n'est pas publique parce qu'elle est adressée à moins de 150 personnes, autres que des investisseurs qualifiés ;
- Lorsque l'offre n'est pas publique parce qu'elle porte sur un montant total inférieur à 100.000 euros ;
- Lorsqu'un prospectus n'est pas obligatoire en vertu de l'exception *crowdfunding* (*supra*, n° 9).

Dans ces cas, la plate-forme peut pratiquer l'intermédiation pour placer les instruments de placement émis par la *start-up*, sans pour autant devoir être titulaire d'un des statuts financiers auxquels l'intermédiation est en principe réservée.

§3. Service de placement et service d'exécution d'ordres

27. La plate-forme peut encore fournir des services de placement ou d'exécution d'ordres au sens de la loi du 6 avril 1995. Plusieurs conditions doivent être réunies pour que s'appliquent les règles de cette loi.

En premier lieu, la loi ne s'applique qu'aux services qui portent sur les instruments financiers, notion définie à l'article 2, alinéa 1^{er}, 1^o, de la loi du 2 août 2002⁷⁶, de manière moins large que celle d'instruments de placement visée par la loi du 16 juin 2006 (*supra*, n° 4). En particulier, la catégorie résiduaire des « autres instruments permettant d'effectuer un investissement

73. V. DEMEUR, « Le *crowdfunding* : état des lieux, évolutions et perspectives », *op. cit.*, p. 71.

74. Art. 56 de la loi du 16 juin 2006.

75. Art. 55, § 2, de la loi du 16 juin 2006. D. WILLERMAIN, « L'application des règles relatives aux offres publiques et à la commercialisation d'instruments de placement aux placements privés de titres de sociétés », *op. cit.*, p. 397.

76. Disposition à laquelle renvoie l'article 46, 3^o, de la loi du 6 avril 1995.

de type financier, quels que soient les actifs sous-jacents »⁷⁷ fait partie des instruments de placement, mais pas des instruments financiers⁷⁸.

En outre, seuls certains services sont visés par la loi du 6 avril 1995, notamment « la réception et la transmission d'ordres portant sur un ou plusieurs instruments financiers, en ce compris la mise en rapport de deux ou plusieurs investisseurs permettant ainsi la réalisation, entre ces investisseurs, d'une opération »⁷⁹, ainsi que le placement des instruments avec ou sans engagement ferme⁸⁰.

Le « placement » n'est pas défini dans une disposition législative. On vise par là le service consistant, à titre professionnel, à accomplir pour l'émetteur ou l'offreur des démarches (publicités, prises de contact, ...) en vue de rechercher des personnes qui acceptent d'acquérir les instruments de placement ou d'y souscrire⁸¹. Le placement suppose une convention par laquelle l'intermédiaire obtient le droit d'agir pour le compte de l'émetteur, et est rémunéré par ce dernier⁸².

La notion de placement est proche de celle d'intermédiation au sens de la loi du 16 juin 2006, mais les exceptions exposées ci-dessus (n° 26) pour le monopole d'intermédiation ne s'appliquent pas s'agissant d'un service de placement. D'un autre côté, on ne parle de service de placement que s'il est fourni « à titre professionnel », alors que les règles de l'intermédiation s'appliquent aussi aux interventions « temporaires ou accessoires »⁸³.

Si la plate-forme offre aux clients le service permettant de souscrire en ligne aux instruments financiers émis par l'émetteur, on considérera probablement qu'elle preste un service d'exécution d'ordres⁸⁴, c'est-à-dire « le fait

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

78. « Cadre réglementaire applicable aux opérations de crowdfunding », Communication FSMA_2012_15 du 12 juillet 2012, p. 7.

79. Art. 46, 1°, 6, de la loi du 6 avril 1995.

80. Art. 46, 1°, 7, de la loi du 6 avril 1995.

81. S. DECOSTER et C. LEWALLE, « Le crowdfunding : réglementation applicable, enjeux et perspectives », *op. cit.*, p. 460 ; D. WILLERMAIN, « L'application des règles relatives aux offres publiques et à la commercialisation d'instruments de placement aux placements privés de titres de sociétés », *op. cit.*, p. 397.

82. « Cadre réglementaire applicable aux opérations de crowdfunding », Communication FSMA_2012_15 du 12 juillet 2012, p. 8 ; S. DECOSTER et C. LEWALLE, « Le crowdfunding : réglementation applicable, enjeux et perspectives », *op. cit.*, pp. 460-461.

83. Voy. « Cadre réglementaire applicable aux opérations de crowdfunding », Communication FSMA_2012_15 du 12 juillet 2012, p. 9 ; V. DEMEUR, « Le crowdfunding : état des lieux, évolutions et perspectives », *op. cit.*, p. 73.

84. V. DEMEUR, « Le crowdfunding : état des lieux, évolutions et perspectives », *op. cit.*, pp. 73-74.

de conclure des accords d'achat ou de vente d'un ou de plusieurs instruments financiers pour le compte de clients »⁸⁵.

28. Les entreprises dont l'activité professionnelle habituelle consiste à fournir de tels services d'investissement sont appelées des « entreprises d'investissement »⁸⁶. Pour pouvoir exercer leur activité, elles doivent préalablement obtenir un agrément, soit en tant que société de bourse (agrément délivré par la BNB), soit en tant que société de gestion de portefeuille et de conseil en investissement (agrément délivré par la FSMA)⁸⁷. Ces dernières ne sont cependant pas autorisées à prêter des services de placement avec engagement ferme ni à recevoir des dépôts de fonds, alors que les sociétés de bourse peuvent quant à elles fournir toute espèce de services d'investissement⁸⁸.

L'agrément est soumis à une série de conditions liées à la forme sociale, au capital, aux actionnaires et dirigeants et à l'organisation de l'entreprise, dont le respect est vérifié par l'autorité de contrôle. S'y ajoutent des conditions d'exercice de l'activité, étant entendu que tant les conditions d'agrément que les conditions d'exercice doivent être respectées à tout moment⁸⁹.

Les établissements de crédit peuvent aussi fournir des services d'investissement⁹⁰.

§4. Exploitation d'un MTF

29. Certaines plates-formes de *crowdfunding* permettent aux investisseurs d'échanger (ou de revendre) les instruments financiers qu'ils ont acquis. Un tel marché secondaire peut être considéré comme un système multilatéral de négociation (*multilateral trading facility* ou MTF), défini comme « un système multilatéral [...] qui assure la rencontre – en son sein même et selon des règles non discrétionnaires – de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments financiers, d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats [...] »⁹¹.

L'organisateur d'un tel marché preste un service d'investissement visé à l'article 46, 1°, 8, de la loi du 6 avril 1995 ; ce type de service ne peut pas

85. Art. 46, 6°, de la loi du 6 avril 1995. Ceci ne vise pas seulement le marché secondaire (vente d'instruments financiers entre investisseurs) mais aussi le marché primaire (vente de l'émetteur à un investisseur) (S. DECOSTER et C. LEWALLE, « Le crowdfunding : réglementation applicable, enjeux et perspectives », *op. cit.*, p. 461).

86. Art. 44 de la loi du 6 avril 1995.

87. Art. 47, § 1^{er}, de la loi du 6 avril 1995.

88. Art. 47, § 2 et 3, et 77, § 1^{er}, de la loi du 6 avril 1995.

89. Voy. art. 81 de la loi du 6 avril 1995.

90. S. DECOSTER et C. LEWALLE, « Le crowdfunding : réglementation applicable, enjeux et perspectives », *op. cit.*, p. 461.

91. Art. 46, 14°, de la loi du 6 avril 1995. « Cadre réglementaire applicable aux opérations de crowdfunding », Communication FSMA_2012_15 du 12 juillet 2012, p. 9.

être fourni par une société de gestion de portefeuille et de conseil en investissement, mais seulement par une société de bourse, un établissement de crédit (banque) ou une entreprise de marché (bourse).

§5. En tant qu'organisme de placement collectif

30. Si le rôle de la plate-forme consiste à regrouper des investissements au sein d'une même entité pour ensuite, dans l'intérêt des investisseurs, gérer collectivement le montant récolté en l'investissant dans une ou plusieurs entreprises, en suivant une politique clairement définie mais sans participation des investisseurs aux décisions, alors elle peut être qualifiée d'organisme de placement collectif (OPC)⁹². On distingue les OPC qui investissent dans des instruments financiers conformément à la directive 2009/65/CE⁹³ – soit en résumé des valeurs mobilières négociables sur un marché réglementé et d'autres actifs financiers faisant l'objet d'une surveillance stricte – des OPC dits 'alternatifs' (OPCA) qui investissent dans d'autres types de valeurs⁹⁴. En raison de sa nature, le *crowdfunding* destiné à financer des *start-ups* tombera le plus souvent dans la seconde catégorie⁹⁵.

Les OPCA ont une forme contractuelle (fonds communs de placement) ou sociétaire (sociétés d'investissement, dont la forme la plus connue est la SICAV). Ils peuvent être publics ou privés selon qu'ils se financent au moyen d'une offre publique ou non, et à nombre de parts variable ou fixe⁹⁶.

La réglementation des OPCA est complexe. L'organisme lui-même et son gestionnaire sont soumis à des règles strictes, de droit privé (droit des contrats

92. Voy. aussi la définition de la FSMA in « Cadre réglementaire applicable aux opérations de crowdfunding », Communication FSMA_2012_15 du 12 juillet 2012, p. 6. S. DECOSTER et C. LEWALLE, « Le crowdfunding : réglementation applicable, enjeux et perspectives », *op. cit.*, p. 463. La gestion collective sans participation des investisseurs aux décisions différencie l'OPC du cas visé *supra*, n° 22.

93. Directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) (refonte), *J.O.*, L 302 du 17 novembre 2009, p. 32 ; loi du 3 août 2012 relative aux organismes de placement collectif qui répondent aux conditions de la Directive 2009/65/CE et aux organismes de placement en créances, *M.B.*, 19 octobre 2012 et art. 51 à 68 de l'arrêté royal du 12 novembre 2012 relatif à certains organismes de placement collectif publics, *M.B.*, 30 novembre 2012.

94. Loi du 19 avril 2014 loi relative aux organismes de placement collectif alternatifs et à leurs gestionnaires, *M.B.*, 17 juin 2014. Voy. en particulier l'art. 183 de cette loi, qui définit les catégories de placements autorisés pour un OPCA public.

95. S. DECOSTER et C. LEWALLE, « Le crowdfunding : réglementation applicable, enjeux et perspectives », *op. cit.*, p. 463.

96. Voy. les définitions à l'article 3 de la loi du 19 avril 2014.

ou droit des sociétés) et de droit administratif, destinées principalement à protéger les investisseurs. Ils sont placés sous la surveillance de la FSMA⁹⁷.

§6. Application du droit de la consommation

31. Les produits financiers tombent en principe dans le champ d'application *ratione materiae* des règles de protection du consommateur, telles que prévues par le livre VI du Code de droit économique.

S'appliquent notamment les règles relatives aux contrats conclus avec un consommateur (art. VI.37 à VI.44, VI.62 et VI.63 CDE), et celles relatives aux contrats à distance, lesquelles sont rédigées de manière spécifique pour les contrats portant sur des services financiers (art. VI.54 à VI.61 CDE), ce qui comprend notamment les services « ayant trait [...] aux investissements et aux paiements » (art. I.8, 18°, CDE). Les offres conjointes comportant un service financier sont interdites, sauf exceptions (art. VI.81 CDE). Les clauses abusives sont interdites (art. VI.82 et s. CDE)⁹⁸.

L'applicabilité de règles du droit financier n'exclut pas en principe celle du droit de la consommation, même s'il se peut que, dans certains cas, la législation particulière (droit financier) doive être interprétée comme dérogeant aux règles plus générales du droit de la consommation⁹⁹.

Par ailleurs, il ne faut pas totalement perdre de vue le livre VII du Code de droit économique, en particulier le titre consacré aux contrats de crédit, même s'il ne devrait normalement pas s'appliquer dans le cadre du financement d'une *start-up*, l'éventuel consommateur intervenant dans ce cas comme prêteur et non comme emprunteur¹⁰⁰.

97. Voy. les art. 181 et s. de la loi du 19 avril 2014 et « Cadre réglementaire applicable aux opérations de crowdfunding », Communication FSMA_2012_15 du 12 juillet 2012, p. 7.

98. Voy. S. DECOSTER et C. LEWALLE, « Le crowdfunding : réglementation applicable, enjeux et perspectives », *op. cit.*, p. 464. Un arrêté royal prévoit quelques dérogations aux règles générales du droit de la consommation pour tenir compte de certaines particularités des instruments de placement (A.R. du 23 mars 2014 visant à prendre des dispositions particulières et à déroger à l'application de certaines dispositions du livre VI du Code de droit économique pour certaines catégories de services financiers, *M.B.*, 3 avril 2014).

99. D. WILLERMAIN, « L'application des règles relatives aux offres publiques et à la commercialisation d'instruments de placement aux placements privés de titres de sociétés », *op. cit.*, pp. 375-376.

100. Voy. not. la définition de l'intermédiaire de crédit à l'article I.9, 35°, CDE. S. DECOSTER et C. LEWALLE envisagent l'application de cette réglementation dans le cadre de *crowdfunding* entre particuliers (*peer-to-peer*) (« Le crowdfunding : réglementation applicable, enjeux et perspectives », *op. cit.*, p. 464).

§7. Agrément des plates-formes par la FSMA

32. L'article 21, 13°, du CIR 92 prévoit une exonération de l'impôt sur les intérêts reçus en vertu de prêts accordés dans le cadre du *crowdfunding*¹⁰¹.

La présente contribution ne s'attache pas à l'étude des conditions à remplir pour pouvoir bénéficier de l'avantage fiscal en question, ni au calcul et aux limites de celui-ci (voy. *infra*, pp. 60 et s.). Une de ces conditions relève toutefois spécifiquement du droit financier, en ce que le prêt doit avoir été octroyé « avec l'intervention d'une plate-forme de *crowdfunding* reconnue » (« *erkend* » en néerlandais). On lit plus loin, sous le point (e), que « la plate-forme de *crowdfunding* doit être agréée [« *erkend* » en néerlandais] par la FSMA ou par une autorité similaire d'un autre État membre de l'Espace économique européen ».

La loi ne précise pas à quelles conditions et sous quelles formes un tel agrément pourra être octroyé. Pour remplir cette condition sur la base du droit en vigueur, on imagine que la plate-forme doit être une entreprise d'investissement qui fournit des services de placement ou d'exécution d'ordres. Si elle se limite à pratiquer l'intermédiation ou à communiquer des informations, il n'existe pas de base juridique pour un « agrément » par la FSMA. L'exposé des motifs de la loi-programme de 2015, quant à lui, évoque un agrément « en qualité d'intermédiaire en financement alternatif »¹⁰². Il s'agirait là d'une nouvelle catégorie, dont les conditions devront être définies afin que des plates-formes puissent recevoir l'agrément et que l'avantage fiscal puisse être concrétisé¹⁰³.

33. Dans l'attente, on pourrait chercher à se tourner vers des plates-formes agréées dans d'autres États européens. Par exemple, la France a récemment établi deux statuts pour les prestataires de services financiers en lien avec le *crowdfunding*¹⁰⁴ : les conseillers en investissements participatifs¹⁰⁵ et les intermédiaires en financement participatif¹⁰⁶.

101. Cet article a été introduit par l'article 60 de la loi-programme du 10 août 2015, *M.B.*, 18 août 2015, 2^e éd.

102. Projet de loi-programme, exposé des motifs, *Doc. parl.*, Ch. repr., 2014-2015, DOC 54 1125/001, p. 67.

103. Pour une esquisse de ce que pourrait prévoir cette réglementation, S. DECOSTER et C. LEWALLE, « Le crowdfunding : réglementation applicable, enjeux et perspectives », *op. cit.*, p. 467 ; V. DEMEUR, « Le crowdfunding : état des lieux, évolutions et perspectives », *op. cit.*, pp. 79-81.

104. Ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif, *J.O.R.F.*, 31 mai 2014.

105. Art. L547 du Code monétaire et financier. Ce statut est prévu pour encadrer l'activité des plates-formes d'*equity crowdfunding*. Souplesse et légèreté le caractérisent, notamment en ce qu'un agrément par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution n'est pas nécessaire. Voy. R. VABRES, « Les statuts et obligations des plates-formes de *crowdfunding equity* », in *Le cadre juridique du crowdfunding – Analyses prospectives* (A.-V. LE FUR, dir.), Paris, Société de législation comparée, 2015, pp. 151-168.

106. Art. L548 du Code monétaire et financier

« L'intermédiation en financement participatif consiste à mettre en relation, au moyen d'un site internet, les porteurs d'un projet déterminé et les personnes finançant ce projet [...] »¹⁰⁷. On reconnaît là l'activité d'une plateforme, qui s'analyse probablement comme une forme de courtage¹⁰⁸. Pour pouvoir exercer son activité, l'intermédiaire doit être inscrit sur le registre de l'ORIAS (Organisme pour le registre unique des intermédiaires en assurance, banque et finance)¹⁰⁹. Cette inscription suppose de remplir plusieurs conditions : être une personne morale établie en France, respecter des règles de *fit & proper* pour les dirigeants et des règles de conduite¹¹⁰, souscrire une assurance de responsabilité professionnelle et (en principe) ne pas exercer d'autre activité¹¹¹.

Celui qui veut profiter de l'avantage fiscal belge (exonération de l'impôt sur les intérêts) pourrait donc songer à se tourner vers une plateforme française. Cependant, en droit français, une particularité du régime est l'absence d'*agrément*, seule une *immatriculation* au registre de l'ORIAS étant requise¹¹². Il conviendra donc de vérifier si cela remplit la condition fixée à l'article 21, 13°, du CIR 92. L'usage de deux termes différents (« reconnue » et « agréée ») pourrait s'avérer déterminant pour l'interprétation de cette disposition.

Peut-être existe-t-il dans d'autres États de l'EEE un mécanisme d'agrément des plates-formes par une autorité similaire à la FSMA¹¹³.

Section 3. Réglementation financière du « tax shelter PME »

34. L'article 145/26 du CIR 92¹¹⁴ prévoit une réduction d'impôt dont bénéficient ceux qui, à certaines conditions, investissent dans des entreprises qui débutent. Ce système est généralement appelé « tax shelter PME »¹¹⁵.

107. Art. L548-1, al. 1^{er}, CMF.

108. A.-V. LE FUR, « Les apports du droit commun au statut de l'intermédiaire en financement participatif », *op. cit.*, pp. 222-224.

109. Art. L548-3 CMF.

110. Art. L548-4 et L584-5 CMF. Sur ces obligations, S. SABATHIER, « Le statut de l'intermédiaire en financement participatif », in *Le cadre juridique du crowdfunding – Analyses prospectives* (A.-V. LE FUR, dir.), Paris, Société de législation comparée, 2015, pp. 209-220.

111. Art. L548-2, III CMF.

112. S. SABATHIER, « Le statut de l'intermédiaire en financement participatif », *op. cit.*, p. 210.

113. Pour un résumé de quelques réglementations étrangères, voy. S. DECOSTER et C. LEWALLE, « Le crowdfunding : réglementation applicable, enjeux et perspectives », *op. cit.*, p. 465-466.

114. Cet article a été introduit par l'article 48 de la loi-programme du 10 août 2015, *M.B.*, 18 août 2015, 2^e éd.

115. Sur ce nouveau mécanisme, P.-P. HENDRICKX, « Aides au financement des entreprises qui débutent : tax shelter et crowdfunding », *C. & F.P.*, 2015, pp. 2-13.

À nouveau, il ne s'agit pas ici de décrire les conditions pour bénéficier de l'avantage fiscal, ni son calcul (voy. *infra*, pp. 45 et s.). On se limite à décrire ce qui relève spécifiquement du droit financier.

Bénéficie de la réduction d'impôt celui qui investit directement dans une société qui débute, et qui remplit toutes les (nombreuses !) conditions de l'article 145/26, § 3, du CIR 92¹¹⁶. On imagine que ceci concernera surtout les proches (famille, amis, connaissances) de l'entrepreneur¹¹⁷. Mais pour l'investisseur, cette formule présente au moins deux désavantages : il doit connaître une entreprise éligible (qui accepte qu'il y investisse) et son investissement ne sera pas ou peu diversifié.

Une manière de pallier ces inconvénients est d'investir dans des sociétés qui débutent par le biais d'une plate-forme de *crowdfunding*. La loi reconnaît cette possibilité, mais ne l'impose nullement. S'il en est fait usage, il faut néanmoins que la plate-forme soit « agréée par l'Autorité des services et marchés financiers ou par une autorité similaire d'un autre État membre de l'Espace économique européen »¹¹⁸.

35. Bien entendu, l'investissement par le biais d'une plate-forme de *crowdfunding* n'exonère pas du respect des autres conditions, dont en particulier l'acquisition par le contribuable d'actions ou parts nominatives et entièrement libérées d'une société éligible, dans les quatre ans de sa constitution.

Il s'en suit que l'avantage fiscal de l'article 145/26 du CIR 92 ne peut pas être obtenu par ceux qui pratiqueraient le *crowdfunding* basé sur les dons ou sur les récompenses matérielles (*reward*). Une proposition de loi a récemment été déposée pour étendre le champ d'application de l'avantage fiscal à ces cas, qui peuvent aussi, dans certaines circonstances, participer au financement d'entreprises débutantes¹¹⁹.

36. L'article 145/26 du CIR 92 précité prévoit une deuxième possibilité pour bénéficier de l'avantage fiscal : il s'agit d'acheter des parts d'un « fonds starter ». Cette notion est nouvelle en droit belge. L'exposé des motifs de la

116. Pour une appréciation critique (conditions trop nombreuses et trop complexes) : R. GHYSELS, « Projet de loi-programme 2015 ; Mesures en faveur des entreprises qui débutent », *Act. compt.*, n° 13, 22-29 juin 2015, pp. 2-6. Mais d'autres ne sont pas de cet avis : une proposition de loi vise à renforcer encore ces conditions, de manière à éviter certains abus : Proposition de loi relative au tax shelter pour les entreprises qui débutent, *Doc. parl.*, Ch. repr., 2015-2016, DOC 54 1562/001.

117. Voy. J. VAN DYCK, « Entreprises débutantes : tax shelter pour l'acquisition d'actions ou parts », *Le Fiscologue*, n° 1434 du 12 juin 2015, p. 1.

118. Art. 145/26, § 1^{er}, a), du CIR 92. Sur l'agrément, voy. *supra*, n° 32.

119. Proposition de loi modifiant l'article 145/26 du Code des impôts sur les revenus 1992, visant à élargir la réduction d'impôt pour l'acquisition de nouvelles actions ou parts d'entreprises qui débutent aux plateformes « *Reward* » et « *Donation* » de *crowdfunding*, *Doc. parl.*, Ch. repr., 2015-2016, DOC 54 1552/001.

loi-programme promet que « les règles juridico-financières applicables à ces fonds seront déterminées »¹²⁰.

À ce jour, on sait seulement que, pour que ses investisseurs bénéficient de l'avantage fiscal, le fonds starter doit remplir les conditions suivantes.

- Le fonds doit être agréé par la FSMA et figurer sur la liste des fonds starter agréés tenue par cette dernière. On peut imaginer qu'il s'agira d'un OPCA¹²¹, mais ni le législateur ni la FSMA n'ont encore précisé ou défini les éventuelles conditions particulières qu'il devrait remplir pour obtenir l'agrément.
- Le nombre de parts du fonds doit être fixe, de sorte qu'une structure à capital variable de type SICAV, dans laquelle l'investisseur peut exiger le rachat de ses parts, n'est pas possible¹²².
- Les parts doivent être nominatives.
- Le fonds doit investir au moins 80 % de ses actifs dans des actions ou parts de sociétés éligibles au tax shelter PME, le solde pouvant consister dans des liquidités déposées auprès d'un établissement de crédit, dans une monnaie d'un État membre de l'EEE¹²³.
- Selon la doctrine¹²⁴, qui s'appuie sur les travaux préparatoires¹²⁵, le fonds pourrait comprendre plusieurs compartiments, mais les conditions de l'agrément devraient alors être examinées pour chaque compartiment considéré individuellement.

37. Le fonds devra pouvoir démontrer qu'il remplit les conditions d'investissement fixées par la loi fiscale, c'est-à-dire notamment qu'au moins 80 % des fonds récoltés sont investis dans des sociétés éligibles au tax shelter PME. Un arrêté royal est attendu afin de déterminer la manière dont cette preuve devra être apportée¹²⁶.

Ceci implique que le fonds devra vérifier que les sociétés dans lesquelles il investit respectent les conditions fixées par l'article 145/26 du CIR 92, tout

120. Projet de loi-programme, exposé des motifs, *Doc. parl.*, Ch. repr., 2014-2015, DOC 54 1125/001, p. 56.

121. V. DEMEURE, « Le crowdfunding : état des lieux, évolutions et perspectives », *op. cit.*, p. 82.

122. *Ibid.*, p. 81. L'OPCA à nombre fixe de parts est défini à l'article 3, 9° de la loi du 19 avril 2014.

123. Art. 145/26, § 2, du CIR 92. J. VAN DYCK, « Entreprises débutantes : tax shelter pour l'acquisition d'actions ou parts », *op. cit.*, p. 2.

124. P.-P. HENDRICKX, « Aides au financement des entreprises qui débutent : tax shelter et crowdfunding », *op. cit.*, p. 6.

125. Projet de loi-programme, exposé des motifs, *Doc. parl.*, Ch. repr., 2014-2015, DOC 54 1125/001, p. 56.

126. Voy. art. 145/26, § 6, al. 2, du CIR 92.

au long de la période de quatre ans. Il endosse par conséquent une responsabilité importante vis-à-vis des investisseurs¹²⁷.

Si le fonds ne respecte pas toutes ces conditions pendant la durée minimale requise (quatre ans), la réduction d'impôt sera proportionnellement réduite¹²⁸.

Conclusion

38. Les dangers qui ont justifié la réglementation de l'appel public à l'épargne dans les années 1930 n'ont pas disparu. L'utilisation d'appellations en anglais (*crowdfunding*) ou de techniques de communication contemporaines (internet) ne les suppriment évidemment pas. Que les montants concernés soient faibles ne rassure qu'un peu, surtout si ces opérations modestes sont conclues en grand nombre, de sorte qu'avec le temps les montants investis en *crowdfunding* deviendront considérables.

La réglementation financière destinée à atténuer ces dangers a, malgré des ratés non négligeables, prouvé qu'elle avait une certaine efficacité. Mais sa lourdeur et sa complexité ont tendance à fermer l'accès du monde financier aux petits acteurs, qui tirent leur force de leur souplesse, leur dynamisme et leur réactivité, pour le réserver aux gros intervenants, seuls capables de maîtriser et de respecter les nombreuses contraintes réglementaires qui leur sont imposées.

C'est là l'éternel dilemme de l'efficacité du droit financier : il faut réglementer pour protéger de manière effective, sans inhiber l'innovation ni renforcer les positions établies des acteurs dominants¹²⁹.

Il n'existe aucun remède miracle. Mais une des clés réside sans doute dans une simplification en profondeur des règles applicables. Serait-il utopique de rêver de règles aux champs d'application univoques et exclusifs (un ensemble clairement circonscrit de règles par activité déterminée) au lieu du mille-feuille indigeste qu'on nous sert aujourd'hui ?

127. J. VAN DYCK, « Lancement des mesures fiscales pour les 'starters' », *Le Fiscologue*, n° 1438 du 7 août 2015, pp. 5-6.

128. Art. 145/26, § 5, al. 4, du CIR 92.

129. Voy. S. DECOSTER et C. LEWALLE, « Le crowdfunding : réglementation applicable, enjeux et perspectives », *op. cit.*, p. 467.