



Faculté Droit
& Criminologie



BARREAU
DE
BRUXELLES
ORDRE
FRANÇAIS



LE DROIT BANCAIRE ET FINANCIER EN MOUVEMENT

Michèle GRÉGOIRE
coordinatrice

Michèle GRÉGOIRE
Jean-Pierre BUYLE et Pierre PROESMANS
David RAES



BRUYLANT



Faculté Droit
& Criminologie



BARREAU
DE
BRUXELLES
ORDRE
FRANÇAIS



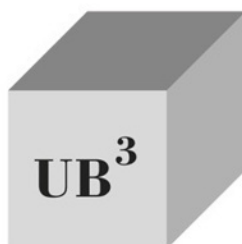
LE DROIT BANCAIRE ET FINANCIER EN MOUVEMENT

Michèle GRÉGOIRE
coordinatrice

Michèle GRÉGOIRE
Jean-Pierre BUYLE et Pierre PROESMANS
David RAES



BRUYLANT



LE DROIT BANCAIRE ET FINANCIER EN MOUVEMENT

Michèle GRÉGOIRE
coordinatrice

Michèle GRÉGOIRE
Jean-Pierre BUYLE et Pierre PROESMANS
David RAES



BRUYLANT

Cette version numérique de l'ouvrage a été réalisée pour le Groupe De Boeck.
Nous vous remercions de respecter la propriété littéraire et artistique.
Le « photoco-pillage » menace l'avenir du livre.

Pour toute information sur notre fonds et les nouveautés
dans votre domaine de spécialisation, consultez notre site web :

www.bruylant.be

© Groupe De Boeck s.a., 2013

Éditions Bruylant

Rue des Minimes, 39 • B-1000 Bruxelles

Tous droits réservés pour tous pays.

Il est interdit, sauf accord préalable et écrit de l'éditeur, de reproduire
(notamment par photocopie) partiellement ou totalement le présent ouvrage,
de le stocker dans une banque de données ou de le communiquer au public,
sous quelque forme et de quelque manière que ce soit.

ISBN 978-2-8027-4151-0

Trois réformes à l'étude touchant à l'exercice de l'activité bancaire

Par

Michèle Grégoire

Avocat à la Cour de cassation,

Professeur à l'Université Libre de Bruxelles,

Présidente du Centre de droit privé de l'ULB

I. – Introduction

1. L'exercice de l'activité bancaire s'inscrit dans de nouveaux cadres dont les lignes demeurent encore à tracer. Le cœur de métier des établissements de crédit a été touché par l'avalanche de défaillances qui déferle depuis l'automne 2008. La stabilisation de l'économie, à défaut de croissance à espérer, est un enjeu crucial pour les années prochaines.

Des dispositifs plus précis, plus exigeants et de portée plus large qu'auparavant sont en gestation pour assurer un contrôle rapproché du risque bancaire. Le rôle de la Banque Centrale Européenne (ci-après « la BCE ») va considérablement évoluer dans le but de lui en faire assurer la responsabilité. Elle est appelée à jouer dans ce processus un rôle majeur, qui l'amènera dès 2013 à concentrer entre ses mains l'essentiel du contrôle prudentiel de toutes les banques actives en Europe (dont le nombre dépasse six mille entités), avec l'appui exécutif et opérationnel des autorités prudentielles nationales (sub II).

2. La relance de l'économie doit s'inscrire dans un environnement où, à la lumière des enseignements du passé récent, les divers acteurs concernés manifestent une forte aversion au risque. Toute amélioration de cette situation passe nécessairement par un accès plus rapide, plus sûr et moins coûteux aux garanties du crédit.

Afin d'atteindre ce résultat, une proposition de loi déposée par Monsieur Stefaan De Clerck le 27 février 2012, modifiant le Code civil en ce qui concerne les sûretés réelles mobilières (Doc. parl. Chambre 53/2083/001), transformée en projet de loi à la faveur de son adoption le 14 octobre 2011 par le gouvernement, vise, en substance, à supprimer l'exigence de la dépossession en cas de gage et à la remplacer par une publicité fondée sur une inscription dans un registre électronique. Elle tend également à rendre plus cohérentes les règles applicables

aux diverses garanties mobilières, tels la réserve de propriété et le droit de rétention. Enfin, elle simplifie les procédures collectives d'insolvabilité, tout en favorisant la sécurité juridique, grâce à la suppression de nombre de privilèges actuels (sub III).

3. La loi du 31 janvier 2009 sur la continuité des entreprises existe depuis près de quatre ans. Entrée en vigueur le 1er avril 2009, elle a fait l'objet d'une évaluation sous l'égide de la F.E.B. Un ensemble de propositions d'adaptations ou d'améliorations en découle, de nature à exercer un impact sur l'activité bancaire.

II. – Vers une concentration de la supervision bancaire entre les mains de la Banque Centrale Européenne

4. La BCE a été créée par le traité de Maastricht pour mettre en œuvre la politique monétaire unique, avec comme objectif prioritaire, la stabilité des prix dans la zone Euro, définie comme une augmentation de 2 % au maximum des prix à la consommation.

La BCE est dirigée par le Conseil des Gouverneurs, composé du Directoire, dont les membres, nommés par les chefs d'État sur proposition du Conseil européen, sont permanents, auquel se joignent les gouverneurs des dix-sept banques nationales de la zone Euro. Théoriquement, les décisions au sein du Conseil des Gouverneurs se prennent à la majorité simple. Officiellement, elles reposent systématiquement sur l'unanimité.

5. Depuis 2008, l'Europe traverse une période de récession et le système bancaire est fortement fragilisé. Il existe une masse monétaire dans les livres des établissements bancaires, qu'il serait utile de désenkyster pour alimenter l'économie. La nécessaire prévention des risques conduit cependant à ralentir le crédit, dont une grande partie est d'ailleurs consacrée ces temps-ci au refinancement d'un endettement antérieur plutôt qu'à la mise en place de projets novateurs.

6. L'une des voies à suivre pour permettre l'injection de moyens financiers dans l'économie consiste à baisser les taux d'intérêts le plus possible. Une telle orientation conduit cependant toujours à un phénomène inflationniste, ce qui place la BCE en contradiction avec son objectif fondateur.

Il semble néanmoins que cette stratégie soit inévitable pour tenter de redynamiser l'économie européenne.

7. Sous l'impulsion du Conseil européen, le marché intérieur des services bancaires a considérablement progressé ces dernières décennies. Une part de marché croissante relève à présent d'établissements de crédit dont l'activité est diversifiée géographiquement, organisée au sein de groupes bancaires ayant leur siège dans un État membre, mais actifs aussi dans tous les autres. Favoriser la reprise économique suppose donc un approfondissement de l'intégration européenne.

En parallèle, les autorités de surveillance doivent tirer les leçons de la crise financière et renforcer leur supervision sur des marchés et des établissements financiers complexes et interconnectés.

Or, confiné encore aux limites nationales, le contrôle bancaire demeure d'une efficacité limitée.

En outre, trop souvent, on constate que la solidité des établissements de crédit reste étroitement liée aux politiques menées dans l'État membre dans lequel ils sont établis. En conséquence, lorsqu'il existe des doutes sur le caractère soutenable de la dette publique et les perspectives de croissance domestique, les menaces pesant sur les marchés financiers s'en trouvent aggravées.

Ce renforcement mutuel des instabilités, politique et économique, est particulièrement préoccupant dans l'Eurozone où la détérioration de la situation d'un seul État membre peut mettre en péril le développement économique et la stabilité de l'ensemble de la zone.

8. L'Autorité Bancaire Européenne (ci-après l'ABE) créée par le règlement (UE) n° 1093/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant l'Autorité Bancaire Européenne, et le système européen de surveillance, créé par ce même règlement et le règlement (UE) n° 1095/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant l'Autorité Européenne des marchés financiers, ont sensiblement amélioré la coopération entre les autorités de surveillance bancaire.

L'ABE a apporté une contribution remarquable à la création d'un ensemble de règles uniformes pour les suivis financiers dans l'Union et a joué un rôle crucial dans la mise en œuvre cohérente de la recapitalisation des grands établissements de crédit, décidée par le Conseil européen en octobre 2011.

Pour la première fois par une résolution du 13 avril 2000, le Parlement européen a exprimé la volonté de voir charger un organe européen de l'exercice de missions de surveillance bancaire centralisées. Les conclusions du Conseil européen du 29 juin 2011 invitaient le Président à élaborer une feuille de route pour la réalisation d'une véritable union économique et monétaire. Le même jour, l'une des déclarations majeures du sommet des chefs d'État de la zone Euro portait sur cette idée qu'un mécanisme de surveillance unique efficace, auquel serait associée la BCE, pourrait autoriser celle-ci, à la suite d'une décision ordinaire, à recapitaliser directement certaines banques en difficulté, moyennant le respect de certaines conditions, en particulier au regard de la limitation des aides d'État.

Il convient dès lors à présent de créer une union bancaire européenne fondée sur un véritable corps de règles uniformes qui vaille pour l'ensemble du marché, comprenant un mécanisme de surveillance centralisé ainsi qu'un cadre commun de garanties des dépôts et de résolution des défaillances bancaires.

9. Dans cette perspective, il devrait revenir à la BCE de conférer l'agrément préalable pour l'accès à l'activité d'établissement de crédit, de manière à ce

que, de façon uniforme, seuls les opérateurs dotés d'une solide base économique et d'une organisation puissent assurer les risques spécifiques inhérents à la prise de dépôts et à l'octroi de crédits sur tout le territoire de la zone. En amont, une évaluation de la qualité de toute personne qui envisage de prendre une participation importante dans un établissement de crédit est indispensable pour garantir en permanence la solidité des établissements de crédit. C'est la BCE qui est la mieux placée pour conduire une telle évaluation sans risque d'imposition de restrictions indues qui ne seraient pas dictées par des considérations d'efficacité prudentielle.

10. Les missions de la BCE devraient s'étendre à un contrôle, sur base consolidée, des compagnies financières holding lorsqu'il s'agit de groupes bancaires ou de conglomérats.

11. Seules les missions résiduelles non attribuées à la BCE demeurerait de la compétence des autorités nationales. Il s'agit du pouvoir de recevoir les notifications soumises par des établissements de crédit dans le cadre de l'exercice du droit d'établissement et de la libre prestation de services, de surveiller les entités qui ne relèvent pas de la définition des établissements de crédit en droit de l'Union mais qui sont surveillés en tant que tels en vertu du droit national, de surveiller les établissements de crédit des pays tiers qui établissent une succursale ou fournissent des services en prestation transfrontière, de surveiller les services de paiement et de réaliser des vérifications quotidiennes notamment en rapport avec une éventuelle utilisation du système financier aux fins du blanchiment de capitaux et du financement du terrorisme.

12. Certes, la BCE devrait exercer ses missions dans le respect du droit de l'Union et notamment l'ensemble du droit primaire et dérivé, les règles relatives aux aides d'État, à la libre concurrence et aux limites des opérations de concentration.

Elle devrait bien entendu assurer la coopération harmonieuse avec les autres institutions, telles que l'ABE, la Commission européenne et les autorités de surveillance nationales. Ainsi, par exemple, la BCE ne pourrait se substituer à l'ABE pour prendre des règlements sur la base de l'article 132 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne que lorsque des actes adoptés par la Commission en fonction des projets proposés par l'ABE ou de ses orientations et recommandations ne traitent pas de certaines matières ou n'en traitent pas de manière détaillée à suffisance.

13. Conformément à l'article 132 § 3 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne et au règlement CE n° 2532/98 du Conseil du 23 novembre 1998 concernant les pouvoirs de la BCE en matière de sanctions (J.O. L 318 du 27.11.1998, p. 4), la BCE est habilitée à infliger des amendes et des astreintes en cas de manquement aux obligations au titre de ses règlements et décisions. Sur cette base, la BCE pourrait infliger des sanctions pécuniaires aux établissements de crédit et aux compagnies financières holding.

14. Cependant, les missions de politique monétaire de la BCE lui sont confiées en vue du maintien de la stabilité des prix, conformément à l'article 127 § 1 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, alors que les missions de surveillance visent, quant à elles, à assurer la sécurité et la solidité des établissements de crédit et la stabilité du système financier.

Pour éviter les conflits d'intérêts, il convient de veiller à leur séparation au sein de la BCE.

15. De manière générale, la BCE doit pouvoir agir en toute indépendance, sans influence politique induue ou interférence sectorielle. Elle ne peut agir que dans le cadre réglementaire en vigueur comprenant la directive 95/46/CE du Parlement européen et du Conseil du 24 octobre 1995 relative à la protection des personnes physiques à l'égard du traitement des données à

caractère personnel et à la libre circulation de ces données (J.O. L 281 du 23.11.1995, p. 31), le règlement (CE) n° 45/2001 du Parlement européen et du Conseil du 18 décembre 2000 relatif à la protection des personnes physiques à l'égard du traitement des données à caractère personnel par les institutions et organes communautaires et à la libre circulation de ces données (J.O. L 8 du 12.1.2011, p. 1), le règlement (CE) n° 1073/1999 du Parlement et du Conseil du 25 mai 1999 relatif aux enquêtes effectuées par l'Office européen de lutte antifraude (J.O. L 136 du 31.05.1999, p. 1), ainsi que l'accord interinstitutionnel du 25 mai 1999 entre le Parlement européen, le Conseil de l'Union européenne et la Commission des Communautés européennes relatif aux enquêtes internes effectuées par l'Office européen de lutte antifraude.

Enfin, le Règlement du Conseil, actuellement proposé, « confiant à la banque Centrale Européenne des missions spécifiques ayant trait aux politiques en matière de contrôle prudentiel des établissements de crédit » déclare respecter le principe de subsidiarité consacré par l'article du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, ainsi que le principe de proportionnalité énoncé au même article, les mesures proposées paraissant ne pas excéder ce qui est nécessaire pour atteindre les objectifs visés.

*

* *

III. – Vers une modernisation du droit des garanties mobilières

16. La réforme proposée au travers du projet de loi modifiant le Code civil en ce qui concerne les sûretés réelles mobilières repose sur cinq postulats.

Premièrement, le droit des sûretés, plus que tout autre, doit être prévisible et efficace. À cette fin, dans la mesure du possible, il convient d'éviter les garanties occultes ou accompagnées d'une publicité théorique, parfois même fictive.

Deuxièmement, l'approche à favoriser est celle d'un équilibre stable et raisonnable entre les intérêts du créancier et ceux du débiteur ou du constituant de la sûreté. En outre, les intérêts légitimes des tiers ne peuvent non plus être perdus de vue.

Troisièmement, la cohérence du système est influencée par l'analyse fonctionnelle du droit des garanties. En ce sens, appréhendées de manière rationnelle et intégrée, les différentes figures de garanties, lorsqu'elles sont analogues, doivent engendrer les mêmes effets juridiques, indépendamment de leurs différences conceptuelles.

Le quatrième point de départ réside dans la volonté de concentrer la réglementation dans le Code civil, au lieu de laisser les règles applicables au droit des sûretés disséminées dans une multitude de textes légaux. Le fossé entre le droit civil et le droit commercial ne se justifie plus, d'autant que l'accent est davantage placé aujourd'hui sur la protection du consommateur.

Enfin, le cinquième postulat consiste à contribuer à l'harmonisation du droit en Europe en essayant d'adhérer le mieux possible aux évolutions qui s'y manifestent. Plusieurs pays européens ont modernisé ces dernières années leurs systèmes de garanties. En particulier, la France, par un nouveau Livre IV dénommé « Des sûretés », a introduit dans le Code civil l'Ordonnance de réforme n° 2006-346 du 23 mars 2006 relative aux sûretés (J.O. n° 71 du 24 mars 2006).

17. Un courant de pensée de plus en plus pressant reflète l'idée selon laquelle le privilège général du fisc et des organismes sociaux ne serait pas véritablement nécessaire à la préservation de l'intérêt général.

Certes, ces créances sont de nature particulière et il est essentiel que chacun contribue au financement des services et charges publics. Cependant, la position des institutions et autorités qui ont pour mission de collecter l'impôt et les cotisations apparaît en toute hypothèse comme étant plus favorable que celle d'autres créanciers. Ces institutions disposent de meilleures informations et de moyens de recouvrement plus efficaces. Par ailleurs, bien qu'il n'existe pas d'étude probante à ce sujet, l'influence positive des privilèges généraux qui assortissent ces créances ne semble pas significative.

Dans la balance des avantages et inconvénients du système, la suppression de ces privilèges, pour y préférer l'instauration de règles de conduite sanctionnées par la responsabilité du contribuable en cas de non-paiement, semble devoir constituer la voie à explorer à l'avenir.

Sous réserve de l'incidence budgétaire que cette mesure pourrait présenter, le projet propose la suppression des privilèges généraux du fisc, prévus aux articles 422 à 424 du Code des impôts sur les revenus, ainsi que 86 et 87 du Code de la TVA.

18. Pour ce qui concerne les privilèges spéciaux, le projet envisage un élagage considérable, découlant indirectement de la modification du régime du gage par l'éviction de l'exigence de la dépossession. La facilité avec laquelle il serait possible pour un créancier de s'aménager une sûreté mobilière rend inutile la plupart des privilèges mobiliers spéciaux. Lorsqu'un créancier dispose de la possibilité de négocier la constitution d'un gage en garantie d'un terme suspensif accordé pour le paiement de sa créance, l'octroi d'un privilège, que confère d'autorité la loi, devient souvent inutile.

Peuvent dès lors être supprimés les privilèges du bailleur (article 20-1° de la loi hypothécaire), pour les semences et les frais de récolte (article 20-2° de la loi hypothécaire), du créancier gagiste qui n'est qu'une redondance du droit de préférence inhérente au gage lui-même (article 20-3° de la loi hypothécaire), pour frais de conservation (article 20-4° de la loi hypothécaire), pour le prix de biens mobiliers vendus (article 20-5° de la loi hypothécaire), pour la créance de l'hôtelier (article 20-6° de la loi hypothécaire), pour les frais de transport (article 20-7° de la loi hypothécaire).

En conséquence, la plupart des règles de concours de privilèges, prévues aux articles 21 à 25bis de la loi hypothécaire peuvent être supprimées également.

19. Demeureraient cependant le privilège pour frais de justice (articles 17 et 19-1° de la loi hypothécaire), le privilège du commissionnaire (article 14, livre Ier, Titre II du Code de commerce), le privilège portant sur les espèces déposées comme garantie locative dans un contrat de bail de résidence principale (article 10 de la loi relative au bail de résidence principale), le privilège de l'assureur (article 60 de la loi sur le contrat d'assurance terrestre), le privilège du porteur de chèque (article 39bis de la loi sur le chèque) et le privilège du porteur de traite (article 81 de la loi sur la lettre de change). La position particulière, analogue à un privilège bien qu'elle ne s'y identifie pas, reconnue au créancier d'aliments (article 1412bis du Code judiciaire) et aux cocontractants de l'adjudicataire de travaux dans le cadre

d'un marché public (article 23 de la loi régissant ce type de marchés) seraient maintenus, non pas parce qu'ils s'intégreraient plus harmonieusement dans le système simplifié, mais surtout parce qu'ils sont insérés dans les législations particulières et que régler leur sort en devient moins impératif.

20. Mais c'est la modernisation du gage et l'unification des divers régimes qui s'imposaient le plus urgemment.

Il est constant, d'après les diverses études internationales établies sur le sujet, que les conditions idéales auxquelles doit répondre un régime légal de sûretés sont les suivantes : (i) permettre en principe de garantir n'importe quelle créance ; (ii) permettre l'utilisation de tous les types de biens à titre de garantie ; (iii) permettre la création de sûretés sans dépossession ; (iv) établir des règles de priorité claires et prévisibles ; (v) mettre au point des procédures de réalisation efficaces et commercialement raisonnables ; (vi) tendre à un équilibre entre trois pôles d'intérêts en tension : le constituant, le créancier et les tiers (recommandation du Guide législatif de la CNUDCI).

21. En particulier, la condition de la dépossession du gage a disparu dans nombre de pays européens, spécialement dans les pays limitrophes. Aux Pays-Bas, le gage sans dépossession a été introduit sans publicité par l'article 3, 235 du nouveau Code civil ; le droit anglais connaît également un gage enregistré dans le registre des sociétés depuis le Companies Act de 2006 ; le droit français connaît désormais deux types de gages sans dépossession, l'un à l'article 2333 du Code civil et l'autre, le gage sur stocks, à l'article L-527-1 du Code de commerce (voir P. Ancel, « La réforme du droit des sûretés en France », in *La réforme du droit privé en France*, Bruxelles, 2009, pp. 39-400 ; P. Bouteiller, « Le gage sur stocks de biens ou de marchandises », 2006, pp. 808-810. D. Legeais, « Le gage sur meubles corporels », *Rev. Dr. Bancaire et Fin.* 2006, pp. 59 et suivantes ; E. Dirix, « La réforme du régime des sûretés en France », in *La réforme du droit privé en France*, Bruxelles, 2009, p. 53).

22. Selon le projet, le gage devient, quelle qu'en soit l'assiette, une convention consensuelle, dont l'opposabilité est subordonnée à une inscription dans un registre électronique spécial à constituer.

Aux côtés de cette nouvelle sûreté, subsiste, pour les parties qui souhaitent y recourir, le droit de gage avec dépossession classique. Les autres types de gage disparaissent néanmoins, à savoir le gage sur fonds de commerce, le privilège agricole ou le warrantage.

23. L'approche fonctionnelle du droit des sûretés tend à reconnaître des effets comparables aux diverses garanties du crédit, indépendamment de leur différences conceptuelles.

La réserve de propriété, le droit de rétention et l'utilisation de la propriété à titre de garantie seraient réglés de manière plus détaillée qu'aujourd'hui, selon un régime correspondant pour l'essentiel à celui du gage.

24. Ce régime est le suivant. La constitution de ces garanties ne requiert que l'échange des consentements. La possibilité de la constituer également par le biais d'une déclaration unilatérale de volonté n'est pas à exclure. Un écrit doit être établi pour des raisons de preuve, sauf lorsque le constituant peut bénéficier de la protection due aux consommateurs, auquel cas il est une condition de validité. Cet écrit doit constater le consentement du constituant, mentionner les créances garanties et, le cas échéant, le montant maximal de celles-ci, ainsi que les biens grevés du gage.

Il est prévu que la convention de gage peut être conclue par un représentant agissant en son propre nom, mais pour le compte d'un ou de plusieurs

bénéficiaires. Il suffit de pouvoir identifier les bénéficiaires à l'aide de la convention. Cette représentation est également opposable aux tiers, de sorte que le représenté n'a pas à craindre la faillite du représentant. Toutefois, tous les bénéficiaires sont solidairement responsables des manquements commis par le représentant dans l'exercice de ses droits.

L'assiette du gage peut être constituée de tous les biens meubles corporels ou incorporels, dans le commerce, y compris les universalités de fait ou de droit et les droits intellectuels.

L'opposabilité du gage est réalisée par l'enregistrement ou par la dépossession, dans les cas où les parties en ont fait le choix.

Par subrogation réelle, la sûreté s'étend à toutes les créances qui viennent se substituer aux biens grevés, par vente, diminution de valeur ou indemnisation par l'assureur. Le gage s'étend également aux fruits, sauf convention expresse contraire.

Le gage garantit, en principe, toutes les créances actuelles et futures, dans les limites d'un montant maximal, ventilant très clairement le principal et les accessoires. Si le constituant est un consommateur, la garantie ne peut s'étendre au-delà de la moitié du capital, pour intérêts.

Il peut être mis fin au gage par un préavis raisonnable donné par lettre recommandée.

Le gage est doté d'un droit de suite, renforcé par la publicité par enregistrement, l'application de l'article 2279 du Code civil n'étant plus concevable. Toutefois,

les tiers acquéreurs sont protégés lorsque le constituant disposait du droit de procéder à l'aliénation dans le cadre normal de son activité professionnelle.

Doit être créé un registre national des gages confié au service des hypothèques de l'administration générale de la Documentation patrimoniale du SPF Finances. L'enregistrement est effectué électroniquement par la mention d'un certain nombre de données comme l'identité des parties, la description des biens grevés et le montant maximal des créances garanties. Une désignation générique des biens est suffisante.

Le créancier gagiste est responsable de tout préjudice causé par un enregistrement erroné. La réalisation du gage répond à une procédure fortement simplifiée. L'intervention judiciaire n'est plus nécessaire et il est laissé une plus grande marge à la liberté contractuelle. Le principe de base est que la réalisation doit être effectuée d'une manière justifiée économiquement. Les parties peuvent convenir du mode de réalisation qui leur convient au moment de la conclusion de la convention de gage au plus tard. À défaut, le créancier gagiste peut charger d'office un huissier de justice de la vente publique ou de gré à gré ou même de la mise en location du bien. Il n'est pas requis qu'il dispose d'un titre exécutoire. Il existe un contrôle du juge a posteriori. L'appropriation peut être conventionnellement autorisée.

25. Si ce projet, dont les traits caractéristiques sont ainsi ébauchés, est adopté, le droit des garanties mobilières connaîtra une véritable révolution dans le sens d'une simplification inédite. Les discussions sont en cours.

IV. – L’adaptation de la loi du 31 janvier 2009 sur la continuité des entreprises (ci-après la « LCE »)

26. Une étude statistique réalisée par Graydon (www.graydon.be.Academy/Press) montre que de plus en plus d’entreprises ont obtenu un sursis sur la base de l’article 24 LCE. Ce chiffre est en augmentation constante puisqu’il est passé de 633 en 2009, à 1253 en 2010 et 1398 en 2011. Pour la plupart, il s’agit de petites ou moyennes entreprises. Les observateurs y voient tantôt la preuve du grand succès de la LCE tantôt une manifestation de l’effet de contagion qu’ils avaient anticipé.

Quoi qu’il en soit, un ensemble d’incohérences gagnerait à trouver une solution rationnelle au plus vite. C’est dans cette perspective que s’inscrit le « Rapport d’évaluation sur la continuité des entreprises » publié par le Réseau CAP et la FEB en mars 2012, proposant certains aménagements.

27. Un élargissement du champ d’application de la LCE aux professions libérales et aux ASBL est envisagé. Parallèlement, la vérification que la demande émane d’une entreprise présentant une valeur suffisante pour justifier un sursis avec des espoirs de sauvetage doit être renforcée. À cette fin, la latitude, lors de l’ouverture de la procédure, de compléter la requête introductive par des documents jugés certes éclairants mais moins indispensables serait abandonnée. L’idée qui sous-tend ce regain de rigueur consiste à forcer l’accompagnement de l’entreprise, dès la phase de préparation de la procédure, et à se faire accompagner et conseiller par les professionnels du chiffre. Ceux-ci auraient une mission d’information à accomplir auprès des entreprises à cet égard.

28. L’information des créanciers est apparue comme un enjeu particulièrement important, le Moniteur belge n’entraînant qu’un effet

limité en définitive et l'accès au dossier tenu au greffe supposant la maîtrise d'un faisceau d'informations en amont, doublée de déplacements réguliers dans l'arrondissement d'ouverture de la procédure. La mise en place de dossiers électroniques en matière de continuité d'entreprises et de faillite ferait disparaître ces deux inconvénients.

Certes, cette plus grande transparence ne va pas sans une aggravation du risque de dissémination d'images négatives véhiculées sur l'entreprise en difficulté.

29. Le rôle du tribunal de commerce doit se renforcer lors de l'examen de la recevabilité de la demande.

En principe, l'idée selon laquelle l'état virtuel de faillite ne fait pas obstacle à l'octroi du sursis est maintenue, mais le débiteur doit démontrer – et le juge vérifier – si l'activité économique est véritablement viable. À défaut, reporter la faillite entraîne seulement une distorsion de concurrence sans véritable effet positif.

30. La procédure de transfert est censée servir à la fois les intérêts des travailleurs et des créanciers de l'entreprise transférée. L'expérience montre que les seconds sont souvent sacrifiés aux premiers, sans véritable reprise durable de l'emploi. Il est proposé pour rééquilibrer les intérêts de toutes les parties prenantes d'améliorer les conditions d'audition des créanciers par le tribunal de commerce saisi d'une demande d'autorisation de transfert et de prévoir une limite objectivable pour la fixation du prix auquel le transfert serait autorisé. Celui-ci devrait au moins atteindre la valeur de liquidation des actifs transférés.

Enfin, il est proposé que ce soit le mandataire de justice qui s'attache à distribuer le produit du transfert sans intervention des huissiers ou des notaires, ni

interception de la mission de répartition par le liquidateur ou le curateur dans le cadre d'une liquidation ou d'une faillite subséquentes.

31. Enfin, un arsenal de modèles et plusieurs vade-mecum seraient élaborés pour accompagner les juges délégués et les mandataires de justice dans l'accomplissement de leurs missions respectives. Un relevé de meilleures pratiques est en cours. Ces outils seront certes de nature à améliorer la situation actuelle, qui ne brille pas par sa clarté, ni la sécurité juridique.

32. Il demeure néanmoins une nécessité urgente de mettre à plat l'ensemble des procédures collectives d'insolvabilité dans un triple objectif de rationalisation, d'efficacité et d'harmonisation avec les législations des autres États européens.

*

* *

La jurisprudence d'après crise 2007 en matière d'opérations bancaires

Jean-Pierre Buyle

Avocat

Maître de conférences à l'ULB

et

Pierre Proesmans

Avocat

I. – Introduction

Les années 2007 et suivantes ont été mouvementées : crises successives, transposition de plusieurs directives européennes en matière financière, multiples décisions jurisprudentielles.

Comment les cours et tribunaux ont-ils appréhendé les situations d'après crise ?
La situation économique difficile que nous traversons a-t-elle influencé la manière dont les juges ont appréhendé les dossiers initiés même avant la crise ?
La jurisprudence s'est-elle modifiée ou est-elle restée constante ?

C'est ce que nous allons tenter d'analyser en matière d'opérations bancaires. Nous examinerons successivement les responsabilités en cas de perte, de vol et d'utilisation frauduleuse d'instruments de transfert électronique de fonds, en matière de virement, d'ouverture de crédit et d'opérations sur instruments financiers.

II. – Responsabilités en cas de perte, de vol et d'utilisation frauduleuse d'un instrument de transfert électronique de fonds

Un paiement par carte implique l'intervention de différentes parties :

- l'émetteur de la carte (qui peut être ou non la banque dans laquelle le titulaire de la carte a ouvert un compte) ;
- l'acquéreur qui conclut un contrat de prestations de services avec un commerçant ;
- le titulaire de la carte ;
- le commerçant bénéficiaire du paiement par carte ;
- la banque du titulaire (qui peut être ou non l'émetteur) et celle du commerçant,
- les différentes banques intermédiaires ;
- les processeurs de systèmes.

Les règles relatives aux responsabilités (1) des intervenants varient selon les relations contractuelles nouées entre eux. La jurisprudence a eu l'occasion de se pencher sur les relations entre l'émetteur et le titulaire, d'une part (§ 1) et sur les relations entre l'acquéreur et le commerçant, d'autre part (§ 2).

§ 1. Responsabilités dans la relation entre l'émetteur et le titulaire

1. Rappel des principes

La question des responsabilités respectives de l'émetteur et du titulaire d'un instrument de transfert électronique de fonds en cas de vol ou de perte de celui-ci a longtemps été régie par la loi du 17 juillet 2002 relative aux opérations effectuées au moyen d'instruments de transfert électronique de fonds.

Cette problématique est actuellement régie par la loi du 10 décembre 2009 relative aux services de paiement, qui prévoit à cet égard ce qui suit :

1°) Obligations du titulaire de l'instrument de paiement

« Art. 31. § 1er. L'utilisateur de services de paiement habilité à utiliser un instrument de paiement a les obligations suivantes :

– 1° il utilise l'instrument de paiement conformément aux conditions régissant l'émission et l'utilisation de cet instrument de paiement ;

– 2° lorsqu’il a connaissance de la perte, du vol, du détournement ou de toute utilisation non autorisée de son instrument de paiement, il en informe sans délai son prestataire de services de paiement ou l’entité indiquée par celui-ci.

§ 2. En application du § 1er, 1°, l’utilisateur de services de paiement prend, dès qu’il reçoit un instrument de paiement, toutes les mesures raisonnables afin de préserver la sécurité de l’instrument de paiement et de ses dispositifs de sécurité personnalisés ».

2°) Responsabilités en cas d’utilisation non autorisée de l’instrument

Principe

« Art. 36 : Sans préjudice de l’application de l’article 34, le prestataire de services de paiement du payeur doit, en cas d’opération de paiement non autorisée, après une vérification prima facie pour fraude dans le chef du payeur, rembourser immédiatement au payeur le montant de cette opération de paiement non autorisée et, le cas échéant, rétablir le compte de paiement débité dans l’état où il se serait trouvé si l’opération de paiement non autorisée n’avait pas eu lieu, le cas échéant augmenté d’intérêts sur ce montant.

En outre, le prestataire de services de paiement du payeur doit rembourser les autres conséquences financières éventuelles, notamment le montant des frais supportés par le titulaire pour la détermination du dommage indemnisable.

Exception

« Art. 37 : § 1er Par dérogation à l'article 36, le payeur supporte, à concurrence de 150 euros, jusqu'à la notification faite conformément à l'article 31, § 1er, 2°, les pertes liées à toute opération de paiement non autorisée consécutive à l'utilisation d'un instrument de paiement perdu ou volé ou, si le payeur n'est pas parvenu à préserver la sécurité de ses dispositifs de sécurité personnalisés, au détournement d'un instrument de paiement.

Le payeur supporte toutes les pertes occasionnées par des opérations de paiement non autorisées si ces pertes résultent soit d'un agissement frauduleux de sa part, soit du fait qu'il n'a pas satisfait, intentionnellement ou à la suite d'une négligence grave, à une ou plusieurs des obligations qui lui incombent en vertu de l'article 31.

Dans ces cas, le montant maximal visé à l'alinéa 1er ne s'applique pas.

[...]

§ 3. La charge de la preuve en matière de fraude, d'intention ou de négligence grave incombe au prestataire de services de paiement.

Sont notamment considérées comme négligences graves visées au § 1er, le fait, pour le payeur de noter ses dispositifs de sécurité personnalisés, comme son numéro d'identification personnel ou tout autre code, sous une forme aisément reconnaissable, et notamment sur l'instrument de paiement ou sur un objet ou un document conservé ou emporté par le payeur avec l'instrument de paiement, ainsi que le fait de ne pas avoir notifié au prestataire de services de paiement, ou à l'entité indiquée par celui-ci, la perte ou le vol, dès qu'il en a eu connaissance.

Pour l'appréciation de la négligence, le juge tient compte de l'ensemble des circonstances de fait ».

En résumé, l'émetteur de l'instrument de paiement est responsable des conséquences liées à la perte ou au vol dudit instrument, sous déduction d'une franchise de 150 € par carte frauduleusement utilisée, sauf négligence de la part de l'utilisateur de l'instrument de paiement.

Afin de comprendre ce qu'exactly il faut entendre par « négligence », la Directive 2007/64/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 novembre 2007 concernant les services de paiement dans le marché intérieur indique, dans son considérant 33, qu'il « convient de tenir compte de toutes les circonstances. Les preuves et le degré de négligence supposée devraient être évalués conformément au droit national ».

La présomption constitue un mode de preuve admis en droit belge en vertu de l'article 1349 du Code civil qui définit la présomption comme la « conséquence que la loi ou le magistrat tire d'un fait connu à un fait inconnu ».

La loi du 10 décembre 2009 n'est cependant en rien descriptive de la notion de « négligence » en matière de vol ou de fraude relative à l'utilisation d'un instrument de paiement.

Si l'on examine les travaux préparatoires de la loi du 10 décembre 2009, dans le rapport fait à la Chambre du projet de loi (2), on peut lire, qu'à une question précise relative à la négligence grave mentionnée par ledit projet, le Ministre pour l'Entreprise et la Simplification répond que « la législation n'est pas modifiée puisque la loi du 17 juillet 2002 relative aux opérations effectuées au moyen d'instruments de transfert électronique de fonds prévoit déjà cette disposition ». Il ajoute que « l'option retenue consiste à donner la possibilité au

juge de qualifier de négligence grave certains comportements. Un changement de philosophie annulerait toute la pratique judiciaire qui s'est formée depuis 2002 ».

Il résulte de l'examen des travaux préparatoires que pour examiner la question des responsabilités respectives en cas de vol ou de perte de carte, les dispositions applicables en vertu de la loi du 17 juillet 2002, la jurisprudence et les travaux doctrinaux qui en découlent demeurent parfaitement pertinents.

Les dispositions de la loi du 17 juillet 2002 sont en effet identiques, dans leur principe, à celles de la loi du 10 décembre 2009.

La ratio legis de l'article 8, § 2 de la loi du 17 juillet 2002 apparaît très clairement d'un examen de ses travaux préparatoires, comme la doctrine l'a justement observé (3) :

« Dans la première version soumise à la Chambre, le projet de loi stipulait ce qui suit : «Jusqu'à la notification prévue au § 1er de l'article 8, le titulaire est responsable des conséquences liées à la perte ou au vol de l'instrument à concurrence de 150 EUR ; toutefois si l'émetteur apporte la preuve que le titulaire a agi avec négligence grave ou frauduleusement, le plafond de 150 EUR n'est pas applicable ».

Cette première version de l'article 8, § 2 s'est heurtée à une vive opposition des banques, exprimée par le canal de l'Association Belge des Banques. Les banques ont fait valoir qu'il leur était impossible dans la plupart des cas d'apporter la preuve concrète que le titulaire avait noté ou divulgué son code. De plus, la loi risquait d'inciter à la fraude, en particulier dans le chef de titulaires peu scrupuleux.

Le Ministre des Affaires Économiques a déposé un amendement relatif à l'article 8 § 2. L'article dans sa version définitive est libellé comme suit [...] ».

Il résulte donc tant du texte même de l'article 8, § 2 que des travaux préparatoires de cette disposition que le législateur n'a nullement entendu exclure le recours aux présomptions pour établir la négligence grave dans le chef du titulaire, le juge tenant compte à cet égard de l'ensemble des circonstances de fait. Les travaux préparatoires renvoient du reste expressément aux dispositions du Code civil.

« La charge de la preuve de la négligence grave repose sur l'émetteur. Elle peut être rapportée par toutes voies de droit, y compris témoignages et présomptions (cf. Th. Lambert, « La loi du 17 juillet 2002 relative aux opérations effectuées au moyen d'instruments de transfert électronique de fonds », R.D.C., 2003, 583 ; A. Van Oevelen, « De adviespraktijk van het Bemiddelingscollege voor de financiële sector betreffende de aansprakelijkheid bij verlies of diefstal van elektronische betaalinstrumenten », Dr. banc. et fin, 2010, p. 300 ; E. Van den Haute, M. Driesen, « Chronique de droit bancaire privé : les opérations de banque (2007-2010) », Dr. banc. et fin., 2011, p. 47) » (4).

2. La notion de négligence grave du titulaire de la carte, en jurisprudence

L'essentiel des débats porte en pratique sur ce qu'il y a lieu d'entendre par « négligence grave » du titulaire de la carte. Il a été jugé que le fait pour le titulaire de laisser sa carte de crédit rangée dans son portefeuille, lui-même enfermé dans la boîte à gants de son véhicule fermé à clé et stationné sur un parking, n'est pas constitutif d'une négligence grave. En fonction des circonstances, le rangement d'une carte dans un véhicule verrouillé présente parfois moins de risque de perte ou de vol que si on porte cette carte sur soi. L'effraction d'un véhicule fermé à clé et le vol de son contenu constituent un cas

de force majeure (5).

La constatation que la perte d'un portefeuille peut résulter d'une imprudence de la part du titulaire n'est pas suffisante pour prouver l'existence d'une négligence grave dans son chef. L'on ne peut attendre du titulaire qu'il contrôle à chaque utilisation de son portefeuille que sa carte de crédit s'y trouve toujours (6).

De même, le tribunal ne peut pas se fonder sur la seule utilisation par le tiers du code PIN pour retenir une négligence grave dans le chef du titulaire (7).

« Le simple fait que les circonstances de l'utilisation frauduleuse des cartes de débit et de crédit restent inexpliquées ou que le *modus operandi* logique d'une valeur ne soit pas suivi, ne suffit pas à rapporter la preuve d'une négligence grave dans le chef du (porteur de la carte). » (8)

Dans d'autres affaires, les tribunaux ont retenu différentes circonstances permettant d'établir la négligence grave du client.

Laisser son sac, avec sa carte de crédit, accessible aux tiers dans une chambre d'hôpital dont on est censé s'absenter de temps à autre, est contraire aux règles de sécurité les plus élémentaires. Le juge doit tenir compte des circonstances personnelles, mais dans le cas d'espèce ni l'âge du titulaire ni le stress lié à l'intervention ne l'ont empêché de mettre son argent liquide à l'abri dans le coffre de la clinique. Dans ce cas, le titulaire doit également mettre sa carte de crédit en sécurité au même titre que ses liquidités (9).

Est constitutif d'une négligence grave le fait de laisser des cartes bancaires sans surveillance dans sa chambre d'hôtel qui est un lieu accessible à diverses

personnes et alors que ce type d'établissement dispose généralement d'un coffre-fort dans lequel ses clients peuvent déposer leurs effets de valeur (10).

Constituent des présomptions importantes, précises et concordantes de négligence grave dans le chef du titulaire de la carte :

- le fait que tout son portefeuille ait été volé, lequel contenait notamment sa carte d'identité ;
- le fait que si pour pouvoir utiliser la première carte, le voleur a dû s'y prendre à deux reprises, pour les autres, le code était correct dès la première tentative ;
- le fait que la carte subtilisée ait été utilisée la dernière fois par le plaignant 5 heures avant les retraits litigieux, ce qui exclut que l'auteur de l'infraction ait épié le code secret du client ou l'ait suivi pendant toute cette période pour lui voler ensuite son portefeuille (11).

« Si la notion de négligence grave doit effectivement être appréciée au regard de la volonté du législateur de protéger les utilisateurs d'instruments de paiement tels que la carte bancaire et son code secret, ainsi que de la nécessaire confiance qu'ils doivent pouvoir avoir dans ces instruments, le fait pour un client de faire confiance à un inconnu, peu crédible de surcroît, au lieu de faire confiance aux instruments de paiement alors qu'absolument aucune raison ne justifiait sa méfiance à leur égard peut poser problème.

Sont ainsi constitutifs de négligence grave la conjonction de différents éléments :

- le fait pour un client d'avoir prêté attention à un inconnu qui lui a fait croire qu'un billet de 20 eur supplémentaire était sorti de l'appareil alors que :

- il avait terminé, avec succès son opération de retrait de 20 eur au Bancontact/Mistercash extérieur à l'agence et n'avait donc aucune raison de croire que l'appareil distribuait un autre billet et,

- il devait être particulièrement méfiant à l'égard de cet individu qui, peu avant son opération de retrait, avait prétendu que l'appareil ne fonctionnait pas, ce qui s'est avéré inexact ;

- le fait pour ce client de s'être conformé à l'invitation de l'inconnu et d'avoir pénétré avec lui dans l'agence, alors que sa méfiance aurait dû être éveillée et aurait dû l'inciter à lui enjoindre de le laisser tranquille ;

- le fait pour ce client d'avoir introduit sa carte bancaire et son code secret en présence de l'individu, ce qui constitue un manquement aux conseils de prudence figurant dans le règlement de la carte de paiement ;

- le fait de s'être laissé distraire par l'inconnu et lui avoir parlé, alors qu'il effectuait une opération de consultation en principe tout à fait personnelle ;

- le fait d'avoir vu l'écran du terminal revenir dans sa position initiale mais de ne pas s'être interrogé sur sa signification, alors que plusieurs signes d'alarme auraient dû l'interpeller sur l'attitude de l'inconnu qui restait près de lui ;

- le fait que pensant que sa carte était bloquée dans l'appareil, le client a répondu à l'inconnu qui lui demandait ce qu'il se passait, restant ainsi distrait par cet inconnu, alors que les événements auraient dû l'inciter à une vigilance toute particulière ;

- le fait d'avoir un inconnu approcher suffisamment du client et du terminal pour qu'il puisse, selon ses dires, avoir la carte par la fente de l'appareil. » (12)

3. Les clauses contractuelles en matière de négligence grave

Le Tribunal de commerce de Namur a eu l'occasion de se pencher, dans le cadre d'une action en cessation, sur la validité de toute une série de clauses et de conditions générales bancaires au regard des lois du 10 décembre 2009 relatives aux services de paiement (LSP) et du 6 avril 2010 sur les pratiques du marché et la protection du consommateur (LPMC) (13).

Le Tribunal a ainsi dressé les contours de ce qui est admissible ou non pour définir contractuellement la négligence grave du titulaire de la carte.

Eu égard au caractère purement exemplatif des cas de négligence grave prévus à l'article 37§ 3 LSP, « il n'est pas interdit à un organisme bancaire d'énumérer d'autres comportements, susceptibles de recevoir la même qualification, pour autant que l'énumération ne soit pas érigée en règle et que le pouvoir d'appréciation des cours et tribunaux soit reconnu ».

N'est ainsi pas critiquable la clause par laquelle :

– les parties considèrent comme négligence grave le fait pour le client de ne pas tenir secret le numéro de code et le mot de passe ou le fait de ne pas avertir sans délai la banque ou Card Stop de la perte, du vol, du détournement ou de toute utilisation non autorisée de la banque ;

– la banque attire l’attention du titulaire de la carte sur le fait que d’autres faits ou comportements sont susceptibles d’être qualifiés de négligence grave, en fonction de l’ensemble des circonstances dans lesquelles ils se sont produits ou manifestés, les cours et tribunaux appréciant, le cas échéant, en dernier ressort (14).

Cette clause est par ailleurs conforme aux articles 4 et 40 LPMC qui obligent les entreprises à apporter aux consommateurs des informations correctes et utiles relatives aux caractéristiques principales de leurs produits et à rédiger leurs clauses de manière claire et compréhensible.

En effet,

– « les informations (données par la banque), sont correctes,

– elles sont utiles en ce sens qu’elles décrivent un type de comportement que la banque retient a priori comme étant constitutif d’une négligence grave, ce qui est de nature à informer adéquatement le consommateur sur l’attitude de la banque ;

– elles sont du reste utiles dans la mesure où elles décrivent un type de comportement qui, plus qu’un autre, pourrait être considéré comme une négligence grave par les cours et tribunaux dans le cadre de leur pouvoir d’appréciation, lequel est expressément rappelé ».

§ 2. Responsabilités dans la relation entre l'acquéreur et le commerçant

En cas d'utilisation d'une carte auprès d'un commerçant, celui-ci a la garantie d'être payé si certaines conditions sont respectées. Lorsqu'un paiement par carte est initié, l'acquéreur opère certaines vérifications et autorise la transaction. Il crédite le compte du bénéficiaire du montant de la transaction autorisée et se fait rembourser par l'émetteur.

Lorsque le titulaire de la carte est physiquement présent au moment du paiement, le commerçant lui demande de signer un ticket relatif à l'opération ou lui fait introduire son code secret.

Lorsqu'il s'agit d'une vente à distance via internet par exemple, il est parfois recouru à certaines technologies d'authentification notamment de la signature électronique. Mais souvent on se limite à certaines vérifications qui ne sont pas sans risque. Ainsi, le commerçant peut se limiter à demander le numéro de la carte et sa date d'expiration.

Dans ce cas, ces données sont transmises à l'acquéreur, qui vérifie l'absence d'opposition notifiée par le titulaire en raison d'une perte ou d'un vol de la carte et le fait que la transaction n'excède pas les limites du crédit lié à la carte.

Si la vérification ne pose pas de problème, l'acquéreur autorise le (ou plutôt ne s'oppose pas au) paiement. Ces vérifications ne permettent toutefois pas de s'assurer de ce que l'utilisation de la carte en est bien son porteur légitime.

« La loi du 17 juillet 2002 relative aux opérations effectuées au moyen d'instruments de transfert électronique de fonds n'est d'application qu'entre un titulaire de carte et un émetteur de carte.

Tout commerçant connaît ou doit connaître les risques concernant les transactions par internet, dès lors qu'il utilise un système de paiement par carte de crédit.

Le code d'autorisation donné par l'acquéreur n'est pas une reconnaissance absolue de la validité de la transaction ni une garantie certaine de paiement dès lors que l'acquéreur n'est pas en mesure de vérifier que la carte a effectivement été utilisée par son titulaire légitime.

Il est normal que ce soit le commerçant qui, lorsqu'il décide d'accepter un paiement par carte sans la présence physique de la possibilité de faire les vérifications requises et d'obtenir la signature de l'intéressé sur la facturette, supporte le risque d'une malveillance de son client contre lequel il lui appartient, le cas échéant, de se retourner » (15) (16).

III. – Responsabilités en matière d'exécution de virement

Le virement bancaire reste l'instrument de paiement par excellence. Son contentieux reste constant, qu'il s'agisse de la problématique des virements sans ordre régulier, des faux virements ou des virements falsifiés ou exécutés par erreur.

§ 1. Les virements sans ordre régulier, les faux virements et les virements falsifiés

Il s'agit des ordres de paiement donnés par une personne qui n'a pas le pouvoir de signature sur le compte lié à cet instrument de paiement, le tiers ayant généralement falsifié cette signature ou les mentions figurant sur le virement.

Deux situations doivent être distinguées, selon que les virements tombent ou non dans le champ d'application de la loi du 10 décembre 2009 relative aux services de paiement.

1. Virements antérieurs a la loi du 10 décembre 2009

La majorité de la doctrine et de la jurisprudence considère qu'en principe, le banquier doit dans ce cas recrediter le compte du titulaire (article 1239 C. civ. ou obligation de restitution analogue à celle du dépositaire) et peut se retourner contre le pseudo bénéficiaire du virement effectué, sur la base de la répétition de l'indu (17).

Ce principe a été rappelé récemment par la Cour d'appel de Bruxelles :

– « la banque qui, sans faute de sa part, débite le compte courant d'un de ses clients, sur la base d'un ordre de virement falsifié ou signé par une personne qui ne dispose pas de pouvoirs pour représenter le titulaire du compte, paie à un tiers qui n'est pas habilité par le titulaire à recevoir ce paiement.

Ce paiement n'est dès lors pas opposable au titulaire du compte conformément à l'article 1239, alinéa 1er, du Code civil.

Dans ces conditions, la banque est, en principe, tenue d'exécuter son obligation de restitution. Il s'agit d'une obligation de résultat, qui ne nécessite pas la démonstration d'une faute dans le chef de la banque » (18) ;

– « il n'est pas contradictoire de fonder l'obligation de la banque de restituer à son client les fonds dont il a été irrégulièrement débité sur deux bases différentes, soit l'article 1239 du code civil et l'obligation de restitution du banquier, qui est analogue à celle du dépositaire. Il s'agit, en effet, du même problème abordé sous deux angles d'analyse différents, mais qui doivent être résolus dans le même sens (Bruxelles, 18 novembre 1999, R.D.C., 2000, p. 680 ; Bruxelles, 16 octobre 2001, J.L.M.B., 2002, p. 844 ; Bruxelles, 18 mars 2003, J.T., 2004, p. 554, R.D.C., 2005, p. 152 ; Bruxelles, 5 mars 2005, Dr. banc. et fn., 2006, p. 82) » (19).

Mais ces deux fondements supposent toutefois au préalable que le titulaire du compte établisse le faux, qu'il s'agisse de la fausse signature ou des mentions falsifiées. C'est en effet lui qui a la charge de la preuve de l'irrégularité qu'il évoque, par application des articles 1315 du Code civil et 870 du Code judiciaire (20).

Ce principe connaît cependant de nombreuses exceptions légales ou contractuelles, notamment dans les hypothèses suivantes :

1°) Les conditions générales bancaires peuvent exclure l'application de l'article 1239 du Code civil, exonérer ou limiter la responsabilité du banquier

C'est à la lumière des dispositions contractuelles qui régissent les rapports des parties et notamment le règlement général des opérations ou les conditions générales bancaires convenues lors de l'ouverture du compte que la question de la responsabilité de la banque qui exécute un ordre falsifié doit être examinée pour vérifier dans quelle mesure elle a à répondre des conséquences de l'exécution du virement (21).

C'est ainsi que les parties peuvent valablement :

- exclure l'application de l'article 1239 du Code civil – celui-ci n'étant pas d'ordre public (22) – ; ou
- limiter les obligations contractuelles du banquier à la comparaison de la signature figurant sur l'ordre qui lui est adressé avec le specimen de signature déposé et dans ce cas n'engager sa responsabilité qu'en cas de faute grave (23), ou encore ;
- stipuler que la banque ne sera responsable qu'en cas de faute intentionnelle ou de faute grave lors de l'exécution d'un ordre de virement falsifié (24) ;
- moduler l'obligation de restitution sans toutefois de la sorte exonérer le banquier de sa faute lourde ou de son dol ou pouvoir vider le contrat de sa substance (25).

2°) Le comportement du titulaire du compte peut entraîner un renversement ou un partage des responsabilités

On songe ici au comportement fautif du titulaire du compte qui aurait permis à un tiers de s'emparer de ses formules papiers de virement ou de ses codes d'accès à son PC banking et d'effectuer ainsi facilement des ordres falsifiés, en copiant sa signature ou en utilisant son code secret.

Le client peut aussi être tenu pour responsable s'il a laissé se créer les conditions d'une apparence légitime du virement litigieux ou s'il a ratifié ledit virement. Il en est ainsi si le titulaire du compte qui a reçu ses extraits de compte, ne les vérifie pas et ne proteste pas auprès de son banquier dans des délais raisonnables, voire contractuels (théorie de l'approuvé implicite). « En matière de tenue de comptes bancaires, l'usage veut que le silence conservé par le titulaire du compte – même s'il est non commerçant – au-delà d'un délai raisonnable, permet de présumer qu'il a approuvé les opérations constatées par les extraits et relevés de compte qui lui ont été adressés. Cette présomption n'est, au demeurant, pas irréfragable et peut être renversée si le titulaire du compte prouve que son silence ne peut être considéré comme une acceptation implicite. Ce peut être le cas s'il prouve que, pour des raisons totalement indépendantes de sa volonté, il n'a pu prendre connaissance de ces extraits et/ou protester. » (26)

Le titulaire du compte peut aussi être déclaré responsable s'il a tiré profit du paiement (article 1239 § 2 du Code civil).

2. Virements postérieurs à la loi du 10 décembre 2009

Les articles 36 et 37 de la loi du 10 décembre 2009 relative aux services de

paiement (LSP) – tels que nous les avons rappelés ci-avant dans le cadre des responsabilités en cas de perte, de vol et d'utilisation frauduleuse d'un instrument de transfert électronique de fonds – sont d'application en cas d'opération de paiement non autorisée effectuée par virement.

En cas d'opération non autorisée, la loi prévoit que le prestataire de service de paiement du payeur a l'obligation de rembourser immédiatement le payeur du montant de l'opération et, le cas échéant, de rétablir – à la date valeur du débit – le compte du paiement débité dans l'état où il se serait trouvé si l'opération non autorisée n'avait pas eu lieu, le cas échéant avec paiement d'intérêts sur le montant de l'opération. Ce remboursement immédiat est néanmoins subordonné à certaines conditions.

Il faut qu'il s'agisse bien d'une opération non autorisée, au sens de l'article 28 LSP. Le banquier peut donc prouver, dans le respect des conditions établies par la loi, que l'opération contestée par le client a bien été authentifiée, dûment enregistrée et comptabilisée et qu'elle n'a été affectée par aucune déficience technique ou autre (article 35 LSP).

Le banquier doit ensuite procéder à une vérification « prima facie », en vue de détecter une éventuelle fraude du client, ce qui implique que le banquier a le droit de mener une rapide investigation lui permettant d'exclure l'existence d'une fraude dans le chef du client.

Si les conditions générales bancaires prévoient qu'en ce qui concerne les virements en formules papier, le banquier se limitera à vérifier la conformité de la signature avec celle figurant sur le specimen déposé et que le client n'établit pas que le virement litigieux est falsifié alors que la signature apposée sur l'instrument de paiement est similaire, le tribunal ne peut considérer être en présence d'une opération non autorisée (27).

Enfin, le client ne peut obtenir la correction du débit litigieux que s'il signale l'opération non autorisée ou mal exécutée à son banquier « sans délai et au plus tard dans les 13 mois suivant la date du débit ou du crédit » (article 34 LSP). Il s'agit là d'une consécration légale de la théorie de la ratification tacite en matière d'opérations de paiement (28).

§ 2 Les virements erronés

Le cas classique du virement erroné vise l'hypothèse où il existe une divergence entre le nom du bénéficiaire et le numéro du compte à créditer.

Avant la LSP, la doctrine était divisée quant à l'obligation ou non pesant sur le banquier de vérifier la concordance entre le numéro de compte et l'identité du bénéficiaire. Certains évoquaient la recherche d'une sécurité absolue se conciliant mal avec les impératifs de rapidité d'exécution et de réduction des coûts souhaités par les clients (29). Mais la plupart de la doctrine et de la jurisprudence maintiennent cette exigence de vérification dans le chef de la banque du bénéficiaire (30).

L'article 49 LSP a dorénavant réglé cette problématique. Un ordre de paiement exécuté conformément à l'identifiant unique est en effet réputé dûment exécuté pour ce qui concerne le bénéficiaire indiqué par l'identifiant unique.

L'article 2, 12° LSP définit cet identifiant unique comme étant la combinaison de lettres, de chiffres ou de symboles indiqué à l'utilisateur de services de paiement par le prestataire de services de paiement, que l'utilisateur de services de paiement doit fournir pour permettre l'identification certaine de l'autre utilisateur de services de paiement et/ou de son compte de paiement pour une opération de paiement.

En Belgique, l'identifiant unique est composé du numéro de compte IBAN complété, le cas échéant, du BIC (Bank Identification code).

Ni le nom, ni l'adresse du payeur ou du bénéficiaire n'en font partie. Si l'identifiant unique fourni par l'utilisateur de services de paiement est inexact, le prestataire de services de paiement n'est pas responsable au titre des articles 50 et 51 LSP de l'inexécution ou de la mauvaise exécution de l'opération de paiement. Toutefois, le prestataire de services de paiement du payeur s'efforce, dans la mesure du raisonnable, de récupérer les fonds engagés dans l'opération de paiement (article 29, § 2 LSP).

L'article 49, § 3 LSP prévoit expressément que si l'utilisateur de services de paiement fournit des informations supplémentaires, le prestataire de services de paiement n'est responsable que de l'exécution de l'opération de paiement conformément à l'identifiant unique. Dès lors, s'il a été convenu que seul le numéro de compte constitue l'identifiant unique, le prestataire de services de paiement n'a pas à tenir compte des informations complémentaires fournies, le cas échéant par l'utilisateur du service de paiement. Il n'est donc pas responsable en cas de discordance entre l'identifiant unique et, par exemple, le nom du bénéficiaire indiqué, le cas échéant, sur l'ordre de virement.

IV. – Responsabilités en matière d'ouverture de crédit

La période de crise a donné lieu à un abondant contentieux en matière de crédit. Ceci a permis aux tribunaux de préciser les droits et les obligations du dispensateur de crédit et du client aux différents stades de l'octroi, de la gestion et de la dénonciation du contrat (31).

§ 1. Responsabilités au moment de l'octroi du crédit

1. La liberté d'octroyer du crédit

En ces temps de crise de liquidités et de solvabilité, il a souvent été rappelé que les banques ne sont pas chargées d'un service public et qu'elles sont libres d'octroyer ou de refuser le crédit.

« Les banques ne sont pas chargées d'un service public leur imposant de réserver suite à ceux qui s'adressent à elles pour financer leurs projets. L'essence même du crédit étant la confiance, le banquier conserve toujours sa liberté d'octroyer ou non le crédit sollicité.

La liberté contractuelle implique le droit de contracter ou non, de choisir librement son contractant et de subordonner la conclusion d'un contrat au respect de ses propres exigences. La rupture des négociations constitue en principe un droit dont l'exercice ne présente en soi aucun caractère fautif. » (32)

Il en est de même lorsque la banque refuse d'octroyer un crédit supplémentaire ou d'augmenter le montant du crédit :

« Une banque n'a aucune obligation d'octroyer un crédit au-delà de ce que stipulent les conventions qui la lient à ses clients ou d'augmenter le montant d'un crédit contractuellement prévu. Certes, une banque ne peut abuser de son droit de ne pas contracter, mais un tel abus n'existe que si la banque dépasse manifestement les limites de l'exercice normal de ce droit de ne pas contracter par une personne prudente et diligente (Cass. 10 septembre 1971, Pas., 1972, I, 28 ; Cass. 19 octobre 1989, Pas., 1990, I, 212) » (33).

2. Le devoir de s'informer du banquier

Le dispensateur de crédit est astreint à plusieurs obligations, lesquelles doivent à la fois s'équilibrer et se concilier.

Lorsqu'il octroie un crédit, le banquier assure notamment un devoir de prudence et d'instigation. S'il ne peut s'ingérer dans les affaires du client, le banquier doit néanmoins s'enquérir des capacités de remboursement du candidat emprunteur, ce qui inclut l'analyse de ses revenus actuels et futurs. « Pour apprécier raisonnablement l'opportunité d'accorder à une personne physique un crédit en vue de l'acquisition d'un fonds de commerce, un banquier diligent vérifie, à l'aide de moyens normaux d'investigation, la valeur du fonds et les résultats antérieurs d'exploitation. » (34) En cette espèce, le banquier devait savoir que les emprunteurs seraient rapidement dans l'impossibilité de faire face à leurs engagements et qu'ils devraient inéluctablement faire appel à la garantie donnée par les affectants hypothécaires (les parents de l'un des emprunteurs). La faute de la banque a eu, en l'espèce, pour conséquence de faire prendre un risque considérable aux affectants hypothécaires, lesquels n'avaient aucune expérience dans le domaine économique et financier et n'avaient pas été informés des risques encourus.

Un organisme dispensateur de crédit doit toujours procéder à des investigations d'usage sur la situation financière du crédit avant de décider d'octroyer un crédit existant ou de le réaménager et, le cas échéant, refuser le nouveau crédit ou son réaménagement (35).

Au risque de voir sa responsabilité de dispensateur de crédit engagée, le banquier a l'obligation de contrôler et de surveiller de manière continue pendant toute la durée du crédit les mouvements du compte du client auquel il a consenti une ouverture de crédit.

L'étendue de ces investigations doit dépendre notamment du montant à emprunter et de la capacité de remboursement des sommes dues par le crédit, en principal, intérêts, frais et accessoires, sans pouvoir se limiter uniquement à la constitution de garanties réelles ou personnelles qui protégeraient ses intérêts financiers.

L'organisme financier ne peut, tant dans ses relations à l'égard du crédit qu'à l'égard des tiers, se contenter d'un examen « usuel » de la situation générale du futur crédit, sans rechercher activement des informations précises et complètes sur ses moyens financiers et sans examiner soigneusement, pour chaque crédit, sa capacité de crédit, c'est-à-dire qu'il doit vérifier si, dans les circonstances particulières qui entourent la situation personnelle du demandeur de crédit, il est raisonnablement permis d'escompter que le projet économique envisagé pourra être mené à bien.

Lorsqu'un crédit se trouve confronté à de graves difficultés financières, altérant la capacité de remboursement périodique de ses crédits bancaires sur une longue période, un banquier prudent et diligent est tenu à un devoir actif de surveillance précis, détaillé et périodique de la situation financière de son client (36).

Lorsque le banquier détermine les facultés de remboursement du client, il tient compte de l'ensemble de ses revenus professionnels, mobiliers et immobiliers. Lorsque le banquier se voit remettre un rapport d'expertise valorisant un immeuble et ses revenus locatifs, il ne peut être reproché au banquier de prendre en considération et de fonder son analyse sur ce document dont rien ne donnait à penser que celui-ci était inexact (37).

3. L'obligation d'information du banquier

Le banquier, comme tout professionnel, est tenu à une obligation d'information, c'est-à-dire à la transmission de données ou de faits. Le professionnel de la finance doit informer son client sur tous les aspects techniques de l'opération envisagée afin qu'il puisse en saisir la portée et le fonctionnement. L'information est neutre et objective.

Le banquier doit ainsi informer le client sur le crédit et ses caractéristiques (38) et sur les choix à opérer entre les différents crédits possibles (39).

Certains tribunaux estiment aussi que le banquier doit mettre en garde son client contre un choix inadapté (40), dans la mesure où il doit lui recommander le crédit qui répond le mieux à ses besoins (41). L'adéquation des crédits est fondée sur l'obligation de loyauté à l'égard du crédit. Cette obligation doit s'entendre raisonnablement. Si ce devoir peut impliquer que le banquier s'informe de certains éléments propres à lui permettre de procéder à une appréciation, en opportunité, d'un crédit le plus adapté aux besoins du client, c'est toutefois au crédit, au premier chef, qu'il appartient d'apprécier ses besoins et d'en faire part au banquier.

Il n'appartient pas à l'établissement de crédit de substituer sa propre appréciation à celle du crédit, d'examiner et d'évaluer la situation financière et structurelle de l'entreprise. Le client est généralement mieux placé que le banquier pour apprécier sa rentabilité et ses facultés de remboursement.

Pour juger si le devoir d'information a été rempli diligemment, le juge doit se replacer dans le temps, à savoir au moment où le banquier devait prendre l'obligation en question sur lui.

« Le devoir d'information est relatif. Chaque partie doit déterminer l'information qui lui est nécessaire pour contracter en connaissance de cause ; le rôle du juge en la matière se limite à une appréciation marginale à l'aune du critère du banquier normalement diligent et placé dans les mêmes circonstances.

Cette obligation de recueillir l'information et de la transmettre ne peut pas être confondue avec un devoir de conseil dans le chef de la banque, qu'elle n'emporte pas, sauf convention spéciale. » (42)

Le conseil vise, en effet, à orienter une action. Il est une recommandation sur ce qu'il faut faire ou ne pas faire. Donner un conseil est une incitation à se comporter d'une certaine manière.

Le banquier, auquel incombe le devoir d'information, n'est pas investi d'un devoir général de conseil en matière de crédit (43).

La frontière qui sépare le devoir d'information et de conseil est souvent délicate à appréhender et il n'est pas étonnant que certaines juridictions les confondent parfois (44).

Dans une affaire où des clients s'étaient vu octroyer un crédit sous forme d'avances en compte courant destiné à réaliser diverses opérations en bourse qui s'avérèrent préjudiciables, la Cour d'appel de Mons a bien fait les distinctions :

« l'obligation de renseignement (45) et d'information ne se confond pas et n'emporte pas – sauf convention expresse – dans le chef de la banque un devoir de conseil qui suppose une certaine ingérence dans les affaires de son client en lui donnant un avis afin d'orienter dans un sens déterminé un choix ou une action » (46). La même position a été adoptée par la Cour de cassation française (47). Ce devoir d'information a néanmoins été abordé au regard de l'obligation de mise en garde à laquelle le banquier peut être tenu. La question s'est ainsi longtemps posée en France de l'obligation pour le banquier, face à la possibilité d'un risque démesuré pour le crédité, d'attirer l'attention de celui-ci sur le danger encouru.

Cette appréhension de l'obligation de vigilance a considérablement évolué ces dernières années et les positions autrefois divergentes de la première chambre civile et de la chambre commerciale de la Cour de cassation française tendent aujourd'hui à converger.

Dans un premier temps, le principe de l'obligation de mise en garde envers l'emprunteur, qu'il soit ou non averti, a été posé par la première chambre civile dans un arrêt du 27 juin 2005 (48). Elle a, par la suite, en ses arrêts des 2 novembre 2005 et 21 février 2006, nuancé le principe général en l'appliquant plus au cas de l'emprunteur profane, du client non averti (49).

De son côté, la chambre commerciale a longtemps considéré qu'il n'incombait aucun devoir de mise en garde au banquier vis-à-vis de son client, sauf s'il détenait une information que le client ne connaissait pas (50). Elle énonçait ainsi que « le banquier dispensateur de crédit n'est débiteur d'aucune obligation de

conseil envers son client » (51). Néanmoins, elle a progressivement reconsidéré sa position pour en arriver à l'idée selon laquelle en cas de demande d'un crédit excessif et en fonction des circonstances de fait, l'établissement de crédit a un devoir de mise en garde envers l'emprunteur profane (52).

Les deux chambres adoptèrent des positions relativement similaires. Par après, la chambre commerciale demanda le renvoi d'un pourvoi devant la chambre mixte de la Cour de cassation. Celle-ci décida alors, par un arrêt du 29 juin 2007, que le banquier avait l'obligation de vérifier la qualité de client et, qu'en cas de client non averti, il incombait à la banque un devoir de mise en garde lors de la conclusion du contrat (53). Cela fut confirmé tant par la première chambre civile que par la chambre commerciale (54) de la Cour de cassation française qui rappelle la responsabilité du banquier dispensateur en mettant à sa charge une obligation de mise en garde au profit de l'emprunteur profane (55).

4. Incidence de la qualité du client (averti ou profane)

Pour démontrer que la banque a failli à son devoir d'information, il faut démontrer que l'information était due, ce qui s'apprécie au regard du comportement du banquier, mais également de la personnalité de l'emprunteur.

L'étendue du devoir d'information doit être examinée à l'aune des circonstances de la cause. L'obligation d'information dépend également de la qualité du crédit, selon qu'il s'agisse d'un professionnel, d'un profane ou d'un client averti.

On définit celui-ci comme « celui qui, par sa situation personnelle (âge, catégorie sociale, profession, fonction de dirigeant, qualité d'actionnaire...), dispose ou doit disposer, au moment où le crédit est octroyé, d'informations suffisantes pour apprécier la situation relative au crédit sollicité et aux risques

pris » (56).

Une obligation particulière du banquier d'informer son client n'existe pas lorsque ce dernier est un « client averti », sauf si le banquier a connaissance d'une donnée importante, ignorée par le crédit et relative à sa situation financière (57).

Le devoir d'information du banquier cesse lorsque le client a (ou doit avoir) connaissance de l'information.

« Le crédit – auquel il est permis d'assimiler le principal responsable de la société – qui possède une connaissance parfaite de sa situation financière ne saurait reprocher à la banque de lui avoir octroyé un crédit nonobstant sa situation financière. » (58)

5. L'obligation d'information du client

Si le banquier est soumis à un devoir d'information, tel est également le cas du client. Dans une affaire où les clients avaient caché à leur banque une importante dette fiscale, la Cour d'appel de Mons a estimé qu'il était « essentiel que le client renseigne clairement et complètement la banque quant à sa situation financière, faute de quoi il ne pourra lui reprocher d'avoir octroyé un crédit disproportionné avec ses capacités de remboursement » (59). En faisant preuve d'une réticence fautive, les clients avaient élevé un obstacle conséquent à l'engagement de la responsabilité de la banque pour leur avoir octroyé un crédit disproportionné, dès lors que les clients présentaient toutes les apparences de sérieux et de solvabilité.

Lorsqu'il mène des investigations préalablement à l'octroi du crédit, le banquier

doit se fonder sur toutes les informations qui lui ont été fournies par son client (60). Celles-ci se doivent par conséquent d'être complètes et exactes et le banquier est en droit de s'y remettre. Le crédit est tenu de collaborer de façon sincère et loyale avec le dispensateur de crédit. En ne respectant pas ses propres devoirs, le crédit commet une faute qui contribue à la réalisation de son propre dommage et peut aboutir à un partage de responsabilités, voire à l'exclusion de toute responsabilité de la banque (61).

§ 2. Responsabilités au moment de la dénonciation du crédit

Chaque partie au contrat peut mettre fin unilatéralement au crédit sans préavis soit pour inexécution fautive, soit en application d'une clause résolutoire expresse. Lorsque le contrat est conclu pour une durée indéterminée, les parties peuvent aussi mettre fin à leurs relations moyennant un préavis et sans devoir justifier leur décision.

1. Résiliation unilatérale du crédit

Si les parties veulent résilier unilatéralement le crédit sans respecter de préavis, elles doivent motiver leur décision avec attention et précision soit qu'il s'agisse d'un manquement à ce point grave qu'il altère la confiance et porte atteinte de manière irrémédiable au caractère intuitu personae du contrat, soit qu'il s'agisse d'invoquer l'existence d'une clause conventionnelle résolutoire expresse.

« Dans l'ouverture de crédit, la confiance est à la base du contrat. Le crédit est consenti eu égard à la solvabilité et à la valeur morale du client. Si quelque événement ébranle profondément la situation personnelle de l'une des parties sur le plan tant moral que pécuniaire, la cessation du crédit se justifie. Les tribunaux auront, dans chaque cas, à apprécier si le fait allégué est, sur le plan objectif, assez grave pour légitimer la cessation du crédit.

La dénonciation pour manque de confiance, en dehors des conditions contractuelles, devra, en principe, s'opérer moyennant le respect d'un délai de préavis, sauf en raison de la gravité de la situation. Par ailleurs, le banquier doit motiver sa décision. Une motivation erronée peut entraîner la responsabilité de celui qui rompt le contrat. L'évocation a posteriori d'un motif non repris dans la lettre de dénonciation peut être considérée comme tardive ou non déterminante » (62).

« La résolution d'un crédit est fautive lorsque le motif invoqué est inexistant au jour où elle produit ses effets. La résolution unilatérale, qui est un acte unilatéral réceptice, ne produit ses effets qu'au jour où son destinataire en a pris connaissance ou a pu en prendre connaissance.

Une résolution fondée sur une clause résolutoire expresse est fautive dès lors que les conditions d'application de ladite clause ne sont pas réunies. Elle demeure alors sans effet. » (63)

2. L'abus de droit

L'abus de droit consiste à exercer un droit d'une manière qui excède manifestement les limites de l'exercice normal de ce droit par une personne prudente et diligente. Tel est le cas spécialement lorsque le préjudice causé est sans proportion avec l'avantage recherché ou obtenu par le titulaire du droit. Dans l'appréciation des intérêts en présence, le juge doit tenir compte de toutes les circonstances de la cause (64).

Bien que reposant sur une clause résolutoire expresse, la résolution du crédit par la banque constitue un abus de droit s'il existe une disproportion manifeste entre,

d'une part, le manquement contractuel commis par le crédit et, d'autre part, la sanction et le manquement contractuel manifeste.

La banque n'est pas tenue de faire passer les intérêts de son client avant ses propres intérêts. Le seul fait que la résolution d'un crédit pourrait éventuellement causer un dommage supplémentaire à son cocontractant ne suffit pas à engendrer la responsabilité de la banque lorsque ce dommage n'est pas hors de toute proportion avec les manquements contractuels commis par ce cocontractant (65).

3. La sanction

La résiliation d'un crédit est un acte juridique unilatéral qui produit ses effets de plano et irrévocablement. La résiliation unilatérale d'une convention entraînant irrévocablement l'extinction de celle-ci, la partie dont elle émane n'a aucun droit à y renoncer (66). À l'égard de son client, une banque est susceptible en cas de dénonciation d'un crédit de voir engager sa responsabilité non seulement pour non-respect de clauses contractuelles (par exemple en ne respectant pas le délai de préavis), mais aussi pour abus de droit ou violation du principe de l'exécution de bonne fin des conventions (67).

La réparation du dommage résultant de la rupture irrégulière d'un contrat de crédit à durée indéterminée ne peut avoir lieu en nature, mais ne peut consister qu'en l'allocation de dommages et intérêts (68).

Par contre, si le contrat est conclu pour une durée déterminée, la rupture fautive demeure sans effet (69). Il en va de même en cas de dénonciation abusive où le juge peut ordonner la réparation en nature du dommage et ordonner le rétablissement du crédit.

V. – Responsabilités en matière d'opérations sur instruments financiers

Préambule

S'il est un domaine du droit qui a été influencé, voire affecté par la crise qui a secoué le paysage économique et financier en 2008, c'est le droit financier, et plus particulièrement celui des opérations sur instruments financiers.

Un certain scepticisme a toujours existé à l'égard du système bancaire et financier et de ses différents acteurs (70). Bien avant la crise, la protection de l'investisseur faisait l'objet d'une attention particulière et ce souci de protection s'était accompagné d'une profusion de législations protectrices ou régulatrices.

À mesure que l'épargne des ménages s'est tournée vers les opérations bancaires et financières (71), une prise de conscience s'est élevée en vue de réglementer différemment des activités devenues complexes et de protéger les investisseurs-consommateurs. « Depuis quelques années, les investisseurs font davantage appel aux marchés financiers, où ils trouvent un éventail élargi de services et d'instruments, dont la complexité s'est accrue. Cette évolution justifie une extension du cadre juridique communautaire, qui doit englober toutes les activités offertes aux investisseurs. » (72) Ce scepticisme et cette volonté de protéger davantage le consommateur de produits financiers se sont renforcés au lendemain d'une des crises financières les plus violentes de l'histoire. Nombre de problèmes ont été mis en exergue et de nombreuses voix se sont élevées en vue de repenser le système financier mondial, de le réformer, de restaurer la confiance des investisseurs et de renforcer la protection du consommateur de produits financiers. « On n'a jamais autant discuté d'éthique, de morale et de déontologie [...]. » (73) Qu'en est-il en pratique ? De quelle façon les cours et tribunaux appréhendent-ils la protection de l'investisseur depuis 2008 ? Confrontés à une législation en perpétuel changement, dans une branche soumise

à différents types de contrôles exercés par différents organismes, comment les juges perçoivent-ils les questions relatives à certains services d'investissement (74).

Nous analyserons certains principes dégagés par la jurisprudence en matière de gestion de fortune, de conseil en investissement et de réception et de transmission d'ordres portant sur des instruments financiers (« execution only »), matière qui a donné lieu, ces dernières années, à une abondante jurisprudence.

Bien que la législation MiFID (75) ait renforcé de manière considérable les obligations protectrices des investisseurs, il est encore difficile de mesurer l'impact de cette législation sur la jurisprudence dans la mesure où les décisions rendues sous l'empire de la nouvelle loi commencent seulement à être rendues.

Après avoir rappelé les principes applicables à la matière, nous analyserons les tendances jurisprudentielles de ces 4 dernières années et nous nous pencherons enfin sur certaines questions particulières qui se posent de manière récurrente en jurisprudence.

Pour certains aspects, notre analyse sera illustrée par des décisions françaises et luxembourgeoises.

§ 1. Quelques rappels des principes

1. Application du droit commun de la responsabilité

Il est de jurisprudence constante que les intermédiaires financiers sont soumis au droit commun de la responsabilité civile. Par conséquent, la simple faute suffit à engager leur responsabilité (76).

La responsabilité du prestataire de services d'investissements vis-à-vis de ses clients revêt le plus souvent une nature contractuelle. En dehors des hypothèses de manquements aux obligations contractuelles, la responsabilité des intermédiaires financiers doit être appréciée conformément aux principes généraux de la responsabilité aquilienne qui découlent des articles 1382 et suivants du Code civil (77).

L'appréciation des cours et tribunaux quant aux actes allégués fautifs demeure marginale. Elle consiste à vérifier si, compte tenu de toutes les circonstances de l'espèce, le gérant ou le conseiller s'est comporté comme un bon professionnel, sans que le juge substitue son appréciation à celle du professionnel et ne se fonde sur des éléments déduits d'analyses postérieures aux faits du litige (78).

En France, le comportement des intermédiaires financiers est également apprécié in abstracto, par comparaison avec celui d'un professionnel avisé, placé dans les mêmes circonstances et compte tenu des stipulations contractuelles. Il s'apprécie au moment où les actes ont été posés, eu égard aux circonstances de l'époque (79).

2. Le demandeur en responsabilité assume la charge de la preuve et le risque du proces y lié

Conformément aux articles 1315 du Code civil et 870 du Code judiciaire, il appartient au demandeur en responsabilité de démontrer l'existence des faits qu'il invoque à l'appui de ses prétentions (80).

Ainsi, en matière de responsabilité – contractuelle ou extracontractuelle – le demandeur doit prouver, avec la certitude requise, l'existence de la faute, du dommage et du lien causal.

À défaut, ou si un doute subsiste, le demandeur doit succomber : « l'incertitude ou le doute subsistant à la suite de la production d'une preuve doivent être retenus au détriment de celui qui a la charge de la preuve » (81).

La matière de la gestion de fortune, du conseil en investissement et de l'exécution des ordres ne fait pas obstacle à ce principe fondamental gouvernant le droit de la responsabilité (82).

3. Le gestionnaire de fortune ou le conseiller en investissement n'assume, en principe, qu'une obligation de moyens

De manière unanime, doctrine et jurisprudence considèrent que – sauf clause contractuelle expresse ou si l'issue de la mission a été garantie de manière certaine (83) ou encore lorsqu'il exécute des opérations techniques, telles la comptabilisation en compte de l'opération (84) – l'intermédiaire n'assume qu'une obligation de moyens (85).

C'est ainsi qu'on estime que si le professionnel doit se comporter comme un mandataire normalement prudent et diligent dans l'exercice de sa mission et gérer en bon technicien, informé de l'évolution des marchés et des perspectives d'avenir des sociétés émettrices, il ne répond, à cet égard, que d'une obligation de moyen (86).

Le Tribunal de première instance de Bruxelles précise que l'intermédiaire « n'assume qu'une obligation de moyen. D'une part, ses prestations font appel à des connaissances et à une appréciation nécessitant une certaine marge de manœuvre. D'autre part, la gestion ou le conseil en instruments financiers est tributaire de facteurs extérieurs indépendants de la diligence apportée à sa tâche par le conseiller ou le gérant dans l'exécution de son mandat » (87).

Dès lors, et conformément aux principes bien connus : « le client de l'intermédiaire doit en conséquence rapporter la preuve que celui-ci a accompli des opérations que n'aurait pas accomplies un professionnel normalement avisé dans les mêmes circonstances » (88).

4. La preuve de la faute ne résulte pas du seul fait que le portefeuille du client ait connu une dépréciation

Il est constant, selon une jurisprudence et doctrine bien établies, que le seul constat que le portefeuille de titres a subi une dépréciation, même importante, n'est pas constitutif de faute compte tenu du caractère aléatoire de l'évolution des marchés financiers (89).

Il ne suffit pas d'affirmer l'existence d'une perte pour induire l'existence d'une faute dans le chef du banquier. La Cour d'appel précise, au sujet du contrat de gestion de fortune, que ce contrat « engendre une obligation de moyen dans le chef du gestionnaire, dès lors que cette gestion est soumise aux aléas des marchés financiers. La simple constatation qu'un portefeuille subit une moins-value, même importante, n'est donc pas constitutive d'une faute » (90).

Autrement dit, le droit de la responsabilité ne peut se muer en une assurance contre le risque boursier pour investisseur déçu ainsi que l'a souligné le Tribunal

de commerce de Bruxelles dans une affaire où le demandeur prétendait répercuter la moins-value de son portefeuille sur son banquier : « son attitude donne l'impression que, désappointé de voir l'effondrement de son portefeuille, il en a déduit que la cause de son dommage ne pouvait résider que dans des fautes de gestion ! ; que si son désappointement après l'euphorie boursière des années 90 est compréhensible, ce n'est pas une raison suffisante pour s'en prendre à son banquier... » (91).

Il appartient donc au demandeur en responsabilité de démontrer, pièces à l'appui, que l'intermédiaire n'a pas mis en œuvre les moyens permettant d'atteindre le résultat escompté.

En France, il est enseigné de la même manière que la théorie de l'aléa financier interdit toute action fondée sur la baisse des cours des titres détenus en portefeuille en l'absence d'une faute caractérisée du gérant (92) (93).

5. La responsabilité de l'intermédiaire doit s'apprécier en fonction du résultat global et non opération par opération

Dès lors que l'activité déployée se réalise dans un contexte aléatoire et est liée à des paramètres non maîtrisables, il est enseigné que la responsabilité de l'intermédiaire doit s'apprécier de manière globale et non pas en épinglant telle ou telle opération (94).

Ceci étant, le Tribunal de commerce de Bruxelles a estimé que « la [société de bourse] conteste le fondement de l'action intentée par les demanderesses, au motif qu'il faut envisager sa responsabilité dans la gestion du portefeuille sur le long terme et non sur une période d'une année. Il ne faut cependant pas confondre la faute et les conséquences de celle-ci, dont il est possible, par une bonne gestion future, qu'elles s'estompent dans le long terme. Les

demandereses démontrent l'existence d'une faute ponctuelle, consistant dans la violation d'obligations contractuelles et légales » (95).

6. La responsabilité du gestionnaire de fortune ou du conseiller en investissement doit s'apprécier en tenant compte de l'horizon de placement convenu

Il est d'usage que les parties à une convention de gestion ou de conseil définissent, lors de l'entrée en relation, l'horizon de placement souhaité par le client. Cet horizon est essentiel dans l'appréciation de la responsabilité de l'intermédiaire dès lors que c'est sur la base de cette durée escomptée que la politique d'investissement sera définie.

La Cour d'appel de Bruxelles souligne à cet égard que « la gestion de fortune est orientée sur le long terme. Il ne peut donc être reproché [au gestionnaire] d'avoir décidé de maintenir les valeurs acquises dans le portefeuille [...]. En toute hypothèse, [le client] ne rapporte pas la preuve que [...] les actions [...] n'ont pas retrouvé leur valeur d'acquisition au terme de la durée d'investissement initialement convenue [...] » (96).

En ce sens, la Cour d'appel de Paris a récemment apprécié la responsabilité d'un gestionnaire de portefeuille en prenant en compte « l'intérêt de son mandant à moyen/long terme, ce qui correspond à la durée d'investissement dans lequel était placé l'objectif défini par les mandats initiaux » (97).

§ 2. L'intermédiaire financier et la crise financière

Nous venons de rappeler que l'intermédiaire financier n'est tenu qu'à une

obligation de moyen et que la qualité des prestations effectuées par un gérant ou un conseiller doit s'apprécier de manière globale et non opération par opération. À cet égard, l'horizon de placement revêt une importance significative dans l'appréciation de la responsabilité des gestionnaires et conseillers.

Par ailleurs, les prestations d'un intermédiaire relèvent d'une appréciation subjective et, sauf à convenir d'une gestion dont la performance est liée à un indice (98), elles impliquent nécessairement une certaine marge de manœuvre. D'autant que la gestion ou le conseil en investissement est tributaire de facteurs extérieurs indépendants de la diligence apportée à sa tâche par le conseiller ou le gérant dans l'exécution de son mandat.

Ceci étant, ces affirmations doivent être nuancées, surtout à l'occasion de la survenance d'évènements particuliers.

Selon certains, dans certaines hypothèses, le droit commun du mandat impose au mandataire de consulter son mandant en cas de difficultés rencontrées dans l'exécution de sa mission ou qui seraient de nature à compromettre les instructions reçues (99).

L'avènement de circonstances particulières, et a fortiori d'une crise financière sans précédent, exige du prestataire une vigilance accrue dans l'exécution de sa mission et, dans une certaine mesure, de renforcer le devoir d'information qui pèse sur lui. Il lui importe d'actualiser sa connaissance des marchés, de suivre attentivement l'évolution des marchés et d'évaluer les conséquences potentielles de la crise (100). Il convient qu'il s'adapte à son environnement.

C'est ainsi qu'il a été admis que la liquidation intégrale du portefeuille n'est pas en soi constitutive d'une faute dans le chef d'un gestionnaire de fortune lorsqu'elle vise à mettre fin à des pertes persistantes dans un marché d'actions en

baisse (101).

À l'inverse, la Cour d'appel de Mons a estimé, rappelant que l'attitude du gestionnaire doit s'apprécier au moment des faits qui lui sont reprochés, que lorsque les marchés financiers connurent des perturbations persistantes en avril 2000, il n'était pas déraisonnable de maintenir momentanément des valeurs en baisse en portefeuille plutôt que d'acter immédiatement des pertes en les vendant. La Cour souligne que « les résultats négatifs d'une gestion, surtout en période perturbée comme le fut celle des années 2000 et 2001, ne sont pas en soi démonstratifs d'une faute commise par le gestionnaire » (102).

En France, une solution similaire a été retenue, la Cour de cassation ayant estimé que n'est pas constitutive d'une faute le fait de ne pas vendre au plus bas dans un contexte d'effondrement des valeurs technologiques (103). La Cour d'appel de Paris a également relevé que la réorientation de la stratégie de gestion d'un portefeuille témoignait de la réactivité du gestionnaire face à l'évolution du marché (104).

Qu'en est-il de la crise de 2008 ? Quel impact a-t-elle eu sur l'appréciation par les Tribunaux des actes posés par les prestataires de services financiers ? (105)

Le Tribunal de commerce d'Hasselt, qui était amené à se prononcer sur la responsabilité d'un banquier à l'occasion d'un investissement en CDO's (Collateral Debt Obligations), a analysé les faits de la cause en rappelant le contexte de la crise : « de verhandeling van de CDO's viel ingevolge de opstekende kredietcrisis vanaf augustus 2007 (onverwacht) stil [...]. Het is vanzelfsprekend niet de bedoeling om in deze procedure het proces te maken van de hele kredietcrisis noch van de teloorgang van de CDO obligaties in het bijzonder. Het gaat om een specifiek dossier waarvan de feitelijkeheden eigen aan dit dossier in concreto moeten worden beoordeeld. Toch mag men niet blind zijn voor de ruimere context waarin de opgang en de teloorgang van de CDO beleggingen zich heeft voorgedaan en de rol die de verschillende protagonisten

daarin hebben gespeeld zoals de banken, de ratingagentschappen, de toezichthouders maar ook het gebrek aan wettelijke regulering van deze instrumenten » (106). Et le Tribunal de conclure en l'absence de manquement de la banque à son devoir d'information concernant les risques des produits.

Dans une affaire dans laquelle le gestionnaire avait investi dans des obligations perpétuelles subordonnées comportant un degré élevé de risque, le Tribunal de commerce de Bruxelles a estimé que « même si dans un environnement financier stable ces obligations ne représentaient que peu de danger, leur nature même devait inciter [l'entreprise d'investissement] à la vigilance une fois la crise financière installée [...] ». De la même manière, le tribunal souligne que « même si [l'entreprise d'investissement] ne pouvait imaginer début 2008 quelle serait l'ampleur de la crise, il résulte des informations données en septembre 2008 qu'elle a entendu profiter de la volatilité du marché des obligations bancaires et savait ou devait savoir à ce stade le danger qu'il comportait. Elle ne peut dès lors, à cet égard, se prévaloir de l'imprévisibilité de la crise pour expliquer les pertes subies sur ce point particulier » (107) (108).

Dans une autre affaire, le Tribunal de première instance de Bruxelles, sans pour autant en tirer des conséquences de manière immédiate dans les développements qu'il consacre à l'évaluation de la faute, rappelle la genèse de la crise financière et l'onde de choc qu'elle a provoquée sur les marchés financiers (109).

Outre l'adaptation des comportements en période de crise, certains estiment que « dans une situation de dégradation des marchés, le rôle du gérant ou du conseiller est important, surtout si cette situation persiste. En cours d'exécution du mandat de gestion, une attention particulière doit être prêtée au conseil, lorsque les circonstances requièrent une réévaluation de la portée du mandat. [...]. En toutes hypothèses, le client doit pouvoir recevoir des explications quant aux conséquences, sur tout ou partie des instruments financiers composant son portefeuille, de la hausse ou de la baisse des bourses » (110).

Cette attention particulière se justifierait d'autant qu'en cas de crise ou de dégradation des marchés, l'investisseur est souvent enclin à mettre un terme à l'investissement (111).

En France, la responsabilité d'un banquier, gérant de portefeuille, a été retenue pour non-respect de ses obligations d'informer correctement ses clients de l'évolution de leur portefeuille en pleine crise financière, privant ces derniers d'une chance de prendre les dispositions nécessaires pour limiter leurs pertes (112).

§ 3. La responsabilité des intermédiaires financiers - Questions choisies

1. La nécessité de conclure une convention écrite et les conséquences de l'absence d'écrit ou des mentions devant figurées dans la convention

Préalablement à l'entrée en vigueur la réglementation MiFID, l'article 8, § 1er de l'arrêté royal du 5 août 1991 (113) stipulait que les gestionnaires de fortune et les conseillers en investissement ne peuvent commencer à prêter leurs services sans avoir établi une convention écrite.

Depuis le 1er novembre 2007 et l'entrée en vigueur de la réglementation MiFID, l'article 27 § 7, alinéa 1er, de la loi du 2 août 2002 impose aux entreprises réglementées de constituer un dossier incluant le ou les documents approuvés par l'entreprise et le client, où sont énoncés les droits et les obligations des parties ainsi que les autres conditions auxquelles l'entreprise fournit des services au client.

L'article 27 § 7, alinéa 2 précise que l'entreprise réglementée qui fournit un

service d'investissement autre qu'un conseil en investissement à un nouveau client de détail, conclut par écrit avec ce client une convention de base, sur papier ou un autre support durable, énonçant les droits et obligations fondamentaux de l'entreprise et du client.

L'article 20 de l'arrêté royal du 3 juin 2007, portant les règles et modalités visant à transposer la directive concernant les marchés d'instruments financiers (114), précise que les entreprises réglementées ne peuvent commencer à prêter des services de gestion de portefeuille à un client de détail avant d'avoir conclu avec celui-ci une convention écrite énonçant les droits et obligations fondamentaux de l'entreprise réglementée et du client ainsi que les autres conditions auxquelles l'entreprise réglementée fournit des services au client, cette exigence n'existant plus à l'égard des conseillers en investissement (115).

Tant la loi ancienne que la législation MiFID ne précisent toutefois pas la sanction attachée à la violation d'une telle obligation.

Une certaine doctrine enseigne que le défaut de convention écrite est sanctionné par la nullité relative de la convention. Cette sanction serait automatique, le client n'ayant pas à apporter la preuve d'un dommage (116).

Il semble cependant que la sanction de la nullité ne peut trouver à s'appliquer de façon automatique (117).

En effet, bien que dans certaines hypothèses le législateur prescrive certaines formalités (118), soit à des fins probatoires, soit à des fins d'information ou de publicité, soit encore comme condition de validité de la convention – le contrat devenant alors un contrat solennel (119) – il importe de rechercher la volonté du législateur lorsqu'il impose la rédaction d'un écrit, la nullité ne s'imposant pas d'emblée comme l'unique sanction (120).

Conformément à la théorie générale des contrats, la nullité peut être prononcée alors même qu'aucune disposition légale ne le prévoit expressément (121). Le juge ne prononce cependant la sanction de la nullité que « s'il apparaît, eu égard à la gravité de l'infraction, que le but et le caractère de la règle violée ou la nature des choses requièrent, en raison, le recours à cette sanction » (122).

Le juge se gardera de prononcer la nullité lorsqu' « elle paraît mal adaptée au milieu de fait où elle aurait à opérer. Mieux vaut alors tolérer l'efficacité de l'acte comme un moindre mal, sauf à user d'une autre sanction pour réprimer l'atteinte qu'il porte au droit » (123).

En matière de gestion de portefeuille et – anciennement – de conseil en investissement, l'écrit semble être exigé à des fins probatoires ou à des fins d'information (124).

Dès lors, avant de prononcer la nullité, le juge doit, compte tenu de l'absence de disposition législative contraire, apprécier l'incidence du non-respect du formalisme avant de prononcer une nullité (125).

Au demeurant, et dans une autre matière, notre Cour suprême a été appelée à censurer un arrêt prononcé par la Cour d'appel de Bruxelles suivant lequel l'absence d'un contrat écrit en violation des articles 23 et 9 de la loi du 16 février 1994 régissant le contrat d'organisation de voyage devait être sanctionnée par la nullité du contrat.

Appliquée à la gestion de portefeuille, la solution dégagée par la Cour de cassation est particulièrement intéressante compte tenu de la proximité conceptuelle des dispositions en cause (126). La Cour de cassation décide que «

les formalités prévues par ces dispositions tendent à protéger les intérêts du voyageur. Leur non-respect peut entraîner une nullité relative que le juge apprécie selon la gravité de l'atteinte portée à ces intérêts. En considérant que les articles 9 et 23 de la loi précitée «imposent, pour la formation du contrat, un formalisme renforcé», qu'ils «ont pour finalité d'assurer la protection du consentement du consommateur» et que «leur non-respect est sanctionné par la nullité du contrat», l'arrêt ne justifie pas légalement sa décision que le contrat est nul et que les défendeurs ont droit au remboursement de leur acompte. Dans cette mesure, le moyen est fondé » (127).

Cet arrêt condamne la thèse suivant laquelle le contrat d'organisation de voyages et le contrat d'intermédiaire de voyages sont des contrats solennels, même pris dans une acception moderne. Force est de constater que la décision de la Cour de cassation est parfaitement transposable à la réglementation relative au contrat de gestion de portefeuille.

Cette interprétation a été retenue par le Tribunal de commerce de Bruxelles au sujet d'un contrat de conseil en placements conclu sous l'égide de l'arrêté royal du 5 août 1991 (128). Le Tribunal rappelle qu'aucune sanction n'a été prévue dans l'arrêté royal et que dès lors, il n'existe, en cette matière pas de formalisme imposé à peine de nullité par la loi, mais un formalisme d'information ayant pour but de protéger le particulier face à l'institution financière. En conséquence, la sanction de la nullité ne s'impose pas au juge qui a le pouvoir de vérifier la gravité de l'atteinte à l'objectif visé par le législateur.

La Cour d'appel de Mons a fait application des principes sus-énoncés en matière de gestion de fortune dans une affaire dans laquelle un client mécontent sollicitait l'annulation de la convention, car celle-ci ne mentionnerait pas les objectifs ni le risque financier admis et parce que le gestionnaire aurait manqué à différentes obligations d'information et de renseignement.

La Cour rappelle que les règles de forme étant destinées à assurer le respect des

règles de fond prévues pour assurer la protection de la partie présumée faible, il appartient au juge d'apprécier, in concreto, si les objectifs poursuivis par la norme imposant un formalisme renforcé ont été méconnus et si la gravité de l'atteinte justifie l'annulation. Ayant rappelé les circonstances de l'espèce, la Cour indique : « il est acquis que, dans les circonstances concrètes de l'espèce, compte tenu des éléments extrinsèques précités ci-dessus, l'objectif de protection du consentement du client poursuivi par le texte légal [...], n'a pas été méconnu et que, partant, il n'y a pas lieu de prononcer la nullité de la convention de gestion de fortune » (129).

Le droit comparé rejette, du reste, l'idée selon laquelle l'exigence d'une convention écrite de gestion de fortune serait prescrite à peine de nullité.

Selon la jurisprudence et la doctrine françaises : « la violation des formalités d'information n'entraîne la nullité que si elle a été expressément prévue par la loi ou entraîne un vice de consentement » (130). En droit français, où l'écrit est, à l'instar de ce qui prévaut en droit belge, exigé par la loi, la jurisprudence admet que cette formalité n'est prescrite qu'*ad probationem*, cette solution, qualifiée de réaliste, étant approuvée par la doctrine (131).

Le droit luxembourgeois admet qu'un contrat de gestion oral puisse lier le banquier gestionnaire et son client, l'écrit ne remplissant qu'une fonction probatoire. « Consensuel, le mandat de gestion se forme ainsi par la seule volonté conjuguée des parties. La forme écrite qui leur est aujourd'hui imposée par les textes ne l'est pas à des fins de validité, mais dans une optique limitée à l'information du client et à la preuve des obligations réciproques. La protection du client ne requiert pas l'anéantissement du lien contractuel. Tout au contraire, l'annulation pourrait dans certaines circonstances lui être préjudiciable et c'est à raison que la jurisprudence s'est orientée vers une voie qui préserve ce lien tout en reconnaissant au client un recours au titre de la responsabilité contractuelle » (132).

2. Le contenu de la convention et la notion d'objectif de placement

Conformément à ce que nous avons indiqué, tant l'arrêté royal du 5 août 1991 que la réglementation MiFID, imposent la conclusion d'un contrat écrit en matière de gestion de portefeuille et définissent le contenu de cette convention.

À différentes reprises, les Cours et tribunaux ont eu l'occasion de se prononcer sur le contenu de la convention, et plus particulièrement sur la notion d'objectifs de placement, non définie par la réglementation.

Par un jugement du 2 septembre 2004, le Tribunal de commerce de Bruxelles a décidé « qu'en sélectionnant l'option portefeuille 'actions', les parties ont clairement défini l'orientation de base de la gestion souhaitée et partant les objectifs poursuivis ; que contrairement à ce que soutiennent les demandeurs, la mention 'actions' jointe au terme 'portefeuille' tend moins à indiquer les instruments de placement envisagés, qu'à qualifier le portefeuille choisi, au même titre que les termes 'défensif, neutre, agressif', qui qualifient d'autres orientations de base » (133).

Le Tribunal de première instance de Bruxelles a, par un jugement du 23 septembre 2004, décidé en sens contraire que la sélection de l'option portefeuille « actions » dans un contrat de gestion de fortune ne suffit pas à définir les objectifs d'un investisseur (134).

Fidèle à sa jurisprudence, le Tribunal de commerce de Bruxelles a rendu, le 17 octobre 2005, un jugement en vertu duquel « en sélectionnant l'option portefeuille 'action', le client a ainsi clairement défini l'orientation de base de la gestion souhaitée et partant les objectifs poursuivis » (135).

En 2008, le tribunal de première instance de Bruxelles, est revenu sur sa jurisprudence en décidant : « Que parmi les quatre propositions d'objectifs de gestion proposées par la défenderesse, [les demandeurs] ont retenu et choisi celles intitulées 'portefeuille neutre' et 'portefeuille agressif' ; [...] Que les demandeurs avaient également la possibilité de mentionner leurs desideratas ; qu'ils ne l'ont pourtant pas fait ; Qu'il peut en être déduit qu'ils n'avaient pas d'autres objectifs que ceux mentionnés dans les conventions » (136).

La Cour de cassation a été amenée à se prononcer à deux reprises (137) sur cette notion suite à deux arrêts rendus par la Cour d'appel de Bruxelles.

Dans un arrêt du 26 septembre 2008, la Cour d'appel de Bruxelles avait décidé qu'aucune « définition légale n'existe de la notion d'objectifs du client » et qu'il « s'agit de l'option du client en matière de risques qu'il est prêt à assumer ».

Dans un arrêt du 26 mars 2009, la Cour d'appel de Bruxelles avait décidé que « l'objectif du client consiste dans l'option en matière de risques que [le client] est prêt à assumer » (138).

La Cour de cassation a cassé ces deux décisions par deux arrêts des 24 février 2011 (139) et 23 juin 2011 (140) aux motifs que les arrêts de la Cour d'appel confondent la notion d'objectifs du client avec celle de risque financier que le client est prêt à assumer et, partant, violent l'article 8 de l'arrêté royal du 5 août 1991.

Ces deux arrêts ont le mérite de clarifier quelque peu la notion d'objectif de gestion et d'apporter une certaine cohérence dans la jurisprudence hésitante de ces dernières années (141).

Compte tenu de la différence conceptuelle entre la notion d'objectif et de risque, la solution à laquelle la Cour aboutit peut se comprendre. « Appelé à gérer pour autrui d'une façon individualisée, le gérant doit pouvoir identifier les finalités particulières qui sous-tendent les choix personnels du client dans le cadre de la gestion. Celles-ci peuvent être variées, simples ou élaborées et leur réalisation peut être attendue pendant toute la durée de la gestion ou à l'issue de celle-ci seulement. Il peut s'agir, par exemple, de conserver une épargne familiale ou spéculer sur une partie de son patrimoine, rechercher un revenu régulier ou tenter un coup financier, placer sur le long terme ou préférer la disponibilité permanente de son portefeuille en vue d'un investissement mobilier. En ce sens, la composition globale d'un portefeuille ou l'orientation à donner à la gestion ne sont jamais, en elles-mêmes, les objectifs du client, mais seulement le moyen supposé de la réalisation de ces objectifs et, par extension, une première esquisse de la stratégie à mettre en œuvre par le gérant » (142).

Cependant, l'enseignement de ces deux arrêts ne semble pas bouleverser la matière de manière significative compte tenu de ce que la Cour de cassation se borne à indiquer que la Cour d'appel ne pouvait définir l'objectif recherché comme étant le risque assumé par le client. Cette solution se comprend, car le texte réglementaire lui-même distinguait clairement les mentions devant figurer dans une convention et notamment les objectifs poursuivis, le risque financier admis et le type d'opérations autorisées.

Bien que, conceptuellement, il existe une différence entre les notions d'objectif d'investissement, de risque financier admis ou d'opérations autorisées, ces concepts sont intrinsèquement liés et les instruments qui feront l'objet de l'investissement ou le risque accepté par le client seront fonction des objectifs de l'investissement. C'est ainsi que l'article 15, § 4, de l'arrêté royal du 3 juin 2007 mentionne que « les renseignements concernant les objectifs d'investissement du client ou du client potentiel doivent, le cas échéant, inclure des informations portant sur la durée pendant laquelle le client souhaite conserver l'investissement, ses préférences en matière de risques, son profil de risque, ainsi que le but de l'investissement ».

Dès lors, s'il paraît réducteur de définir les objectifs du client par une catégorie d'instruments financiers dans laquelle il sera investi, il semble qu'il soit toujours permis, nonobstant les arrêts de la Cour de cassation, de définir l'objectif d'investissement en faisant référence à la stratégie globale de l'investissement, aux instruments financiers faisant l'objet de la convention et, au moins partiellement, au risque que le client est prêt à assumer (143). C'est ainsi que la Cour d'appel de Mons, dans l'arrêt rendu suite à l'arrêt susmentionné de la Cour de cassation du 24 février 2011, a considéré que « le risque financier admis, même s'il s'agit d'une notion distincte des objectifs de gestion du client, est indissociablement lié à ceux-ci et aux instruments de placement » et que le client ne pouvait ignorer « qu'en optant pour un portefeuille composé uniquement d'actions [...] il acceptait une gestion à très haut risque, qui pouvait aussi lui apporter un haut rendement et donc, une forte valorisation de son capital » (144).

3. L'information de l'investisseur

Au sens large du terme, le devoir d'information recouvre différents aspects : information généralisée, spécifique, précontractuelle, contractuelle ou encore devoir de s'informer (145) et constitue dès lors l'un des principaux fondements de la mise en cause de la responsabilité des intermédiaires financiers.

Tant le droit commun que la réglementation financière mettent à charge de l'intermédiaire une obligation d'information.

En vertu du droit commun, sur la base des articles 1382 et 1383 du Code civil en matière extra-contractuelle, et 1134, alinéa 3 du Code civil, en matière contractuelle, le conseiller ou le gérant doit prodiguer une information complète à son client. Il doit communiquer tous les renseignements susceptibles d'éclairer suffisamment et adéquatement le consentement du client. Des explications claires et accessibles doivent être fournies (146). Dans la phase précontractuelle, la bonne foi impose d'informer loyalement l'investisseur sur les circonstances déterminantes.

Par ailleurs, tant la loi du 6 avril 1995 relative au statut et au contrôle des entreprises d'investissement (147) avant l'entrée en vigueur de MiFID, que la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers (148) que l'arrêté royal du 3 juin 2007 (149) mettent à charge de l'entreprise réglementée différentes obligations en matière de délivrance d'information préalablement à la conclusion d'une convention ou au cours de l'exécution de celle-ci.

Compte tenu de l'importance et de la diversité des décisions rendues en cette matière, nous nous bornerons à analyser celles relatives à certains aspects du devoir d'information.

1°) Le devoir de fournir des informations correctes, claires et non trompeuses (150)

L'article 27, § 1er, de la loi du 2 août 2002 met à charge des entreprises réglementées une obligation d'agir de manière honnête, équitable et professionnelle qui serve au mieux les intérêts des clients lorsqu'elles leur fournissent des services d'investissement et/ou, le cas échéant, des services auxiliaires.

L'article 27, § 2, prévoit que toutes les informations, y compris publicitaires, adressées par l'entreprise réglementée à des clients ou à des clients potentiels, sont correctes, claires et non trompeuses. Les informations publicitaires sont clairement identifiables en tant que telles.

À titre liminaire, il importe de souligner que, sur le plan probatoire, la charge de la preuve du devoir d'information repose, selon la majorité de la doctrine et de la

jurisprudence, sur le créancier du devoir d'information, à savoir l'investisseur qui entend imputer un manquement à l'entreprise réglementée (151). « C'est à la cliente qui est demanderesse dans une actions en responsabilité qu'il appartient, conformément à l'article 1315 du Code civil et à l'article 870 du Code judiciaire, de démontrer que les conditions de la mise en cause de la responsabilité, pour défaut d'information suffisante, sont effectivement réunies » (152).

Le Tribunal de commerce de Bruxelles a eu l'occasion de rappeler les principes relatifs au devoir d'information dans une affaire dans laquelle des clients qui avaient signé des conventions de gestion discrétionnaire reprochaient, entre autres, à l'entreprise réglementée, de ne pas avoir respecté le profil et la stratégie convenus, et plus particulièrement d'avoir investi dans des titres qu'ils jugeaient incompatibles avec le type de gestion souscrit (« gestion protégée ») qui, selon les termes de la convention, prévoyait un placement principalement dans des « titres de créance et avoirs monétaires », « principalement de premier ordre », et à large répartition.

Le Tribunal a estimé, au regard de l'article 27 de la loi du 2 août 2002 et de l'article 20 de l'arrêté royal du 3 juin 2007 qui impose au gestionnaire de fortune d'établir une convention prévoyant notamment une stratégie de placement et fournissant les informations sur le type d'instruments financiers susceptibles d'être incorporés dans le portefeuille, que la notion de « premier ordre » pour qualifier les titres pouvant être logés dans le portefeuille n'est pas définie par le contrat, est ambiguë et ne répond donc pas au prescrit de l'article 27 de la loi (153).

À l'occasion d'un investissement litigieux en produits d'assurance-vie de type branche 23, le Tribunal de commerce de Bruxelles a analysé le manquement au devoir d'information invoqué par l'investisseur sur la base du droit commun de la responsabilité extracontractuelle. Le Tribunal a estimé qu'il ne pouvait être question d'un manquement au devoir d'information compte tenu de ce que le client avait reçu et accepté les conditions générales du produit d'assurance et du règlement de gestion du fonds qui y était lié, qui indiquaient clairement qu'il n'y

avait aucune garantie de rendement ni de maintien du capital. « Door de overhandig van deze documenten, opgesteld in duidelijk leesbare taal, voldeed de [bank] aan haar informatieplicht over de kenmerken verbonden aan deze verzekeringsovereenkomsten en de risico's verbonden aan het fonds » (154).

Dans une affaire relative à un contrat de couverture de taux, alors que le client estimait que la banque ne lui avait pas fourni des informations correctes, claires et non trompeuses, en ce qu'elles auraient dissimulé le mécanisme de l'opération et les risques y afférents, le Tribunal a fait état, outre des slides de présentation du produit qui avaient été communiquées au client préalablement à la conclusion du contrat ainsi que des conditions contractuelles, de ce que les parties avaient déjà conclu, quelques années auparavant, une opération similaire en telle sorte que le client ne pouvait raisonnablement invoquer ne pas avoir été suffisamment informé (155).

Dans une autre affaire, le client reprochait à son gestionnaire de ne pas l'avoir informé de ce que certains titres présents dans son portefeuille étaient perpétuels et subordonnés. Il soutenait également que la société de gestion n'avait pas respecté la limite de placement contractuellement convenue, estimant que les obligations perpétuelles subordonnées devaient être assimilées à des actions. Ayant rejeté ce dernier argument en établissant que « si les obligations subordonnées perpétuelles peuvent, pour certains aspects, se rapprocher des actions, elles s'en diffèrent fondamentalement pour d'autres aspects » et « sont donc une forme particulière d'obligations qui ne peuvent en aucun cas être assimilées à des actions », le Tribunal estima que l'entreprise réglementée avait respecté les limites fixées par la convention de gestion et que, s'agissant d'une convention de gestion discrétionnaire, elle n'avait pas à informer le client de manière systématique sur les risques liés aux différents instruments financiers composant le portefeuille (156).

Il est intéressant de noter que, dans l'appréciation du manquement au devoir d'information, le Tribunal tient compte de la qualité de l'investisseur en soulignant que le client « était un homme d'affaires avisé, habitué aux

placements financiers et s'intéressant à la bourse : qu'il pose ainsi des questions très pointues, utilise un vocabulaire financier précis, propose des achats de titres qui lui paraissent intéressants [...] ».

On constate que, dans l'appréciation du manquement au devoir d'information, les connaissances du client ont une certaine importance.

Préalablement à l'entrée en vigueur de la réglementation MiFID, à défaut de définition légale, la jurisprudence appliquait certains critères afin de catégoriser les investisseurs.

Est profane l'investisseur qui doit, en raison de son ignorance, faire confiance au professionnel qu'il consulte. En revanche, est averti l'investisseur qui a réalisé, en toute conscience des risques encourus, de nombreuses opérations sur un seul titre depuis plusieurs années (157).

Les cours et tribunaux se sont prononcés à de nombreuses reprises sur la qualité de l'investisseur lorsqu'il semble disposer de connaissances professionnelles :

– un homme d'affaires avisé, habitué aux placements financiers et s'intéressant à la bourse est créancier d'une information moindre que celle due à un profane, même s'il n'a pas de compétence particulière en gestion de fortune (158) ;

– celui qui est aguerri à la problématique des taux de change parce qu'il a passé des ordres en bourse contre des devises étrangères et qui est un habitué des marchés à risque, est un investisseur averti (159) ;

– la personne qui est habituée des marchés et qui ne confie à un intermédiaire qu'un mandat limité est un investisseur averti (160).

Après l'entrée en vigueur de la réglementation MiFID, bien que la législation se soit pourvue d'une classification formelle des investisseurs, certains considèrent que « les qualités propres à chaque client de détail devraient continuer à être prises en compte par le jurisprudence pour apprécier la faute issue de la violation des règles de conduite ou la faute de droit commun » (161).

C'est ainsi que la Cour d'appel de Mons a jugé, dans une affaire où le client reprochait à la banque de ne pas l'avoir suffisamment informé sur les risques liés à un investissement en actions, que le client « n'était pas ignorant des services qui pouvaient être apportés par un gestionnaire de fortune et des risques inhérents aux investissements financiers. Il est diplômé de l'ICHEC, a assumé personnellement la gestion des placements financiers et était mieux informé qu'un investisseur «lambda», du fait de sa formation universitaire, du fonctionnement des marchés boursiers et des risques qui sont inhérents aux investissements financiers » (162).

De la même manière, dans une affaire où le client estimait que les documents transmis pré-contractuellement ne lui avait pas permis de se faire une idée précise des engagements de l'intermédiaire, le Tribunal de première instance de Bruxelles a apprécié le manquement allégué en relevant que le client était directeur général d'une société anonyme générant un chiffre d'affaire de plusieurs dizaines de millions d'euros et qu'il lisait la presse spécialisée (163).

Les connaissances et caractéristiques du client semblent également être un critère d'appréciation de la faute en France et au Luxembourg.

En France, le devoir d'information a également fait l'objet d'une abondante

doctrine et jurisprudence.

Aussi bien avant (164) qu'après la transposition de la directive MiFID (165), les intermédiaires fournissant des services d'investissement sont tenus à l'égard de leurs clients ou leurs clients potentiels à une obligation générale d'information relative aux services proposés et aux risques auxquels ces investisseurs s'exposent en recourant à ces services (166).

À cette obligation générale d'information, s'ajoute, dans certains cas, une obligation de mise en garde, non sur les risques de pertes, mais sur les risques liés au recours à des services ou à des instruments inadaptés en ce qui concerne les services autres que le conseil en investissement ou la gestion de portefeuille pour le compte de tiers.

D'une manière générale, la jurisprudence française fait dépendre les obligations mises à charge des intermédiaires d'une part de la vulnérabilité de l'investisseur (il convient que celui-ci ne soit pas averti) et, d'autre part, du critère spéculatif de l'opération.

En ce qui concerne la notion d'investisseur averti, la jurisprudence française s'est efforcée de définir les contours de cette notion en prenant en considération trois principaux critères : la compétence professionnelle de l'investisseur, son expérience acquise, et les connaissances dont il a fait part à l'intermédiaire. Il s'agit de rechercher si l'investisseur avait les connaissances suffisantes lui permettant de prendre la mesure du risque, c'est-à-dire du potentiel de perte, attaché aux opérations.

En ce qui concerne le caractère spéculatif d'une opération, il convient de souligner que la nature du risque encouru détermine l'obligation mise à charge de l'intermédiaire.

Ainsi, il a été considéré qu'à l'occasion d'une opération de swap de taux d'intérêt, compte tenu de « la particulière simplicité de l'opération de «swap» d'intérêts convenue », il n'y avait aucune obligation de mise en garde, mais une simple obligation générale d'information (167). Cependant, cette décision concernait des opérations dans lesquelles l'investisseur (une collectivité locale), endetté à taux variable, payait à la banque un taux fixe plafonné. L'importance que semble attacher cette décision à la simplicité de l'opération pourrait laisser à penser, a contrario, qu'une opération plus complexe serait susceptible d'être considérée comme étant spéculative (168).

C'est ainsi qu'en présence d'opération non spéculative, la Cour de cassation française estime que l'intermédiaire n'a d'autre obligation que de délivrer à son client une information qui doit être non seulement sincère et complète mais aussi adaptée au client (169), sans avoir une obligation de mise en garde contre le risque encouru. « Sauf convention contraire, le prestataire de services d'investissement qui tient un compte-titres n'est pas tenu, en l'absence d'opérations spéculatives, de mettre en garde son client contre les risques de pertes inhérents à l'évolution du cours des titres financiers objets des ordres de vente dont ce dernier prend l'initiative » (170). Il importe en tout état de cause que l'intermédiaire procède à l'évaluation de la compétence de son client s'agissant de la maîtrise des opérations spéculatives envisagées et des risques encourus dans ces opérations et qu'il puisse être établi que le client a fourni une information adaptée en fonction de cette évaluation (171).

Sur ce dernier point, la Cour de cassation estime que la preuve du respect de cette obligation ne peut résulter de la simple mention, signée par le client, par laquelle il déclare être un investisseur qualifié et disposer des connaissances suffisantes pour pratiquer des opérations spéculatives sur les marchés boursiers (172).

En ce qui concerne les opérations spéculatives, l'intermédiaire est tenu à une obligation de mise en garde. Cependant, cette obligation sera à nouveau fonction

de la qualité de la personne qui souscrit à l'opération : l'intermédiaire financier n'est pas tenu de délivrer l'information à celui qui la détient déjà (173).

Enfin, il convient de souligner que, en ce qui concerne le régime probatoire, la doctrine et la jurisprudence française exposent que « c'est à celui qui est légalement ou contractuellement tenu d'un devoir d'information ou de conseil d'établir qu'il a satisfait à son obligation » (174).

Au Luxembourg, l'entreprise réglementée est également astreinte à un devoir d'information (175) et différentes décisions ont également été rendues en la matière.

C'est ainsi que le Tribunal d'arrondissement de Luxembourg a rappelé que, « quelques soient les relations contractuelles entre un client et sa banque, celle-ci a le devoir de l'informer des risques encourus dans les opérations spéculatives sur les marchés à termes, hors le cas où il en a connaissance. Cette obligation est de moyen et dépend donc directement du client, selon qu'il est averti ou non » (176) (177).

Dans une affaire où une ressortissante italienne avait ouvert un compte auprès d'une banque luxembourgeoise et lui avait confié un mandat de gestion discrétionnaire, la cliente avait donné ordre à la banque d'effectuer des placements plus risqués que ce que le mandat de gestion prévoyait. Une dizaine d'années après la passation des ordres, la cliente avait subi d'importantes pertes sur les produits dont question et avait mis en cause la responsabilité de la banque. La Cour d'appel de Luxembourg a estimé que « le seul fait d'accepter des ordres du client dans le cadre d'une gestion discrétionnaire ne constitue pas une faute dans le chef de la banque. En acceptant de tels ordres, elle est cependant tenue d'informer le client sur les risques et les aléas des opérations envisagées, surtout si lesdits investissements divergent des critères fixés dans le contrat de gestion discrétionnaire [...] » (178).

2°) Le devoir de l'intermédiaire de connaître son client

Les articles 27, §§ 4 à 6 de la loi du 2 août 2002 définissent les obligations de l'entreprise réglementée de s'informer sur son client afin d'évaluer l'adéquation d'un service de gestion de portefeuille ou de conseil en investissement (« suitability test ») et celui d'évaluer le caractère approprié d'autres services (« appropriateness test »).

En ce sens, l'article 15, § 1er de l'AR du 3 juin 2007 précise que : « L'entreprise réglementée doit obtenir de ses clients ou clients potentiels toute l'information nécessaire pour que l'entreprise connaisse les faits essentiels les concernant et dispose d'une base suffisante pour considérer, compte tenu de la nature et de l'étendue du service fourni, que la transaction qu'elle entend recommander ou engager dans le cadre du service de gestion de portefeuille qu'elle fournit satisfait aux critères suivants :

- a) elle répond aux objectifs d'investissement du client en question ;
- b) elle est telle que le client est financièrement en mesure de faire face à tout risque lié à l'investissement, compatible avec ses objectifs d'investissement ;
- c) elle est telle que le client possède l'expérience et les connaissances nécessaires pour comprendre les risques inhérents à la transaction ou à la gestion de son portefeuille. »

Comme corollaire à ce devoir d'investigation, le client doit participer activement

à la récolte d'informations et ne pas rester passif (179).

Dans une affaire relative à un contrat de couverture de taux, alors que le client reprochait à la banque de ne pas avoir établi de profil d'investissement, le Tribunal de commerce de Bruxelles a ainsi jugé que, en dépit de l'absence de test de suitability, la banque n'avait commis aucun manquement à la réglementation MiFID dans la mesure où elle disposait d'informations nécessaires pour vérifier le caractère approprié du placement compte tenu, entre autres, de ce que le client avait réalisé auparavant une opération similaire (180). Le Tribunal indique par ailleurs que le client « reste en défaut d'indiquer en quoi le contrat de couverture de taux litigieux serait inadéquat ».

On estime par ailleurs que la mention, dans le contrat, en vertu de laquelle la banque s'est informée de l'expérience et des objectifs du client fait présumer que l'obligation a été respectée. C'est ainsi que la Cour d'appel de Mons, à l'occasion de l'examen de différents manquements invoqués par un client à l'encontre du mandat de gestion qu'il avait confié à sa banque, a tenu compte du fait que la convention prévoyait, en son préliminaire, que la « banque a demandé au client les informations utiles sur son expérience en matière d'investissement et ses objectifs en ce qui concerne les services demandés à la banque » (181).

3°) Le devoir du client de s'informer auprès de l'intermédiaire

A côté du devoir d'information de l'entreprise réglementée et de l'obligation de récolter auprès de son client les informations nécessaires en vue de fournir le service d'investissement, on estime que le client a également le devoir de s'informer auprès de l'intermédiaire (182).

À l'occasion d'un investissement litigieux en CDO's en dehors de toute convention de gestion ou de conseil, le Tribunal de commerce de Bruxelles a

estimé que « de son côté, le client est tenu de recueillir l'information que chaque contractant est raisonnablement tenu de recueillir, à savoir les données qui soit ressortent du domaine public soit peuvent être recueillies par lui-même, selon ses moyens, sa qualité et son expérience » (183). Le Tribunal a considéré que lorsqu'il apparaît que le prospectus fournit une explication claire concernant le fonctionnement du produit, de sorte qu'il permet d'en déterminer les risques, les investisseurs qui ont omis de s'informer dûment et de consulter le prospectus ne peuvent invoquer une erreur excusable.

Dans une autre affaire, le Tribunal a jugé qu'il pesait également sur l'investisseur un certain devoir de prudence et qu'il peut être attendu d'un investisseur normalement prudent que, préalablement à un investissement, celui-ci prenne connaissance des caractéristiques et des risques liés à cet investissement, et des documents contractuels qu'il déclare accepter (184).

Au Luxembourg, on estime de la même manière qu'il incombe au client certains devoirs. La Cour d'appel de Luxembourg a ainsi estimé que le client « avait l'obligation de réceptionner régulièrement les documents mis à sa disposition, d'en prendre connaissance et de les vérifier. Les appelants, qui selon leurs propres indications, ont estimé une réception annuelle de courrier suffisante, ne sont pas à considérer comme s'étant un tant soi peu consciencieusement et prudemment acquittés de cette obligation. Un intérêt plus grand par eux manifesté pour leurs opérations spéculatives eût pu prévenir les carences et conséquences dont ils se plaignent » (185).

Cette dernière considération soulève la question de la ratification du client sur les opérations réalisées en l'absence de contestation à la réception des bordereaux ou rapports de valorisation du portefeuille à laquelle nous consacrons le paragraphe suivant.

4. Transaction sur instruments financiers et ratification tacite

Une jurisprudence bien établie estime que l'absence de contestation à la réception du bordereau (ou du relevé de compte) constatant l'exécution de l'opération vaut preuve de consentement du client sur l'opportunité de celle-ci ou sa conformité par rapport aux instructions du client (186). Bien que le délai dans lequel le client doit protester l'opération s'apprécie au cas par cas, on estime que cette protestation doit avoir lieu rapidement (187), le point de départ du délai de protestation étant la date de réception ou de mise à disposition du client du document établissant l'opération.

S'il ne fait aucun doute que la ratification tacite des opérations trouve à s'appliquer en matière d'ordre de bourse, et plus particulièrement en cas d'ordre verbal donné par téléphone, la question est parfois discutée en matière de gestion de fortune.

Une partie de la doctrine et de la jurisprudence considère que le client, ayant mandaté un gestionnaire de fortune, n'est pas tenu de surveiller les documents qui lui sont adressés ou l'évolution de son compte (188), sauf s'il a reçu des mises en garde (189). L'approuvé implicite ne pourrait être applicable à la gestion discrétionnaire où le client ne prend pas l'initiative de donner des ordres (190).

Une autre partie de la doctrine soutient que le client garde l'obligation de s'informer et de vérifier les documents qui lui sont adressés et que l'absence de réaction constitue une ratification implicite de la gestion (191).

La Cour d'appel de Bruxelles a jugé en ce sens qu'« à bon droit, le premier juge considère que si [un article de la convention (192)] ne prive pas nécessairement les demandeurs de toute possibilité de contestation du mode de gestion adoptée [...], l'absence de réaction de M. et Mme D., jusqu'au mois d'août 2001, constitue, à tout le moins, une présomption complémentaire de ce que la

structure de leur portefeuille était jusque-là conforme à leur attente » (193). Il semble que la Cour d'appel soit parvenue à concilier les positions antagonistes rappelées ci-dessus en interprétant le silence des clients comme une présomption de leur assentiment à la composition du portefeuille sans pour autant les priver de toute possibilité de contestation ultérieure (194).

Dans une autre affaire, alors qu'un client reprochait un manque de diversification de son portefeuille géré discrétionnairement, la Cour d'appel de Mons a apprécié les faits en indiquant que le client n'avait « formulé aucune observation relativement à la composition de son portefeuille, dans le cours de l'exécution du contrat, alors qu'il avait été avisé par les évaluations de son portefeuille et les rapports de gestion, comprenant un descriptif des actions, qui lui étaient remis très régulièrement [...] » (195).

Au Grand-duché de Luxembourg, alors que des clients contestaient des opérations jugées spéculatives réalisées par la banque dans le cadre d'un contrat de gestion, la Cour d'appel a indiqué que « le silence gardé à la réception des relevés de compte vaut approbation tacite des écritures et des conditions appliquées et le client, qui ne conteste pas les opérations réalisées par le mandataire, dès qu'il en est informé, est présumé avoir ratifié les engagements passés ». La Cour nuance cependant en précisant que « cette approbation n'a que des vertus probatoires et ne saurait régulariser une erreur matérielle du banquier, ni une faute caractérisée, telle la mauvaise exécution d'un ordre ou d'autres irrégularités. L'approbation tacite a pour effet de reconnaître l'existence d'une opération antérieure, de prouver l'acceptation des conditions de fonctionnement du compte ou de prouver un mandat donné à la banque » (196).

Dans le cadre d'une affaire où le client contestait l'existence d'une relation de gestion discrétionnaire faute d'avoir signé un mandat de gestion, le Tribunal d'arrondissement de Luxembourg a considéré que « la ratification, fut-elle tacite, des extraits de compte qui établissent que la défenderesse a discrétionnairement géré le compte, empêche cependant le requérant de contester la réalité de la gestion discrétionnaire par la banque et l'existence d'un mandat en ce sens [...] ».

C'est nécessairement la banque qui a choisi les titres servant d'investissement, puisqu'il ne résulte d'aucun ordre de placement versé par la demanderesse, [qu'elle] aurait opéré ce choix [...]. La demanderesse a du moins tacitement ratifié cette façon de faire, omettant de protester contre les extraits de compte qui établissent la gestion discrétionnaire de la défenderesse » (197). La Cour d'appel de Luxembourg a confirmé ce jugement par un arrêt du 27 novembre 2008 (198).

En France, alors qu'un client reprochait à une société de gestion l'absence de compte rendu de gestion avant l'année 2000 et l'insuffisance des informations communiquées dans les comptes-rendus subséquents, la Cour d'appel a retenu, parmi d'autres éléments, pour écarter les prétentions du client, l'absence de protestation pendant l'exécution des contrats (199).

Observations finales

Pendant la période visée pour la présente contribution, deux matières ont fait l'objet d'interventions législatives importantes : celles des services de paiement (200) et celles des instruments financiers (201).

Quelques décisions de jurisprudence ont été prononcées en application de ces nouvelles réglementations, mais il faudra attendre encore quelques années pour porter une appréciation plus globale sur la manière dont ces nouveaux textes sont appliqués. Ceci étant, plusieurs décisions prononcées pendant la période concernée, sous les anciens régimes législatifs, peuvent, dans une certaine mesure inspirer les solutions de demain.

En matière de transfert électronique de fonds, la problématique des responsabilités en matière de perte, de vol et d'utilisation frauduleuse de l'instrument concerné fait l'objet de beaucoup de débat,

principalement sur la notion de « négligence grave » du titulaire de la carte et la manière d'en rapporter la preuve par le biais de présomptions. Les juridictions ont aussi rappelé que les clauses et conditions générales bancaires relatives à ce qu'il y a lieu d'entendre par « négligence grave » doivent respecter non seulement la loi sur les services de paiement, mais aussi la loi sur les pratiques du marché et la protection du consommateur.

La jurisprudence reste aussi nombreuse en matière de virements sans ordre régulier, de faux virements ou de virements falsifiés ou exécutés par erreur.

La loi sur les services de paiement (articles 36 et 37) a cependant mis fin à quelques controverses en cas d'opération de paiement non autorisée en prévoyant l'obligation pour le prestataire de service de paiement du payeur de rembourser immédiatement (et à certaines conditions) le payeur du montant de l'opération litigieuse.

En ce qui concerne les virements erronés, l'article 49

tranche aussi la controverse en ce qu'il prévoit qu'un ordre de paiement exécuté conformément à l'identifiant unique est réputé dûment exécuté pour ce qui concerne le bénéficiaire indiqué par l'identifiant unique.

En matière de crédit, la liberté du banquier d'octroyer ou non un crédit sollicité a été rappelée. Il en va de même des obligations du banquier : devoir de s'informer des capacités de remboursement du candidat emprunteur, devoir de contrôle et de surveiller l'évolution du crédit, devoir d'information du client... La jurisprudence en matière de dénonciation de crédit a confirmé les principes connus, qu'il s'agisse de l'obligation de respecter un préavis, de la nécessité de motiver une décision de rupture sans préavis pour faute grave ou du devoir d'éviter tout abus de droit...

En matière d'opérations sur instruments financiers, nous avons observé que, suite à la transposition de la réglementation européenne (MiFID) qui tend à offrir aux investisseurs un degré élevé de protection adapté aux particularités de chaque catégorie d'investisseurs, les principes régissant la mise en cause de la

responsabilité des entreprises réglementées sont restés dans une large mesure inchangés et les principes dégagés jusqu'à présent devraient pour l'essentiel continuer à s'appliquer à l'avenir.

Nous avons également constaté que la crise économique et financière a engendré nombre de litiges à l'occasion desquels les Cours et tribunaux ont réaffirmé ces différents principes conformément à la jurisprudence bien établie. C'est ainsi que, bien qu'on attende d'un intermédiaire une vigilance accrue en cas de troubles sur les marchés, la jurisprudence a rappelé qu'il ne reposait sur eux qu'une obligation de moyen, que les résultats négatifs d'un portefeuille n'étaient pas en soi démonstratifs d'une faute et que le comportement d'un intermédiaire devait nécessairement s'apprécier au moment où les actes critiqués ont été posés et non ex post.

Outre ces principes, certaines questions ayant fait l'objet de controverses ont été analysées.

En premier lieu, en ce qui concerne la sanction

attachée à l'absence de convention écrite ou de mention légale dans une convention, il semble que la jurisprudence la plus récente et le droit comparé rejettent l'idée selon laquelle la nullité s'applique automatiquement, sans que le client n'ait à apporter la preuve d'un dommage.

Concernant le contenu de la convention et la notion d'objectif de placement du client, nous avons observé que, par deux arrêts successifs, la Cour de cassation n'a pas bouleversé la matière de façon significative, l'arrêt rendu par la Cour d'appel de Mons ayant confirmé le lien indissociable entre le risque financier admis, les objectifs du client et les instruments de placement.

En outre, en matière d'information de l'investisseur, nous avons rappelé certaines obligations pesant sur les entreprises réglementées. On constate que la jurisprudence appréhende le devoir de fournir une information correcte, claire et non trompeuse au regard de l'expérience et des connaissances du client. Concernant le devoir de connaître son client, il est tenu compte de l'expérience et des relations que l'entreprise a entretenues auparavant avec son client.

La jurisprudence a également eu l'occasion de rappeler qu'il reposait sur l'investisseur un devoir de s'informer et une certaine obligation de prudence.

Enfin, en ce qui concerne la ratification des opérations en cas d'absence de contestation suite à la réception d'un bordereau ou de relevé de compte, la jurisprudence tient compte de l'absence de réaction du client pour apprécier les manquements reprochés à l'intermédiaire.

-

(1) Dans le cadre de cette contribution, nous nous limitons au seul cas de responsabilité lors de la perte, du vol et de l'utilisation frauduleuse d'un instrument de transfert électronique de fonds. La jurisprudence récente a eu l'occasion de se pencher sur d'autres cas de responsabilités comme par exemple les conséquences d'un retard d'inscription et de comptabilisation d'opérations sur le compte bancaire du titulaire d'un tel instrument (Liège, 30 avril 2007, R.D.C., 2009, p. 17 et note J.P. Buyle et M. Delierneux) ou les conséquences de l'envoi postal d'une carte de débit (Civ. Liège (7e chambre) 30 septembre 2010, M.E. C/ SA Crédit Agricole, RG 09/5415/A, inédit).

(2) Doc. parl., Ch., session 2009-2010, 52-2179-004, p. 18.

(3) T. Lambert, « La loi du 17 juillet 2002 relative aux opérations effectuées au moyen d'instruments de transfert électronique de fonds », R.D.C., 2003, n° 34, pp. 582-583.

(4) Bruxelles, 23 juin 2011, NJW, 2011, p. 619, D.C.C.R., 2012, p. 120 et note R. Steennot.

(5) Bruxelles, 13 septembre 2005, D.C.C.R., 2007, p. 86 ; en ce sens Cass. Com.

F. 21 septembre 2010, Banque & Droit, nov.-déc. 2010, p. 20.

(6) Bruxelles, 4 octobre 2005, D.C.C.R., 2007, p. 92 et note F. Domont-Naert, A.L. Evrard, la négligence grave à l'épreuve des faits.

(7) Comm. Bruxelles, 27 novembre 2006, Dr. ban et fin., 2007/II, p. 137 et note.

(8) Comm. Bruxelles (10e chambre) 20 septembre 2012, Mme L c/ING Belgique, RG A/11/06341, inédit.

(9) Justice de paix de Bruxelles (2e canton) 7 juillet 2006, Droit banc. et fin., 2007,II, p. 134.

(10) Bruxelles, 23 juin 2011, NJW, 2011, p. 619, D.C.C.R., 2012, p. 120 et note R. Steennot.

(11) Avis du collège de médiation, rapport 2007, p. 25 et avis 2006, 0998.

(12) Civ. Liège (7e chambre), 25 janvier 2012, M. Th.c/SA ING Belgique, inédit, RG 11/1575/A.

(13) Prés. Comm. Namur (cess.), 29 août 2010, ASBL Test Achats c/ SA ING Belgique, RG A/11/00819, inédit.

(14) Par contre, la clause qui qualifie comme négligence grave du client tout comportement ne respectant pas l'obligation de confirmer par écrit sa notification de perte et celle de faire une déclaration ou de déposer plainte à la police sont contraires à l'article 36 LSP.

(15) Bruxelles, 19 juin 2008, R.D.C., 2010, p. 117 et note M. Delierneux et J.P. Buyle, D.A.O.R., 2009, p. 167 et obs. A. Vandoolaeghe, « Het aanvaarden van kredietkaarten : een gevaarlijke onderneming voor handelaar ? ».

(16) Cette décision est conforme à la jurisprudence antérieure de la Cour (Bruxelles, 19 décembre 2006, RG 2004/AR/1715 ; Bruxelles, décembre 2007, RG 2005/AR/1411). Elle a été confirmée postérieurement (Bruxelles, 10 mars 2009, Dr. banc. fin., 2009, p. 173 et obs. R. Steennot ; comp. Bruxelles, 29 janvier 2009, R.D.C., 2011, p. 291 et note P. De Jonckheere).

(17) Bruxelles, 13 janvier 2009, R.D.C., 2011, p. 277 et obs. M. Delierneux et

J.P. Buyle.

(18) Bruxelles, 14 mars 2008, J.L.M.B., 2010, p. 916, R.D.C., 2010, p. 109 et obs. O. Stevens ; cf. aussi Civ. Bruxelles 29 janvier 2007, R.D.C., 2009, p. 11 et obs. A.P. André-Dumont.

(19) Bruxelles, 9e chambre, 10 novembre 2011, K. c/ KBC Bank, inédit, RG 2007/AR/1413.

(20) Bruxelles, 9e chambre, 10 novembre 2011, loc. cit.

(21) Bruxelles, 20 décembre 2005, R.D.C., 2007, p. 58 et obs. J.P. Buyle et M. Delierneux.

(22) Cons. not. Bruxelles, 18 novembre 1999, R.D.C., 2000, p. 680 et obs. J.P. Buyle et M. Delierneux ; Anvers, 12 janvier 2006, Dr. banc. bin. 2006, p. 61, Civ. Bruxelles, 29 mars 2004, R.D.C., 2006, p. 79 ; Civ. Bruxelles, 29 janvier 2007, R.D.C. 2009, p. 11 et obs. A.P. André-Dumont.

(23) Une telle clause constitue clairement une dérogation tant à l'article 1239 du Code civil qu'à l'obligation de restitution du banquier. Elle est valable puisqu'elle n'a pas pour effet de réduire à néant les obligations du banquier, puisqu'elle maintient l'obligation essentielle de comparer la signature de tous les ordres reçus avec celle que le client a déposé à titre de specimen. La clause maintient la responsabilité de la banque en cas de dol ou de faute lourde et est dès lors conforme à l'article 32, point 11 LPCC. (Bruxelles, 9e chambre, 10 novembre 2011, K c/KBC Bank, inédit RG 2007/AR/1413). Pour un cas d'application où la vérification du banquier a été considérée comme fautive, cons. Civ. Bruxelles (24e chambre) 6 janvier 2012, F/ING België, inédit, AR 08/8938/A (« aangezien zelfs en een snel, normaal aandachtig onderzoek de onregelmatigheid van de opdracht aan het licht diende te brengen, is er geen sprake is van enige geldige exoneratie, zelfs wanneer toepassing wordt gemaakt van artikel 19, lid 1 en lid 2 van het algemeen reglement der verrichtingen »).

(24) Anvers, 12 janvier 2006, Dr. banc. fin., 2006, p. 61.

(25) Civ. Bruxelles, 29 janvier 2007, R.D.C. 2009, p. 11 et obs. A.P. André-Dumont.

(26) Bruxelles, 14 mars 2008, R.D.C., 2010, p. 109 et obs. O. Stevens ;

J.L.M.B., 2010, p. 916.

(27) Comm. Bruxelles (2e chambre) 8 avril 2010, BVBA /NV Bank Europe, inédit AR7269/10.

(28) G. Hennard, « Loi sur les services de paiement : l'exécution des opérations de paiement. Responsabilité en cas d'inexécution ou d'exécution incorrecte des opérations de paiement, Services de paiement, la nouvelle réglementation passée au crible », Cahier AEDBF Belgium 23, Anthémis, 2011, p. 170.

(29) Ch. Winandy, « Contribution à l'étude sur la nature juridique du virement », Rev. banc fin. 2002, p. 200, n° 44 ; J.P. Buyle et M. Delierneux, obs. sous Comm. Bruxelles, 30 septembre 2004, R.D.C., 2006, p. 84.

(30) Anvers, 3 octobre 2002, R.W. 2003-2004, p. 1307 ; Comm. Bruxelles, 13 janvier 1992, R.D.C., 1993, p. 980 et obs. J.P. Buyle et X. Thunis ; Civ. Liège 5 novembre 2009, Dr. banc. et fin., 2009, p. 347 et note M. De Muynck ; C. Alter, Droit bancaire général, Larcier, Bruxelles 2010, p. 303, n° 429.

(31) Nous n'examinerons pas dans le cadre de cette contribution la problématique des crédits réglementés, régis par des lois particulières (loi du 12 juillet 1991 relative au crédit à la consommation et loi du 4 août 1992 relative au crédit hypothécaire).

(32) Bruxelles, 6 février 2007, R.D.C., 2009, p. 26 et obs. R. Hardy ; Dr. banc. et fin. 2008/II, p. 176.

(33) Bruxelles, 9e chambre, 5 mai 2011, Fortis Banque/Hotel Evergreen et S, inédit, RG 2008/AR/1031.

(34) Liège, 9 septembre 2010, J.L.M.B., 2012, p. 1183, R.G.A.R., 2011, 14757.

(35) Comp. « Le non-commerçant qui demande un crédit ne peut invoquer par la suite que l'octroi de ce crédit constitue une faute dans le chef du donneur de crédit. Il est censé connaître mieux que quiconque sa trésorerie et sa capacité de remboursement » (Gand, 8 avril 2009, R.A.B.G., 2009, liv. 15, 1027).

(36) Mons, 6 janvier 2010, J.L.M.B., 2010/20, p. 939.

(37) Bruxelles (9e chambre) 13 février 2009, Grand Henry C/Fortis Banque,

inédit RG 2006/AR/1765.

(38) Bruxelles, 6 septembre 1999, R.D.C., 2000, p. 703 et note J.P. Buyle et M. Delierneux.

(39) CSJ Luxembourg, 23 mai 2001, DAOR, 2003/66, p. 62 ; Civ. Charleroi, 8 juin 2000, RDC, 2001, p. 781 et note J.P. Buyle et M. Delierneux.

(40) Civ. Charleroi, 8 juin 2000, R.D.C., 2001, p. 781 et note J.P. Buyle et M. Delierneux.

(41) Bruxelles, 6 septembre 1999, loc. cit.

(42) Mons, 20 mai 2008, R.D.C., 2010, p. 131 et note J.P. Buyle et M. Delierneux.

(43) Comm. Bruxelles, 8 novembre 2002, R.D.C., 20042, p. 169.

(44) Civ. Charleroi, 8 juin 2000, loc. cit.

(45) Le devoir de renseignement est la réponse à une demande d'information.

(46) Mons, 20 mai 2008, loc. cit.

(47) Cass. Com. Fr. 20 juin 2006, D. 2006, AJ, p. 1887 et obs. X. Delpech ; Cass. Com. Fr. 3 mai 2006, D. 2006, AJ, p. 1445 et obs. X. Delpech.

(48) Cass. Civ., 27 juin 2005, Rev. Dr. Banc., 2005, p. 185.

(49) Cass. Civ., 2 novembre 2005, D., 1995, p. 3081 et Cass. Civ., 21 février 2006, D2006, p. 1887.

(50) Cass. Com. 11 mai 1999, Rev. Trim. Dr. Com., 1999, p. 773.

(51) Cass. Com. 18 février 1997, Bull. civ. IV, p. 46.

(52) Cass. Com. 3 mai 2006, D2006, p. 1445 ; Cass. Com 20 juin 2006, D., 2006, p. 1887.

(53) Cass. (chambre mixte) 29 juin 2007, www.courdecassation.fr ; cass. Civ. 18 février 2009, Banque & Droit, mi-juin 2009, p. 25.

(54) Cass. Com. 11 décembre 2007, Banque & Droit, mars-avril 2008, obs. Th. Bonneau.

(55) Cass. Civ. 18 septembre 2008, www.courdecassation.fr

(56) J.P. Buyle, M. Delierneux, obs. sous Liège 8 février 2005, R.D.C., 2007, p. 68.

(57) J.J. Daigre, « L'information de l'investisseur sur les marchés spéculatifs », Rev. banc. fin. 2002, p. 352 ; A. Zenner, L.M. Henrion, « La responsabilité du banquier dispensateur de crédit en droit belge », J.T., 1984, p. 475.

(58) Bruxelles (9e chambre) 29 mai 2007, SA Immobilière Botton Groupe c/ Fortis Banque, Dexia Banque et CBC Banque, inédit RG 2003/AR/440.

(59) Mons, 20 mai 2008, loc. cit.

(60) J. Linsmeau, « Les responsabilités du banquier », in Traité pratique de droit commercial, TIV, Bruxelles, E. Story-Scientia, 2007, p. 452.

(61) X. Dieux, D. Willermain, « La responsabilité civile et pénale du banquier dispensateur de crédit. Développements récents », in Le crédit aux entreprises, Ed. Jeune Barreau, 2002, p. 424.

(62) Bruxelles, 8 septembre 2011, D.A.O.R., 2011/10, p. 573.

(63) Comm. Dinant, 3 mars 2006, R.D.C., 2008/1, p. 65 et note A.P. André-Dumont.

(64) Cass. 17 janvier 2011, Goldberg c/CBC Banque, C10.0246F/1.

(65) Bruxelles, 15 septembre 2009, R.D.C., 2011, p. 306 et noot O. Stevens, Droit banc. et fin. 2011/1, p. 60.

(66) Cass. 3 décembre 2007, R.D.C., 2008/3, p. 288.

(67) Comm. Charleroi (4e chambre) SA Ets de Sinai c/ING Belgique, inédit, RG A/2010/01528.

(68) Pour un cas d'application, cons. Bruxelles (9e chambre) 23 octobre 2008,

SA Elco/ING Belgique RG 2004/AR/3061.

(69) Pour un cas d'application, Comm. Dinant 3 mars 2006, loc. cit.

(70) Le Président des États-Unis, Thomas Jefferson, stigmatisait déjà à l'époque le système bancaire en ces termes : « The system of banking we have both equally and ever reprobated. I contemplate it as a blot left in all our constitutions, which, if not covered, will end in their destruction, which is already hit by the gamblers in corruption, and is sweeping away in its progress the fortunes and morals of our citizens », Thomas Jefferson, Political Writings, Letter to John Taylor (1816), Edited by Joyce Appleby & Terence Ball, Series Cambridge Texts in the History of Political Thought, Cambridge University Press, 1999, 623 p. (extrait : <http://teachingamericanhistory.org/library/index.asp?document=308>).

(71) Ce que le Professeur André Bruyneel nomme « la bancarisation du public ». Voy. not. A. Bruyneel, « Observations sur la réforme (1988-1993) du droit bancaire et financier belge », Hommage à Jacques Heenen, Bruxelles, Bruylant, 1994, p. 41.

(72) Directive 2004/39/CE concernant les marchés d'instruments financiers (MiFID), J.O. L 145, 30.04.2004, pp. 1-44, 2e considérant.

(73) L. Dabin, Régime juridique des marchés financiers et des valeurs mobilières, Larcier, 2011, p. 104.

(74) Au sens de l'article 46 de la loi du 6 avril 1995 relative au statut et au contrôle des entreprises d'investissement, .M.B., 3 juin 1995, p. 15876.

(75) Directive 2004/39/CE du Parlement et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, dénommée MiFID pour « Markets in Financial Instruments Directive ». A suivi la directive 2006/73/CE de la Commission du 10 août 2006 (la directive d'exécution) et le règlement n°187/2006, de la Commission du 10 août 2006, qui précise les mesures d'exécution de la MiFID. En droit belge, cette réforme s'est traduite par l'adoption de l'arrêté royal du 27 avril 2007 qui transpose la MiFID en modifiant les lois du 6 avril 1995 et du 2 août 2002 et de l'arrêté royal du 3 juin 2007 qui opère les modifications nécessaires pour transposer la MiFID. Dans la foulée, sera promulgué l'arrêté royal du 19 juin 2007 portant approbation du règlement de la CBFA du 5 juin 2007 relatif aux règles organisationnelles applicables aux

établissements fournissant des services d'investissement.

(76) Pour une décision récente, voyez Civ. Bruxelles, 14e ch., 20 mars 2012, inédit, 2009/9419/A.

(77) M.-D. Weinberger, Gestion de portefeuille et conseil en investissement. Aspects contractuels et de responsabilités avant et après MiFID, Bruxelles, Kluwer, 2008, p. 119, n° 169 et les références citées.

(78) Civ. Bruxelles, 14e ch., 20 mars 2012, inédit, 2009/9419/A.

(79) Voy. notamment CA Paris, pôle 5, 7è ch., 7 déc. 2010, n° 2009/23770, JurisData n° 2010-024232 ; I. Riasetto, note sous CA Paris, pôle 5, 7e ch., 14 févr. 2012, n° 10/18267, Droit banc. et fin., mai-juin 2012, p. 72.

(80) Pour un rappel récent de ce principe, voy. Bruxelles, 23 septembre 2010, R.D.C., 2012, p. 357, et note O. Stevens.

(81) Cass., 17 septembre 1999, Bull., n° 467.

(82) X. Dieux, « Questions relatives à l'intermédiation financière en droit positif », in Legal Tracks I – Essays on contemporary corporate and finance law, Bruxelles, Bruylant, 2003, p. 589.

(83) Sentence arbitrale, 29 mars 1996, R.D.C., 1996, p. 1078 et s. ; Paris, 16 mars 1999, Banque & Bourse, 1999, n° 76, p. 233 ; Bruxelles, 19 février 2008, R.D.C., 2010, p. 148, obs. R. Hardy, « Le gestionnaire de portefeuille est-il tenu de suivre les instructions du client ? ».

(84) J.-P. Buyle et X. Thunis, note sous sentence arbitrale, 29 mars 1996, R.D.C., 1997, p. 1093 ; H. De Vauplane, « La responsabilité civile des intermédiaires », in Banque & Bourse, 1999, n° 76, p. 233.

(85) B. Feron, « La gestion de fortune en droit belge », in Aspects juridiques de la gestion de fortune, Bruylant, Bruxelles, 1999, p. 103.

(86) Comm. Bruxelles, 2 mars 2011, R.D.C., 2012, p. 378 : « La gestion de fortune est soumise aux aléas des marchés financiers de sorte que la convention de gestion engendre une obligation de moyen dans le chef du gestionnaire » ; Bruxelles (9e ch.), 2 juin 2009, J.L.M.B., 2010, p. 927 : « Le

contrat de gestion de fortune engendre une obligation de moyen dans le chef du gestionnaire, dès lors que cette gestion est soumise aux aléas des marchés financiers » ; Bruxelles, 26 mars 2009, R.D.C., 2011, p. 353 : « Le conseil en placements est une obligation de moyen parce que cette activité est soumise aux aléas du marché financier ».

(87) Civ. Bruxelles, 14e ch., 20 mars 2012, inédit, 2009/9419/A.

(88) X. Dieux, « Questions relatives à l'intermédiation financière en droit positif », in Legal Trackcs I – Essays on contemporary corporate and finance law, Bruxelles, Bruylant, 2003, p. 589.

(89) Voy. notamment Comm. Bruxelles, 2 février 1995, R.D.C., 1996, pp. 1072-1077 ; Civ. Bruxelles, 14e ch., 20 mars 2012, inédit, 2009/9419/A ; Sent. Arb. Bruxelles, 29 mars 1996, R.D.C., 1996, p. 1078 ; P. Van Ommeslaghe, « Les obligations – examen de jurisprudence », R.C.J.B., 1986, p. 216 ; Gand, 10 février 1999, R.D.C., 2000, p. 739 ; Gand, 17 mars 1999, T.R.V., 2001, p. 330 ; P.-A. Foriers, « Le contrat de prestation de services ; obligations des parties et responsabilité contractuelle » in Les contrats de service, éd. Jeune Barreau, 1994, p. 121 et s. ; Comm. Bordeaux, 1er décembre 2003, Rev. dr. ban. fin., mai/juin 2004, p. 176.

(90) Bruxelles (9e ch.), 26 septembre 2008, R.D.C., 2010, p. 169 ; Bruxelles (9e ch.), 2 juin 2009, J.L.M.B., 2010, liv. 20, p. 927.

(91) Comm. Bruxelles (11e ch.), 5 mai 2006, inédit, R.G. 5435/04.

(92) M. Moulin, « Responsabilité des banques en matière de commercialisation de produits financiers », Droit banc. et fin., mars-avril 2010, p. 22.

(93) Dans une affaire à contre-courant des actions traditionnellement introduites en raison de la dépréciation d'un portefeuille, un client avait engagé une action en responsabilité contre un gérant de portefeuille en raison des plus-values réalisées dans le cadre de la gestion ! En l'espèce, le gestionnaire avait fait réaliser à son client d'importantes plus-values soumises à une imposition. Les juges ont débouté le demandeur, considérant que le gestionnaire avait agi au mieux des intérêts de son client (CA Versailles, 16e ch., 24 mars 2011, n° 10/01916, note M. Storck, Droit banc. et fin., mai-juin 2011, pp. 67-68).

(94) E. Van Den Haute et M. Dreese, « Chronique de droit bancaire privé : Les

opérations de banque (2007-2010) », Forum Financier/Droit banc. et fin., 2010/I, p. 52, n° 29 ; Bruxelles, 3 septembre 2008, R.D.C., 2010, p. 169, note B. Caulier, « Responsabilité du gestionnaire de fortune et conflits d'intérêts » ; X. Dieux, « Questions relatives à l'intermédiation financière en droit positif » [1990], in Legal Tracks I – Essays on contemporary corporate and finance law, Bruxelles, Bruylant, 2003, p. 589.

(95) Com. Bruxelles, 3 février 2011, D.A.O.R., 2012, p. 222.

(96) Bruxelles (9e ch.), 26 septembre 2008, R.D.C., 2010, p. 169.

(97) CA Paris, pôle 5, 7e ch., 14 févr. 2012, n° 10/18267, note I. Riassetto, Droit bancaire et financier, mai-juin 2012, p. 72.

(98) Sur la question de l'appréciation du comportement d'un gestionnaire par comparaison avec un indice de référence, voy. G. Laguesse, « De l'indice de référence (benchmark) en gestion de portefeuille », note sous Comm. Bruxelles (10e ch.), 3 février 2011, D.A.O.R., 2012, p. 231.

(99) M.-D. Weinberger, Gestion de portefeuille et conseil en investissement. Aspects contractuels et de responsabilités avant et après MiFID, Bruxelles, Kluwer, 2008, p. 149, n° 211.

(100) B. Feron et N. De Crombrughe, « La responsabilité du gestionnaire de fortune », Questions de responsabilité des dirigeants et conseillers, Van Ham & Van Ham, février 2003, p. 44 ; M.-D. Weinberger, Gestion de portefeuille et conseil en investissement. Aspects contractuels et de responsabilités avant et après MiFID, Bruxelles, Kluwer, 2008, p. 153, n° 216.

(101) Comm. Gand, 28 novembre 2000, Dr. banc. et fin., 2001, p. 188, note S. Dejonghe.

(102) Mons, 24 octobre 2012, inédit, RG/2011/401.

(103) Cass. fr., 2e ch., 2 avril 2009, n° 08-13.285, JurisData n° 2009-047716 cité par J.-M. Moulin, « Responsabilité des banques en matière de commercialisation de produits financiers », Droit banc. et fin., mars-avril 2010, p. 22.

(104) CA Paris, pôle 5, 7e ch., 14 févr. 2012, n° 10/18267, note I. Riassetto, Droit

bancaire et financier, mai-juin 2012, p. 73.

(105) Le collège de médiation du service de médiation Banques-Crédits-Placements (OMBUSFIN) semble avoir tenu compte de la crise financière de 2008, notamment à l'occasion de l'analyse des investissements en obligations perpétuelles subordonnées (Rapport annuel 2011, p. 8).

(106) Comm. Hasselt, (8e ch.), 14 novembre 2012, inédit, A.R. 11/3815.

(107) Com. Bruxelles, 3 février 2011, D.A.O.R., 2012, p. 222.

(108) Dans une espèce soumise au Collège de médiation de l'OMBUSFIN, relative à un investissement en obligations perpétuelles, le Collège a estimé « qu'il n'y avait pas eu de faute car, à l'époque des acquisitions litigieuses, les obligations perpétuelles n'éveillaient pour personne la crainte d'un risque financier ». (M. D. Weinberger, « Tendances de la médiation bancaire et financière en 2011. Synthèse commentée des avis du Collège de médiation », Dr. Banc. fin. 2012/III-IV, p. 173).

(109) Civ. Bruxelles, 3 octobre 2011, RG 10/8569/A.

(110) M.-D. Weinberger, Gestion de portefeuille et conseil en investissement. Aspects contractuels et de responsabilités avant et après MiFID, Bruxelles, Kluwer, 2008, p. 150, n° 213.

(111) Ce que M.-D. Weinberger qualifie de « dilemme de l'investisseur » (Gestion de portefeuille et conseil en investissement. Aspects contractuels et de responsabilités avant et après MiFID, Bruxelles, Kluwer, 2008, p. 150, n° 213) : soit l'investisseur confronté à une détérioration de son portefeuille patiente dans l'espoir d'un redressement, au risque d'aggraver ses pertes, soit, pris de panique, il liquide son portefeuille sans attendre que les mauvaises performances soient compensées par une possible remontée des marchés. Dans cette dernière hypothèse, l'investisseur peut se voir reprocher de ne pas avoir attendu le terme projeté (voy. Bruxelles, 29 janvier 2003, RG 1996/AR/134).

À noter que la Cour d'appel de Bruxelles a estimé que « Lorsque l'incertitude est telle que le gérant ou le conseiller ne peut raisonnablement inciter son client à adopter une attitude déterminée, il faut admettre qu'il ne peut être exigé du client qu'il attende un hypothétique redressement de la situation. S'il met un terme à son investissement dans ces conditions, il n'y a pas de raison d'apprécier d'une

façon différente les fautes qu'aurait commises l'intermédiaire avant la résiliation. » (Bruxelles, 8 décembre 2006, RG 2000/AR/999).

[\(112\) Cass. com., 10 mars 2009, JurisData n° 2009-047442 ; Dr. sociétés, 2009, comm. 140, obs. Th. Bonneau, cité par J.-M. Moulin, « Responsabilité des banques en matière de commercialisation de produits financiers », Droit banc. et fin., mars-avril 2010, pp. 21-22.](#)

[\(113\) Arrêté royal relatif à la gestion de fortune et au conseil en placements, M.B., 20 août 1991, p. 17858, abrogé par l'arrêté royal du 3 juin 2007.](#)

[\(114\) M.B., 18 juin 2007, p. 32935.](#)

[\(115\) M.-D. Weinberger, Gestion de portefeuille et conseil en investissement. Aspects contractuels et de responsabilités avant et après MiFID, Bruxelles, Kluwer, 2008, p. 88, n° 128 : « Cet abandon pourrait surprendre, compte tenu de l'élévation du conseil en investissement au rang de service d'investissement à part entière et de la nécessité de protéger els investisseurs. Mais il doit être apprécié à la lumière de la nouvelle définition du conseil en investissement, susceptible de couvrir de nombreuses situations, indépendamment de toute intention de nouer une relation contractuelle spécifique de conseil. »](#)

[\(116\) M.-D. Weinberger, Gestion de portefeuille et conseil en investissement. Aspects contractuels et de responsabilités avant et après MiFID, Bruxelles, Kluwer, 2008, p. 92, n° 133 ; P. Wery, « La gestion de fortune au regard du droit commun du mandat », in Bankcontracten, Bruges, Die Keure, 2004, p. 328 ; F. Longfils, « La responsabilité des intermédiaires financiers », in Responsabilités. Traité théorique et pratique, Bruxelles, Kluwer, 2006, Titre II, Livre 27, p. 69, n° 188. Cet enseignement a été consacré par une jurisprudence : Civ. Bruxelles, 23 septembre 2004, R.D.C., 2006, p. 125 ; Ce jugement a été réformé en appel sans que cette question ne fasse l'objet de débats ; Comm. Bruxelles, 25 juin 1999, R.D.C., 1999, p. 735 ; Bruxelles, 16 mars 2009, R.D.C., 2011, p. 338 et obs. A.-P. Andre-Dumont.](#)

[\(117\) J.-P. Buyle et M. Delierneux, obs. sous Civ. Bruxelles, 23 septembre 2004, R.D.C., 2006, pp. 128-130 ; A.-P. Andre-Dumont, obs. sous Bruxelles, 16 mars 2009, R.D.C., 2011, p. 348 ; H. Jacquemain, « Focus sur certains mécanismes de protection du consommateur de produits et services financiers en matière contractuelle », in La protection du consommateur en droit financier, Cahiers de](#)

l'AEDBF-Belgium n° 25, Limal, Anthemis, 2012, p. 142, n° 24 ; A.-P. Andre-Dumont, « La responsabilité du banquier », extraits de Responsabilités professionnelles, Limal, Anthemis, 2012, p. 117.

(118) H. De Page, Traité élémentaire de droit civil belge, t. Ier, Bruxelles, Bruylant, p. 39, n°28.

(119) P. Van Ommeslaghe, Droit des obligations, t. I, Bruxelles, Bruylant, 2010, pp. 194-201, n° 113-117 et pp. 383-389, n° 245-251 ;

(120) H. Jacquemain, « La nullité comme sanction de l'inobservation du formalisme contractuel », in La nullité des contrats, CUP, Vol. 88, 2006, p. 89, n° 4.

(121) L'adage « pas de nullité sans texte » n'a pas cours en droit civil. On parlera alors de nullité virtuelle, ou « prétorienne », par opposition à la nullité textuelle. Voy. en ce sens, H. Jacquemain, « Focus sur certains mécanismes de protection du consommateur de produits et services financiers en matière contractuelle », in La protection du consommateur en droit financier, Cahiers de l'AEDBF-Belgium n° 25, Limal, Anthemis, 2012, p. 143, n° 24.

(122) Cl. Renard et E. Vieujean, « Nullité, inexistance et annulabilité en droit civil belge », Ann. dr. Liège, 1962, p. 268 ; P. Wery, « La nullité des contrats d'organisation de voyages et d'intermédiaire de voyages pour méconnaissance des formalités légales », Obs. ss. Cas., 26 mai 2006, R.G.D.C., 2007, p. 481, n° 5 : « l'arrêt du 26 mai 2006 est dans la droite ligne de cet enseignement. Insistant sur l'absence d'automatisme de la nullité, la Cour de cassation impose au juge du fond d'apprécier la gravité de l'atteinte que subissent les intérêts du voyageur. La censure de la Cour était inéluctable, dès lors qu'en l'espèce, la motivation du juge du fond ne laissait pas ressortir qu'il avait fait usage de ce pouvoir. »

(123) Cl. Renard et E. Vieujean, « Nullité, inexistance et annulabilité en droit civil belge », Ann. dr. Liège, 1962, p. 268.

(124) A.-P. Andre-Dumont, « La responsabilité du banquier », extraits de Responsabilités professionnelles, Limal, Anthemis, 2012, p. 117 et les références citées.

(125) P. Van Ommeslaghe, Droit des obligations, t. I, Bruxelles, Bruylant, 2010,

[p. 196, n° 114.](#)

[\(126\) L'article 9 de la loi du 16 février 1994 dispose que : « Lors de la réservation du voyage, l'organisateur ou l'intermédiaire de voyages est tenu de délivrer au voyageur un bon de commande conformément à la loi du 14 juillet 1991 sur les pratiques du commerce et sur l'information et la protection du consommateur. Le contrat d'organisation de voyages prend cours au moment où le voyageur reçoit la confirmation écrite de la réservation délivrée par l'organisateur de voyages, par l'entremise ou non de l'intermédiaire de voyages qui agit au nom de ce dernier. Si le contenu du bon de commande diffère de celui de la confirmation du voyage ou si la confirmation n'a pas lieu au plus tard dans les 21 jours de la signature du bon de commande, le voyageur peut supposer que le voyage n'a pas été réservé et a droit au remboursement immédiat de tous les montants déjà payés ».](#)

L'article 23 précise que « § 1. Toute vente par un intermédiaire de voyages d'une prestation de voyage ou de séjour ou d'une autre prestation doit faire l'objet d'un contrat, sauf si elle porte uniquement sur des titres de transport. L'intermédiaire de voyages doit remettre au voyageur un exemplaire du contrat. § 2. Ce contrat mentionne au moins : 1° le lieu et la date de la signature ; 2° le nom et l'adresse de l'intermédiaire de voyages ; 3° le nom et l'adresse de l'instance qui se porte garant des services de l'intermédiaire de voyages ; 4° le nom et l'adresse du voyageur et, le cas échéant, du (des) tiers bénéficiaire(s) ; 5° les lieu et date de début et de fin du voyage et de séjour et, si ceux-ci couvrent des périodes de séjour distinctes, les différentes périodes et dates ; 6° les moyens, les caractéristiques et les catégories de transport utilisés, les dates, heures et lieux de départ et de retour ; 7° le prix global couvrant l'ensemble des prestations prévues au contrat ; 8° les données relatives à une éventuelle révision du prix et à son mode de calcul exact ; 9° le calendrier et les modalités de paiement du prix ; 10° les desiderata particuliers que le voyageur a fait connaître à l'intermédiaire de voyages au moment de la réservation du voyage et que l'un et l'autre ont acceptés ; 11° les conditions de cession du contrat ; 12° les conditions de résiliation du contrat dans le chef du voyageur et dans le chef de l'intermédiaire de voyages ; 13° les modalités et délais dans lesquels le voyageur doit formuler une réclamation éventuelle pour l'inexécution ou la mauvaise exécution du contrat ; 14° les conditions d'une assurance-annulation, d'une assurance-assistance et/ou d'une autre assurance, ainsi que le nom et l'adresse de la compagnie d'assurance ou l'indication précise de la page de la brochure où figurent ces informations. § 3. Le contrat doit également mentionner les données

suivantes, si elles sont pertinentes pour le contrat en question [...] ».

(127) [Cass., 26 mai 2006, C.05.0378.F, www.juridat.be](#)

(128) [Comm. Bruxelles \(10e ch.\), 10 mars 2011, inédit, A/09/02985.](#)

(129) [Mons \(1re ch.\), 24 oct. 2012, inédit, 2011/RG/401.](#)

(130) [Ph. Malaurie, L. Aynes, Ph. Stoffel-Munck, Les obligations, 2ème éd., Coll. Droit civil, Paris, Defrénois, p. 268, n° 541.](#)

(131) [A. Schmitt, E. Omes, La responsabilité du banquier en droit bancaire privé luxembourgeois, Larcier, 2005, p. 198 ; M. Germain, « La responsabilité en matière de gestion individuelle sous mandat », Banque et Droit, n° 70, mars – avril 2000, p. 14, spéc. p. 15.](#)

(132) [Ph. Bourin, La gestion de portefeuille, Coll. La vie du droit bancaire et financier, Louvain-la-Neuve, Anthemis, 2009, p. 121. L’auteur précise par ailleurs : « Le Tribunal d’arrondissement de Luxembourg nous en livre un exemple à l’occasion de son jugement du 24 février 2006. Un investisseur reprochait à une banque de lui avoir indûment placé ses actifs dans des valeurs dites de nouvelles technologies. Il affirmait n’avoir toutefois signé aucun mandat de gestion discrétionnaire à cette fin, ni n’avoir donné d’ordre à cet effet, ce que la banque ne contestait pas. Celle-ci arguait néanmoins que les circonstances démontraient à suffisance l’existence d’un tel mandat. C’est sur des éléments de fait que le tribunal s’est fondé pour reconnaître qu’une relation de gestion s’était effectivement instaurée entre les parties. Ainsi admet-il que « la ratification, fût-elle tacite, des extraits de compte qui établissent que la défenderesse a discrétionnairement géré le compte, empêche cependant le requérant de contester la réalité de la gestion discrétionnaire par la banque et l’existence d’un mandat en ce sens ». C’est en quelque sorte le « laisser-faire » dont a fait montre le client qui a convaincu le juge de sa volonté implicite de voir ses actifs gérés selon la stratégie spéculative dont il était convenu avec la banque. Si « c’est nécessairement la banque qui a choisi les titres servant d’investissement, puisqu’il ne résulte d’aucun ordre de placement versé par la demanderesse, \[qu’elle\] aurait opéré ce choix » ... « la demanderesse a du moins tacitement ratifié cette façon de faire, omettant de protester contre les extraits de compte qui établissent la gestion discrétionnaire de la défenderesse ». La Cour d’appel de Luxembourg a confirmé ce jugement dans un arrêt du 27 novembre 2008. Cette](#)

jurisprudence démontre bien que les juges sont prêts à reconnaître dans les relations de fait tressés entre parties l'existence d'un véritable mandat de gestion, quand bien même celles-ci n'ont conclu aucun contrat écrit. Il ne pourrait en être ainsi que s'ils accordaient à l'écrit une valeur sacramentelle et en sanctionnaient l'absence par une nullité » ; voy. également A. Schmitt, E. Omes, La responsabilité du banquier en droit bancaire privé luxembourgeois, Larcier, 2005, p. 198.

(133) Comm. Bruxelles, 2 septembre 2004, R.D.C., 2006, p. 119.

(134) Civ. Bruxelles, 23 septembre 2004, R.D.C., 2006, p. 125, obs. M. Delierneux et J.-P. Buyle : « Que, s'il peut être admis que les actions constituent, par nature, des instruments financiers qui sont davantage sujets aux fluctuations que les obligations, cette caractéristique ne suffit pas à définir les objectifs d'un investisseur qui souhaite un portefeuille exclusivement composé d'actions [...] ».

(135) Comm. Bruxelles, 17 octobre 2005, RG 2858/2004, inédit, cité par M. Delierneux et J.-P. Buyle, R.D.C., 2006, p. 129. Ce jugement fut cassé par l'arrêt de la Cour d'appel de Bruxelles du 26 mars 2009, voy infra.

(136) Civ. Bruxelles, 11 avril 2008, R.D.C., 2010, p. 160.

(137) À noter que ces deux arrêts ont été rendus relativement à des conventions conclues sous l'égide de la législation antérieure à MiFID.

(138) Bruxelles, 26 mars 2009, R.D.C., 2011, p. 353.

(139) Cass., 24 février 2011, Forum financier/Droit bancaire et financier, 2011, p. 189, note M.-D. Weinberger.

(140) Cass., 23 juin 2011, Forum financier/Droit bancaire et financier, 2011, p. 281.

(141) À noter que les enseignements de la Cour de cassation sont valables tant pour la convention de gestion de portefeuille que de conseil en investissement.

(142) M.-D. Weinberger, « Réflexion sur la notion d'objectif de gestion », R.D.C., 2010, p. 166.

(143) En ce sens, voy. A.-P. Andre-Dumont, « La responsabilité du banquier », extraits de Responsabilités professionnelles, Limal, Anthemis, 2012, p. 120.

(144) Mons, 24 oct. 2012, inédit, 2011/RG/401.

(145) G. Bertrand, « L'information du client dans le cadre de la directive MiFID », Rev. banc. et fin., 2007/7, pp. 421 à 428 ; J.-P. Buyle et G. Laguesse, « L'information du consommateur d'instruments financiers », Séminaire Van Ham & Van Ham – L'information des actionnaires et du marché, 18 octobre 2012.

(146) M. Gregoire et M.-D. Weinberger, « Responsabilité des intermédiaires financiers après MiFID. Deux observations en matière de conseil en investissement », Mélanges offerts à Jean-Luc Fagnart, Bruxelles, Anthémis, 2008, p. 559 et s. ; J.-P. Buyle, « Les obligations d'information, de renseignement, de mise en garde et de conseil des professionnels de la finance », Les obligations d'information, de renseignement, de mise en garde et de conseil, CUP, vol. 86, Bruxelles, Larcier, 2006, p. 168.

(147) M.B., 3 juin 1995, p. 15876. Il s'agit essentiellement de l'article 36 de la loi.

(148) M.B., 4 septembre 2002, p. 39121. Il s'agit essentiellement de l'article 27 de la loi.

(149) Arrêté royal portant les règles et modalités visant à transposer la directive concernant les marchés d'instruments financiers, M.B., 18 juin 2007, p. 32935.

(150) L'aspect protection du consommateur au sens de la loi sur les pratiques du commerce n'est pas abordé. Sur ce sujet, voy. entre autres : V. Colaert, « Financiële diensten en de wet marktpraktijken en consumentenbescherming – Enkele knelpunten », Dr. banc. fin., 2011/II ; M.-D. Weinberger, « Questions choisies en matière de responsabilité du banquier prestataire de services d'investissement – Conseil en investissement et pratiques commerciales déloyales », in Actualités du droit bancaire, UB3, Bruxelles, Bruylant, 2009 ; C. Steyaert, « Promotion de produits et services financiers : réglementations sectorielles, loi sur les pratiques du marché et exemples pratiques », La protection du consommateur en droit financier, Cahiers AEDBF-Belgium, 2012 ; A. Lecocq, P. Proesmans, N. Van Der Eecken, « La protection du consommateur par le biais du droit pénal », note sous Bruxelles (11e ch), 21 mai 2012, Dr. pén.

entr., 2012-3.

(151) X. Dieux et J.-Q. De Cuyper, « Questions de responsabilité civile en matière de bancassurfinance », in Bancassurfinance (sous la direction de J.-L. Fagnart), Coll. de la Faculté de droit de l'ULB, Bruxelles, Bruylant, 2005, p. 189, n° 7 ; J.-P. Buyle, « Les obligations d'information, de renseignement, de mise en garde et de conseil des professionnels de la finance », in Les obligations d'informations, de renseignement, de mise en garde et de conseil (sous la direction de F. Glansdorff), CUP, 03/2006, p. 207 ; Cass. 10 décembre 2004, R.C.J.B., 2005, note J.-P. Buyle : les devoirs du prêteur en matière de crédit à la consommation et la charge de la preuve du manquement à ces obligations, p. 683 ; Justice de Paix de Molembeek-Saint-Jean, 10 mai 2012, inédit, R.G. 08A2070 et R.G. 09A3346 ; Mons, 24 oct. 2012, inédit, 2011/RG/401.

(152) Bruxelles, 23 septembre 2010, R.D.C., 2012, p. 357, note O. Stevens.

(153) Comm. Bruxelles, 2 mars 2011, R.D.C., 2012, p. 378.

(154) Civ. Bruxelles, 24 février 2012, inédit, 09/11.476/A.

(155) Comm. Bruxelles, (12e ch.), 9 février 2011, J.T., 2011, p. 400.

(156) Comm. Bruxelles, 25 octobre 2010, R.D.C., 2012, p. 367 et obs. B. Caulier, « De la nature des titres perpétuels ».

(157) P. Van Ommeslaghe et J.-M. Gollier, « Le contrôle prudentiel et le consumérisme en droit financier », Financiële regulering : op zoek naar nieuwe evenwichten, v. I, Anvers, Intersentia, 2003, p. 8.

(158) Comm. Bruxelles, 5 mai 2006, inédit, R.G. 5435/04, cité par M.-D. Weinberger, op. cit., p. 127.

(159) Comm. Mons, 22 février 2001, R.D.C., 2003, p. 63 et observations J.-P. Buyle et M. Delierneux.

(160) Comm. Mons, 22 février 2001, R.D.C., 2003, p. 63 cité par M.-D. Weinberger, op. cit., p. 127.

(161) M.-D. Weinberger, op. cit., pp. 136-137.

(162) Mons (1^{re} ch.), 24 oct. 2012, inédit, 2011/RG/401.

(163) Civ. Bruxelles (14^e ch.), 20 mars 2012, inédit, 2009/9419/A.

(164) Ancien article L. 533-4, 4^o du C. mon. & fin. Français ; anciens articles 321-46, 322-63 et 322-64 du règlement générale de l'AMF (Autorité des Marchés Financiers en France).

(165) C. com., art. L. 533-12, II et Règlement Général de l'AMF, article 314-11.

(166) S. Bonfils, « Les obligations de mise en garde au profit des investisseurs et des emprunteurs face aux risques de pertes et de déloyauté », Droit banc. et fin., Mélanges AEDBF-France, Paris, Revue Banque édition, 2008, p. 61.

(167) Cass. Com. 19 juin 2007, pourvoi n° 05-22.037.

(168) Voy. en ce sens : H. Bouchetemple, « La responsabilité des prestataires de services d'investissement en matière de produits dits « toxiques » », Droit et Patrimoine, n° 206, p. 27.

(169) A noter que cette jurisprudence est le pendant des règles énoncées avant et après de la transposition de la directive MiFID. Pour la France, voy. l'article L 533-11 et suivants du Code monétaire & financier. Pour la Belgique, voy. l'article 27 de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers et les articles 8 et suivants de l'AR du 3 juin 2007.

(170) Cass. fr., 12 juin 2012, R.G. 11-12.513 et obs. X. Delpech, « Prestataire de services d'investissement : obligation de mise en garde », Recueil Dalloz, n° 26, p. 1673.

(171) Cass. Com., 12 février 2008, Bull., 2008, IV, n° 31.

(172) Cass. Com., 5 mai 2009, pourvoi n° 08-14.983.

(173) Cass. Com., 8 juillet 2003, Bull. 2003, IV, n° 118.

(174) S. Bonfils, « Les obligations de mise en garde au profit des investisseurs et des emprunteurs face aux risques de pertes et de déloyauté », Droit bancaire et financier. Mélanges AEDBF-France, Paris, Revue Banque édition, 2008, p. 67 ; Cass. com., 7 janvier 2004, pourvoi n° 01-10.346.

(175) Voy. notamment l'article 37-3 de la loi du 5 avril 1993 relative au secteur financier. Pour P. Bourin, « la législation nouvelle n'est pas loin d'opérer à cet égard un renversement de la charge de la preuve. Il appartenait jusqu'ici au professionnel de prouver qu'il avait bien informé son client. L'information étant devenue la norme, ce sera bientôt au client d'établir qu'elle n'était pas appropriée, au fond ou dans sa forme », La gestion de portefeuille, Louvain-la-Neuve, Anthémis, 2009, p. 93.

(176) Tribunal d'arrondissement de Luxembourg, 2 juillet 2008, n° 103485, in N. Thieltgen, « Chronique de jurisprudence de droit bancaire luxembourgeois », Bulletin Droit & Banque, 2009, n° 44, p. 48 et s.

(177) Concernant l'étendue du devoir d'information en fonction de la connaissance du client, voy. également, Cour d'Appel du Luxembourg, 27 novembre 2008, n° 31.364, in N. Thieltgen, « Chronique de jurisprudence de droit bancaire luxembourgeois », Bulletin Droit & Banque, 2009, n° 44, p. 65.

(178) Cour d'appel du Luxembourg, 6 décembre 2007, n° 29.800 et commentaire de N. Thieltgen, « Chronique de jurisprudence de droit bancaire luxembourgeois », Bulletin droit et banque, 2008, n° 42, p. 26 et s.

(179) J.-P. Buyle et G. Laguesse, « L'information du consommateur d'instruments financiers », Séminaire Van Ham & Van Ham – L'information des actionnaires et du marché, 18 octobre 2012, pp. 26-28.

(180) Comm. Bruxelles (12e ch), 9 février 2011, J.T., 2011, p. 400.

(181) Mons, 24 oct. 2012, inédit, 2011/RG/401.

(182) Ph. Bourin, La gestion de portefeuille, Coll. La vie du droit bancaire et financier, Louvain-la-Neuve, Anthemis, 2009, p. 231.

(183) Comm. Bruxelles (29e ch.), 28 janvier 2011, DBF, 2011, p. 363.

(184) Civ. Bruxelles (24e ch.), 24 février 2012, inédit, 09/11.476/A.

(185) Cour d'Appel du Luxembourg, 19 décembre 2007, n° 29.874, in N. Thieltgen, « Chronique de droit bancaire luxembourgeois », Bulletin Droit & Banque, 2008, n° 42, p. 26.

(186) Bruxelles, 23 décembre 1988, J.T., 1989, p. 182 ; Bruxelles, 27 juin 1985, J.T., p. 685 ; Anvers, 11 avril 1994, R.D.C., 1995, p. 1063 ; Liège, 16 janvier 1997, R.D.C., 1999, p. 22 ; Bruxelles, 4 mars 2004, Droit bancaire et financier, 2004, p. 227 ; Liège, 23 juin 2003, R.D.C., 2005, p. 141 ; J. Linsmeau, « Points délicats des règlements généraux des opérations de banque », in Droit bancaire, cambiaire et financier, CUP, 1998, p. 107, n° 3, p. 132, n° 48 et 49 ; M. Flamee, « Bewijsrecht : Bekanopte status questionis », in Le droit des affaires en évolution, t. III, p. 221, n° 47 ; A. Bruyneel, « Chronique de droit privé : les opérations de banque (1999) », Rev. Banque, 2000, p. 539, n° 2 ; Comm. Bruxelles, 2 février 1995, R.D.C., 1996, p. 1072 ; Comm. Bruxelles, 23 avril 1996, R.D.C., 1997, p. 737 ; Comm. Bruxelles, 13 janvier 1998, R.D.C., 1999, p. 679 ; Comm. Mons, 22 février 2001, R.D.C., 2003, p. 63 ; Voy. également J.-P. Buyle et M. Delierneux, Observations sous Bruxelles, 3 novembre 1992, R.D.C., 1993, pp. 1067 à 1071 ; M.-D. Weinberger, Gestion de portefeuille et conseil en investissement. Aspects contractuels et de responsabilités avant et après MiFID, Bruxelles, Kluwer, 2008, p. 154, n° 217.

(187) Voy. not. Liège, 16 janvier 1997, J.L.M.B., 1997, p. 1024.

(188) F. Longfils, La responsabilité des intermédiaires financiers, Waterloo, Kluwer, 2006, n° 201 ; B. Feron, « La gestion de fortune en droit belge », Aspects juridiques de la gestion de fortune, A.E.D.B.F., Bruxelles, Bruylant, 1999, p. 108. D. Roger et M. Salmon soulignent que, la gestion devant être appréciée dans sa globalité, l'absence de réaction du client à certaines opérations ne peut le priver du droit de critiquer la gestion dans son ensemble (« Réflexions relatives à la responsabilité contractuelle des gérants de fortune et des conseillers en placements », J.T. 1998, p. 399).

(189) Sent. Arbit. 29 mars 1996, R.D.C., 1996, p. 1078.

(190) M.-D. Weinberger, Gestion de portefeuille et conseil en investissement. Aspects contractuels et de responsabilités avant et après MiFID, Bruxelles, Kluwer, 2008, p. 156, n° 218.

(191) Comm. Bruxelles, 2 février 1995, R.D.C., 1996, p. 1072 ; G. Gathem, « Les responsabilités des faits des conseils en placements : quand l'aléa chasse la faute », note sous Gand, 4 avril 2005, R.G.D.C., 2005, p. 541. Pour une application jurisprudentielle, voy. Comm. Gand, 28 novembre 2000, Forum financier. Droit banc. et fin., 2001/III, p. 188, note S. Dejonghe.

(192) Il s'agit d'un article de la convention de gestion de fortune en vertu duquel le client est prié d'informer la banque des remarques ou objections, qu'il souhaite éventuellement formuler au sujet du rapport trimestriel, des instruments de placement qui y sont mentionnés ou au sujet de la politique de placement qui ressort de ce rapport, et ce immédiatement après sa réception et au plus tard dans le mois qui la suit.

(193) Bruxelles, 3 septembre 2008, R.D.C., 2010, p. 169 et observations de B. Caulier.

(194) B. Caulier, observations sous Bruxelles, 3 septembre 2008, R.D.C., 2010, p. 180.

(195) Mons (1re ch.), 24 oct. 2012, inédit, 2011/RG/401.

(196) C.A. Luxembourg, 10 juin 2004, D.A.O.R., 2006, p. 412.

(197) Trib. arr. Luxembourg, 24 février 2006, rôle n° 78940 cité par Ph. Bourin, La gestion de portefeuille, Coll. La vie du droit bancaire et financier, Louvain-la-Neuve, Anthemis, 2009, pp. 120-121.

(198) C.A. Luxembourg, 27 novembre 2008, inédit, rôle n° 31364.

(199) CA Paris, pôle 5, 7e ch., 14 févr. 2012, n° 10/18267, note I. Riasetto, Droit banc. et fin., mai-juin 2012, p. 73.

(200) Loi du 10 décembre 2009 relative aux services de paiement.

(201) Directive 2004/39/CE du Parlement et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, dénommée MiFID pour « Markets in Financial Instruments Directive ». A suivi la directive 2006/73/CE de la Commission du 10 août 2006 (la directive d'exécution) et le règlement n° 187/2006, de la Commission du 10 août 2006, qui précise les mesures d'exécution de la MiFID. En droit belge, cette réforme s'est traduite par l'adoption de l'Arrêté Royal du 27 avril 2007 qui transpose la MiFID en modifiant les lois du 6 avril 1995 et du 2 août 2002 et de l'arrêté royal du 3 juin 2007 qui opère les modifications nécessaires pour transposer la MiFID.

Le crowdfunding : un mode de financement issu de la pratique

Par

David Raes (1)

Avocat au barreau de Bruxelles

Collaborateur scientifique auprès de l'Unité de droit économique
du Centre de droit privé de l'ULB

Plan

[I. – Introduction – Le rêve de Walt Disney](#)

[II. – Le crowdfunding – Notion](#)

[A. – Essai de définition](#)

[B. – Contexte de l'émergence du crowdfunding](#)

C. – Classification selon la contrepartie

1. Attribution d’actions en rémunération de l’apport

2. Conclusion d’un contrat de prêt à intérêt

3. Cession de droits d’auteur et autres formes de contreparties

III. – Le modèle américain ?

Titre I. Adoption du « Jumpstart Our Business Startups Act »

Titre II. Contenu du JOBS Act

Chapitre I. Légalisation du crowdfunding

A. L’offre au public est réglementée

A1. Interdictions de principe

A2. Exemption de certaines « securities »

A3. Exemptions de certaines opérations

B. Le crowdfunding fait désormais l'objet d'une exemption spécifique

B1. Insertion d'un article 4 (a) (6) dans le Securities Act de 1933

B2. Insertion d'un article 4A dans le Securities Act de 1933

a) Obligations imposées aux intermédiaires

b) Obligations imposées aux émetteurs

c) Droit d'action spécifique réservé aux investisseurs

d) Limitation du droit de revendre les « securities »

e) Champ d'application de l'article 4 (a) (6) du Securities Act de 1933

Chapitre II. Suppression de l'interdiction de la sollicitation et de la publicité

[dans le cadre des règles 506 et 144A](#)

[A. Introduction](#)

[B. Exemptions concernant les offres soumises à la « Regulation D »](#)

[B1. Introduction](#)

[B2. La limitation générale prescrite par la règle 502 \(c\)](#)

[B3. Les émissions réalisées dans le cadre de la règle 504](#)

[B4. Les émissions réalisées dans le cadre de la règle 505](#)

[B5. Les émissions réalisées dans le cadre de la règle 506](#)

[C. Modifications apportées par le JOBS Act concernant la règle 506](#)

[C1. Introduction](#)

[C2. Les intermédiaires dans le cadre de la règle 506](#)

C3. La proposition de modification de la règle 506

D. Exemption prévue par la règle 144A et modification apportée par le JOBS Act

Chapitre III. Modification du seuil de l'exemption prévue par la « Regulation A »

A. Introduction

B. Regulation A

C. Modifications apportées à la « Regulation A » par le JOBS Act

Chapitre IV. Modification de la « Shareholder Rule »

Chapitre V. Création du statut des « Emerging Growth Companies »

A. Définition

B. Conséquences du statut d'EGC

B1. Antérieurement à l'IPO

B2. Postérieurement à l'IPO

B3. Modifications en matière d'intermédiation

Titre III. Conclusion relative aux modifications apportées par le JOBS Act

IV. – Le crowdfunding en droit belge

Titre I. Introduction

Chapitre I. La législation existante

A. La Loi Prospectus

A1. Objectifs et raison d'être

A2. L'obligation de publier un prospectus

A3. Champ d'application de l'obligation de publication

a) Notion d'offre publique

a.1 Une communication adressée sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit à des personnes

a.2 Présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et les instruments de placement à offrir

a.3 De manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire les instruments de placement sur lesquels elle porte

a.4 Qui est faite par la personne qui est en mesure d'émettre ou de céder les instruments de placement ou pour son compte

a.5 La communication doit porter sur des instruments de placement

b) Exceptions au caractère public d'une offre

b.1 Les offres d'instruments de placement adressées uniquement aux investisseurs qualifiés

b.2 Les offres d'instruments de placement adressées à moins de cent personnes physiques ou morales, autres que des investisseurs qualifiés, par État membre de l'EEE

b.3 Les offres d'instruments de placement qui requièrent une contrepartie d'au moins 50.000 € par investisseur et par offre distincte

b.4 Les offres d'instruments de placement dont la valeur nominale unitaire s'élève au moins à 50.000 euros

b.5 Les offres d'instruments de placement dont le montant total est inférieur à 100.000 €

b.6 Première précision relative aux cinq exceptions – Leur caractère exclusif

b.7 Seconde précision relative aux cinq exceptions – La revente ultérieure d'instruments de placement

c) Autres exceptions au § 1er de l'article 3 de la Loi Prospectus

A4. Champ d'application de la Loi Prospectus

a) Sur le plan territorial

b) Sur le plan ratione materiae

A5. Exemptions de l'obligation de publier un prospectus

A6. Interdiction des communications publiques en dehors du cadre d'une offre publique – Exception

B. L'arrêté royal du 9 octobre 2009 relatif au caractère public de la sollicitation de fonds remboursables

B1. Principes

B2. Actes autorisés par l'article 68bis de la Loi Prospectus

a) Appel au public

b) Réception de dépôts et sollicitation en vue de recevoir

c) Dépôts d'argent ou d'autres fonds remboursables à vue, à terme ou moyennant un préavis

B3. Personnes visées par l'article 68bis de la Loi Prospectus

Chapitre II. Le crowdfunding à l'épreuve du droit financier

A. Observations préalables

B. Champ d'application de l'obligation de publier un prospectus en matière de crowdfunding sous l'empire de la Loi Prospectus

B1. Notion d'offre publique

a) Une communication adressée sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit à des personnes

b) Présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et les instruments de placement à offrir

c) De manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire les instruments de placement sur lesquels elle porte

d) Qui est faite par la personne qui est en mesure d'émettre ou de céder les instruments de placement ou pour son compte

e) La communication doit porter sur des instruments de placement

e.1 L'attribution d'actions

e.2 La conclusion d'un contrat de prêt à intérêt

e.3 La cession d'une partie des droits patrimoniaux se rapportant à une œuvre artistique

B2. Exceptions au caractère public d'une offre

a) Les offres d'instruments de placement adressées uniquement aux investisseurs qualifiés

b) Les offres d'instruments de placement adressées à moins de cent cinquante personnes physiques ou morales, autres que des investisseurs qualifiés, par État membre de l'EEE

c) Les offres d'instruments de placement qui requièrent une contrepartie d'au moins 100.000 € par investisseur et par offre distincte

d) Les offres d'instruments de placement dont la valeur nominale unitaire s'élève au moins à 100.000 €

e) Les offres d'instruments de placement dont le montant total est inférieur à

100.000 €

B3. Champ d'application de la Loi Prospectus

a) Sur le plan territorial

b) Sur le plan ratione materiae

B4. Exemptions à l'obligation de publier un prospectus

C. L'arrêté royal du 9 octobre 2009 relatif au caractère public de la sollicitation de fonds remboursables

C1. Actes autorisés par l'article 68bis de la Loi Prospectus : Réception ou appel au public en vue de recevoir des dépôts d'argent ou d'autres fonds remboursables à vue, à terme ou moyennant un préavis

C2. Personnes autorisées par l'article 68bis de la Loi Prospectus à recevoir ou solliciter auprès du public la réception de dépôts d'argent ou d'autres fonds remboursables à vue, à terme ou moyennant un préavis

C3. Deux observations complémentaires

a) Première observation

b) Seconde observation

D. Conclusions sur l'état actuel du droit financier belge à l'heure de son application au crowdfunding

V. – Conclusion

A. – Concernant l'émetteur ou l'offreur

B. – Concernant l'exploitant d'une plateforme de crowdfunding

C. – Concernant l'investisseur

I. – Introduction – Le rêve de Walt Disney

1. Lorsqu'à la fin des années 1940, Walt Disney eut l'idée visionnaire de créer un parc d'attractions à thèmes autour des personnages de ses dessins animés, incomparable à tout ce qui existait à l'époque, il dut avant tout faire face à un problème de financement considérable.

La société Walt Disney Productions, propriétaire des studios Disney, était alors endettée, car aucun de ses films d'après-guerre n'avait été bénéficiaire. Roy Disney, frère et associé de Walt, ne croyait pas dans ce projet de parc et refusa, dans un premier temps, d'engager la société financièrement (2).

Walt Disney décida de se passer de l'aide de la société Walt Disney Productions, de vendre sa seconde résidence et d'utiliser les fonds disponibles dans le cadre de sa police d'assurance-vie.

Ceci lui permit notamment de constituer les sociétés Disneyland Inc. et WED Enterprises (3) pour développer et mener son projet à bien.

2. Le défi lié à ses besoins de financement était gigantesque. En effet, si la toute première estimation du coût du projet au début de l'année 1952 portait sur un montant de 1.500.000 \$, le Stanford Research Institute, auquel Walt Disney fit appel pour réaliser l'étude de faisabilité du projet, estima l'année suivante qu'un investissement de 11.000.000 \$ serait finalement nécessaire pour acquérir le terrain, construire le parc et le porter sur ses fonts baptismaux (4).

Le refus de Walt Disney Productions d'intervenir financièrement contraignait donc Walt Disney à se tourner vers des sources de financement extérieures, au premier rang desquelles se trouvaient les banques.

Aucune d'entre elles n'accepta cependant de financer le projet et Walt Disney essuya en tout et pour tout trois cent deux refus de prêt. Il n'abandonna toutefois pas son projet, restant fidèle à sa devise : « If you can dream it, you can do it » (5).

3. C'est lors d'une insomnie que Walt Disney eut l'idée de se tourner vers les chaînes de télévision nationales. Il réussit à convaincre le conseil d'administration de Walt Disney Productions d'investir dans le projet et il fut décidé que Roy Disney négocierait avec les grandes chaînes de télévision établies à New York.

Après le refus de NBC et de CBS, la jeune chaîne ABC (American Broadcasting Company) accepta, au terme de plusieurs mois de négociations, d'intervenir dans le financement de Disneyland (6).

L'accord historique qui fut conclu prévoyait que :

(1) ABC entrerait à hauteur de 34,48 % dans le capital de Disneyland Inc. moyennant un apport de 500.000 \$;

(2) ABC garantirait à Disneyland Inc. une ligne de crédit bancaire de 4.500.000 \$;

(3) pendant sept ans, ABC paierait 5.000.000 \$ par an à Disneyland Inc. en contrepartie de la diffusion sur ABC d'une série intitulée « Disneyland » ;

(4) pendant dix ans ABC recevrait la totalité des profits réalisés par la vente de nourriture au sein du parc Disneyland ;

(5) Walt Disney Productions entrerait à hauteur de 34,48 % dans le capital de Disneyland Inc. moyennant un apport de 500.000 \$;

(6) Walt Disney lui-même investirait 250.000 \$ en contrepartie de 16,55 % du capital de Disneyland Inc. ;

(7) la société Western Printing and Lithography, qui détenait depuis 1932 les droits de reproduction des personnages de Disney, investirait 200.000 \$ en contrepartie de 13,80 % du capital de Disneyland Inc.

Cet accord permit de financer le projet imaginé par Walt Disney et Disneyland ouvrit ses portes au public au mois de juillet 1955.

4. Cet exemple démontre que dans le domaine industriel, commercial ou culturel, il ne suffit pas d'avoir une bonne idée. Il faut encore pouvoir en assurer la réalisation concrète, ce qui implique de disposer du financement adéquat.

En l'espèce, l'idée de Walt Disney a bien failli ne jamais se concrétiser et Disneyland doit assurément son existence à la persévérance de son inventeur.

Mais pour un Walt Disney ayant réussi, combien d'autres inventeurs et entrepreneurs ont échoué ?

Ainsi que nous le verrons, le « crowdfunding » est un mode de financement participatif qui permet de répondre aux besoins de capitaux d'entrepreneurs, inventeurs ou artistes qui n'ont pas accès au marché traditionnel des capitaux.

Il est permis de penser que si le crowdfunding avait existé en 1950, Walt Disney aurait, à tout le moins, sérieusement envisagé d'y avoir recours.

II. – Le crowdfunding – Notion

A. – Essai de définition

5. Le crowdfunding ou crowdfinancing, littéralement « le financement par la foule », est un mode de financement alternatif issu de la pratique qui consiste pour une entreprise, un commerçant, un entrepreneur, un inventeur ou un artiste, à s'adresser au public en général, par quelque moyen que ce soit mais le plus souvent par le biais d'une plateforme internet, afin de recueillir tout ou partie des fonds nécessaires à la protection d'une invention, à la création, à la fabrication ou à la commercialisation d'un bien, d'un service ou d'une production culturelle, ou encore au développement d'une activité commerciale existante ou à naître.

Dans son acception la plus large, le crowdfunding peut aller jusqu'à englober la philanthropie, le mécénat et le sponsoring lorsque le donateur ne reçoit aucune contrepartie à sa mise de fonds, si ce n'est le cas échéant en termes de publicité et d'image ou en termes de déductions fiscales (7).

Dans son acception plus étroite, qui seule nous intéresse ici, le crowdfunding implique nécessairement l'existence d'une contrepartie que l'investisseur recevra, sous une forme ou une autre, en rémunération de la mise de fonds, laquelle constitue un véritable investissement et non une libéralité.

Nous examinerons donc exclusivement cette acception plus étroite du crowdfunding, seule à être visée ci-dessous par le terme « crowdfunding ».

B. – Contexte de l'émergence du crowdfunding

6. La crise financière de 2008 a incontestablement engendré un durcissement des conditions d'octroi du crédit bancaire aux entreprises.

Ce durcissement a été confirmé récemment au niveau national par la Banque Nationale de Belgique, au niveau européen par la Banque Centrale Européenne et au niveau mondial par le Fonds Monétaire International.

7. En Belgique, la Banque Nationale de Belgique, au travers de l'Observatoire du crédit aux sociétés non financières, a indiqué qu'au deuxième trimestre de 2012, les quatre grandes banques belges ont rapporté avoir durci leurs critères d'octroi de crédit aux entreprises pour la première fois depuis trois ans, spécialement pour les petites et moyennes entreprises (ci-après les « PME ») (8).

Le durcissement s'est manifesté, d'une part, par une augmentation des marges des banques et, d'autre part, par un resserrement de critères non monétaires tels que les exigences en matière de garantie, les conditions liées à la durée des prêts et à leurs montants.

8. Au sein de la zone euro, la Banque Centrale Européenne a publié au mois d'avril 2012 son sixième rapport relatif aux résultats d'une enquête menée sur l'accès au financement dans la zone euro pour les PME (9).

Il y est fait état, pour la période d'octobre 2011 à mars 2012, d'une détérioration

accrue des conditions d'accès au financement bancaire pour les PME en zone euro à concurrence de 20 % contre 14 % lors de la précédente enquête.

Ce rapport précise que ces chiffres demeurent inférieurs de plus de 30 % à la détérioration rencontrée pendant les premier et deuxième trimestres 2009, immédiatement après la faillite de la banque Lehman Brothers.

Une autre enquête menée au niveau européen par Eurostat, également publiée en avril 2012, a comparé les conditions d'octroi du crédit aux PME au sein de l'Union européenne et a démontré qu'en 2007, 87 % d'entre elles parvenaient à obtenir un financement bancaire contre seulement 65 % en 2010 (10).

9. À l'échelle mondiale, le FMI a également confirmé la contraction de l'activité économique à la suite de la crise financière de 2008 et, en particulier, le resserrement des conditions d'octroi des crédits (11).

10. Les difficultés rencontrées par les PME et a fortiori par les startups et les artistes, à accéder au marché des capitaux en général, et au crédit bancaire en particulier, a favorisé et accéléré l'émergence de la nouvelle forme de financement, alternative au crédit bancaire, qu'est le crowdfunding.

Pour partie, cette émergence s'explique aussi par l'utilisation croissante d'internet. Cet outil de communication occupe généralement une place centrale dans le recours au crowdfunding.

C. – Classification selon la contrepartie

11. Le mécanisme de financement alternatif et participatif que constitue le crowdfunding est susceptible de recouvrir plusieurs formes.

Sur le plan du droit financier, il nous paraît opportun d'envisager les différentes formes de crowdfunding sous l'angle de la contrepartie offerte à l'investisseur en rémunération de son apport de fonds.

Cette contrepartie est en effet l'un des critères essentiels permettant de déterminer, ainsi que nous le verrons dans le cadre de la présente étude, si et dans quelle mesure les différentes formes de crowdfunding tombent dans le champ d'application du droit financier.

1. Attribution d'actions en rémunération de l'apport

12. Lorsqu'une société recourt au crowdfunding comme mode de financement, elle peut proposer au public d'émettre des titres en rémunération de l'apport de fonds.

S'il peut théoriquement s'agir de tout type de valeurs mobilières, telles l'émission d'un emprunt obligataire, dans la plupart des cas de crowdfunding, la société proposera au public d'en devenir actionnaire, que ce soit par la cession d'actions propres dont la société serait par hypothèse propriétaire, ou le plus souvent au terme d'une augmentation de capital et de l'émission d'actions nouvelles.

Le public qui prendra ainsi part à l'offre deviendra donc actionnaire de la société

et sera, à ce titre, directement intéressé par ses résultats dès lors que le retour sur investissement se traduira nécessairement, pour l'investisseur, par l'attribution de dividendes et, le cas échéant, par la revente ultérieure des actions à un prix plus élevé.

Le public pourra également prendre part à l'assemblée générale des actionnaires pour autant que les actions émises ne soient pas dépourvues du droit de vote.

Cette première forme de crowdfunding est actuellement la plus répandue et son émergence, en l'espace d'une année, a été très rapide.

2. Conclusion d'un contrat de prêt à intérêt

13. Une deuxième forme de crowdfunding consiste, pour la personne à la recherche de financement, à ce que le public lui prête une somme d'argent, à charge pour cette personne de s'engager à la lui rembourser moyennant le paiement d'un intérêt conventionnel (12).

Lorsque le taux de cet intérêt est lié aux résultats de l'emprunteur, l'investisseur sera, comme l'actionnaire, intéressé aux performances réalisées par l'emprunteur.

En revanche, cette deuxième forme de crowdfunding se distingue de la première de deux façons au moins :

a) dès lors qu'elle n'implique pas l'émission de titres représentatifs du capital,

des personnes physiques, telles des commerçants, artistes ou inventeurs qui n'ont pas encore constitué de société ou qui n'ont pas l'intention de le faire peuvent y avoir recours ;

b) lorsque l'emprunteur est une société, cette forme de crowdfunding n'entraîne aucune dilution pour les actionnaires existants et donc aucune perte de la puissance votale. À l'inverse, les prêteurs n'ont pas la possibilité de prendre part à la vie sociétale comme des actionnaires pourraient le faire.

3. Cession de droits d'auteur et autres formes de contreparties

14. Dans une troisième forme de crowdfunding, plus généralement réservée au domaine artistique et culturel, un artiste à la recherche de financement en vue de la création ou de la commercialisation d'une œuvre, peut s'adresser au public, à nouveau le plus souvent par l'intermédiaire d'une plateforme internet, afin de lever les fonds nécessaires au financement de son projet.

En contrepartie du financement obtenu, l'artiste peut choisir de céder à l'investisseur une partie des droits patrimoniaux sur l'œuvre en proportion de sa mise de fonds.

Dans une telle hypothèse, l'investisseur sera, à l'instar des deux autres formes de crowdfunding, intéressé au succès commercial de l'œuvre puisqu'il en retirera une partie des bénéfices, le cas échéant.

Une telle cession de droits patrimoniaux est possible en vertu de l'article 3 § 1er, alinéa 1er de la loi du 30 juin 1994 relative au droit d'auteur et aux droits voisins

(13).

La cession devra alors respecter les dispositions impératives de la loi précitée et sera, pour le surplus, régie par les dispositions du Code civil relatives à la vente.

Il n'entre pas dans le champ de la présente étude d'examiner les règles qui régissent la cession de droits d'auteur.

En revanche, la présente étude examinera la mesure dans laquelle cette forme de crowdfunding pourrait, le cas échéant, être régie par le droit financier belge (voir nos 165 à 168).

15. Restent encore d'autres formes de contreparties le plus souvent spécifiques au domaine artistique et culturel et qui dépendront de l'importance de la mise de fonds.

Il en va ainsi lorsque la contrepartie consiste dans le fait :

a) de recevoir un ou plusieurs exemplaires de l'œuvre, le cas échéant sous la forme d'un ex-libris ou d'une série limitée (dédiacée ou non), réservés aux seuls contributeurs ;

b) de recevoir des dessins ou planches issus de la bande dessinée que le contributeur a financée, des objets à l'effigie de l'œuvre ainsi que l'œuvre elle-même et certains bonus en format numérique ;

c) de voir son nom figurer dans l'album en qualité de contributeur ou souscripteur ;

d) de voir, le cas échéant, l'image de son visage transformée en personnage de bande dessinée ;

e) pour le contributeur de pouvoir suivre la création de l'œuvre, voire de donner son avis sur tel ou tel aspect de l'œuvre pendant sa création (14).

La contrepartie pourra, le cas échéant, consister en une combinaison de ces différents éléments.

16. À ce stade, deux critères cumulatifs nous paraissent déjà caractériser les deux premières formes de crowdfunding :

a) l'utilisation d'internet comme outil de communication par le biais d'un portail ou d'une plateforme spécifique ;

b) la recherche par l'investisseur d'un certain potentiel de rendement et l'acceptation de risques pour y parvenir. Comme nous venons de le voir, ce second critère ne sera pas toujours rencontré dans le cadre de la troisième forme de crowdfunding lorsque le contributeur ne cherche pas véritablement à réaliser un investissement mais se contente, à l'inverse, d'une contrepartie en nature d'une valeur relativement réduite.

17. Contrairement à ce que l'on pourrait penser à première vue, le faible

montant de l'investissement consenti par chaque investisseur n'est pas un critère distinctif du crowdfunding, pas plus que l'absence de publication d'un prospectus.

Ceci signifie que dans certains cas, que nous examinerons (nos 174 et 188), le crowdfunding peut permettre l'investissement de montants importants et requérir la publication d'un prospectus.

III. – Le modèle américain ?

Titre I. Adoption du « Jumpstart Our Business Startups Act »

18. Les difficultés rencontrées par les PME, depuis la crise financière de 2008, pour accéder au marché privé des capitaux, combinées à la dégradation du marché de l'emploi, ont conduit outre-atlantique à une mobilisation politique destinée à enrayer ces deux phénomènes.

Cette mobilisation a donné lieu à l'adoption, en un temps record et de manière bipartisane (n°s 19 et 20), d'une législation spécifique au crowdfunding, légalisant ce mode de financement et l'intégrant dans le droit financier fédéral des États-Unis. Il s'agit du Jumpstart Our Business Startups Act (15) (ci-après le « JOBS Act »).

19. L'administration Obama a ainsi dévoilé en janvier 2011 un plan (16) visant à améliorer la capacité des PME à lever des fonds pour financer leurs activités.

Dès le mois de février 2011, un groupe d'entrepreneurs américains s'est réuni et, avec l'aide du Small Business and Entrepreneurship Council, a sensibilisé le Congrès américain sur la nécessité de légiférer afin de permettre aux entrepreneurs d'utiliser le crowdfunding comme moyen de financer une activité commerciale.

Ces initiatives ont donné lieu au dépôt de plusieurs propositions de lois. D'abord

au niveau de la Chambre des représentants où la proposition de loi intitulée « Entrepreneur Access to Capital Act » a été déposée en septembre 2011 avant d'être suivie en novembre de la même année par le dépôt au Sénat d'une proposition concurrente, le « Democratizing Access to Capital Act » (17).

La Commission sénatoriale en charge du droit bancaire et financier s'est réunie à plusieurs reprises afin d'entendre différents acteurs du monde économique, avocats et professeurs d'Université à propos de la nécessité de réformer le droit financier sur ce point et de la façon la plus adéquate pour y parvenir (18).

Le sénateur Scott Brown, auteur de la seconde proposition de loi, a été entendu par la Commission sénatoriale et a très bien résumé la question lors de son audition : le financement en capital est à la base du lancement de tout projet entrepreneurial, qu'il s'agisse de déposer un brevet pour protéger une invention, d'ouvrir un nouveau commerce ou encore de développer un commerce existant. Alors que le recours à une émission publique est inenvisageable pour une petite ou moyenne entreprise en raison des coûts qui y sont liés, le crowdfunding permettrait de fournir ce financement aux entrepreneurs américains qui le méritent (19).

Pourtant, le sénateur Brown a déclaré que le crowdfunding était alors illégal en raison d'une législation financière vieille de huit décennies. Le sénateur Brown a ajouté que le prochain Steve Jobs ou Mark Zuckerberg se trouvait peut-être empêché de mener à bien son projet par manque de financement en raison d'une législation qui remonte à l'ère de la machine à écrire.

20. Au mois de janvier 2012, le Président Barack Obama a inscrit le crowdfunding à son agenda législatif (20), manifestant expressément son soutien aux propositions de lois existantes.

La Chambre des représentants a adopté la proposition de loi le 8 mars 2012 avant que le Sénat ne l'adopte à son tour le 22 mars 2012 moyennant quelques amendements et que la Chambre ne termine le travail législatif le 27 mars 2012 en confirmant le texte tel que voté par le Sénat. Les chambres basse et haute ont toutes deux adopté ce texte législatif dans un délai record et à une écrasante majorité (380-41 pour la Chambre et 73-26 pour le Sénat), témoignant ainsi du caractère bipartisan de cette législation, ce qui est suffisamment rare pour être souligné.

Le Président Barack Obama s'est ensuite empressé de sanctionner la loi le 5 avril suivant.

21. Le JOBS Act est, à notre connaissance, le premier texte de loi qui légalise en tant que tel le crowdfunding. Il mérite à ce titre que l'on s'y intéresse dans la perspective d'une éventuelle modification à venir du droit financier belge, le cas échéant sous l'impulsion du droit européen.

Titre II. Contenu du JOBS Act

Chapitre I. Légalisation du crowdfunding

22. Le JOBS Act modifie sensiblement le droit financier américain à plusieurs égards (21).

Au premier chef, le titre III du JOBS Act, intitulé « Crowdfunding », légalise expressément ce mode de financement :

– en insérant un article 4 (a) (6) dans le Securities Act de 1933 (22), laquelle disposition crée une exemption spécifique pour les opérations de crowdfunding qui y sont visées ;

– en consacrant l’existence de portails ou plateformes internet destinées à lever des fonds. Une définition de ces portails a été insérée à l’article 3 (a) (80) du Securities Exchange Act de 1934 (23).

Le titre II du JOBS Act modifie également les conditions dans lesquelles certaines offres considérées tantôt comme publiques tantôt comme privées, selon les cas, peuvent être émises. Ces modifications portent notamment sur le montant de l’offre, le nombre d’investisseurs qui peuvent en être destinataires, la qualité de ces investisseurs, ainsi que sur les obligations imposées à l’émetteur et aux intermédiaires auxquels l’émetteur fait appel.

Par ailleurs, le titre I du JOBS Act crée un statut particulier pour les sociétés qui, selon certains critères tenant notamment à leur chiffre d’affaire, sont considérées comme étant « émergentes » et allège à de nombreux égards leurs obligations en cas d’émission d’offres publiques.

Enfin, les titres V et VI du JOBS Act ont apporté des modifications aux conditions à partir desquelles une société doit s’enregistrer auprès de la Securities and Exchange Commission (ci-après « SEC ») et devenir « publique » selon les règles en vigueur en droit financier fédéral des États-Unis.

23. Nous avons analysé les modifications apportées par le JOBS Act au droit financier américain et vous livrons ici la synthèse des modifications pertinentes en matière de crowdfunding et d’offres publiques ou privées de « securities ».

Cette synthèse expose donc nécessairement les principes en vigueur au moment de l'adoption du JOBS Act et met en lumière les modifications apportées par cette législation.

A. L'offre au public est réglementée

A1. Interdictions de principe

24. L'article 5 du Securities Act de 1933 pose deux interdictions.

L'article 5 (a) et (c) du Securities Act de 1933 interdit à quiconque d'utiliser, directement ou indirectement, tout moyen de communication généralement quelconque dans le but d'émettre une offre relative à la vente ou à l'achat de toute « security » à moins que celle-ci n'ait été au préalable enregistrée auprès de la SEC en application de l'article 6 du Securities Act de 1933.

En outre, l'article 5 (b) du Securities Act de 1933 interdit à toute personne d'utiliser, directement ou indirectement, tout moyen de communication généralement quelconque afin d'émettre une offre relative à la vente ou à l'achat de toute « security » qui a été enregistrée auprès de la SEC, mais dont l'offre ne serait pas accompagnée du prospectus en application de l'article 10 du Securities Act de 1933.

25. La notion de « security » est définie très largement à l'article 2 (a) (1) du Securities Act de 1933 et recouvre peu ou prou la notion, au moins aussi large, d'instrument de placement au sens de l'article 4 § 1er de la loi belge

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.

Rentrent notamment dans la définition de « securities » les titres, actions, actions de trésorerie, futurs, swaps, obligations, reconnaissances de dette, certificats d'intérêt, conventions de profit sharing, certificats de trust, contrats d'investissement, certificats de dépôt d'une « security », put, call ou options sur une « security » ou, de manière générale, tout intérêt ou instrument habituellement connu comme étant une « security ».

Nous reviendrons ultérieurement sur la notion d'instrument de placement en droit financier belge (n° 101).

A2. Exemption de certaines « securities »

26. En vertu de l'article 3 du Securities Act de 1933, certains types de « securities » sont exemptés des deux interdictions prévues par l'article 5.

Relevons à titre d'exemple :

- a) l'article 3 (a) (2) exempte les « securities » garanties par l'État fédéral, par l'un des États des États-Unis ou par certaines autres entités publiques ;
- b) l'article 3 (a) (2) exempte les « securities » reçues par des employés de leur employeur au titre de rémunération moyennant le respect de certaines

conditions ;

c) l'article 3 (a) (4) exempte les « securities » émises par des associations sans but lucratif ainsi que par des associations ou groupements créés à des fins exclusivement religieuses, d'éducation, de bénévolat, de fraternité, de charité excluant toute idée de profit pécuniaire ;

d) l'article 3 (a) (7) exempte les certificats délivrés par un curateur avec l'accord du tribunal en matière de faillite.

A3. Exemptions de certaines opérations

27. L'article 4 du Securities Act de 1933 exempte, lui, certaines opérations.

C'est notamment le cas de l'article 4 (a) (2) qui exempte les opérations réalisées par un émetteur (24) lorsque celles-ci n'impliquent aucune offre au public.

L'article 4 (a) (2) a été adopté par le législateur américain afin d'exempter les offres privées réservées à un nombre limité de personnes qui, à l'instar des investisseurs institutionnels, sont suffisamment sophistiquées pour apprécier elles-mêmes les avantages et risques liés à l'acquisition desdites « securities ».

L'article 4 (a) (2) ne définit pas l'offre privée par rapport à l'offre publique, ni les conditions exactes d'application de cette exemption mais la Cour suprême des États-Unis a déterminé les contours de cette exemption en décidant que :

a) les destinataires de l'offre doivent avoir accès au même degré d'information que celles qui figureraient dans un prospectus si l'opération n'était pas exemptée ;

b) les destinataires de l'offre doivent être suffisamment sophistiqués, c'est-à-dire qu'ils doivent avoir une connaissance et une expérience suffisante du marché financier pour apprécier eux-mêmes les avantages et risques liés à l'acquisition des « securities » (25).

S'il va de soi que l'exemption concernant les offres privées exclut toute idée de communication ou de sollicitation du public, en général, le champ d'application et les contours de cette exemption demeurent incertains si bien qu'une appréciation au cas par cas sera requise. (26)

Il sera plus difficile d'établir que les conditions de cette exemption sont réunies à mesure que le nombre d'acheteurs augmente et que le lien entre ces acheteurs et l'émetteur devient plus distant.

Le fait qu'un seul acheteur soit jugé comme n'étant pas suffisamment sophistiqué a pour conséquence que l'ensemble de l'offre privée sera considérée comme étant faite en violation du droit financier.

C'est la raison pour laquelle les émetteurs privilégient généralement d'autres exemptions ainsi que nous le verrons ci-après (nos 44 et s.).

28. L'article 4 (a) (5) exempte les opérations impliquant l'offre ou la vente de « securities » par un émetteur :

a) à un ou plusieurs investisseurs avisés (« accredited investors »). En application de l'article 2 (a) (15) du Securities Act de 1933, rentrent dans la catégorie des investisseurs avisés :

a.1 les établissements de crédit, compagnies d'assurance et entreprises d'investissement au sens où ces termes sont définis par le droit financier américain ;

a.2 toute personne qui, sur la base de facteurs tels que le degré de sophistication financière, le patrimoine, la connaissance et l'expérience en matière financière ou le montant des avoirs en gestion, est qualifié d'investisseur avisé conformément aux règles établies par la SEC.

Ainsi que nous le verrons ci-dessous (n° 43), la SEC a fait usage des pouvoirs qui lui ont été délégués pour adopter des règles qui régissent les opérations exemptées des obligations édictées par l'article 5 du Securities Act de 1933.

Ces règles sont contenues dans les articles 230.500 et suivants du titre 17 du Code of Federal Regulations (27) (« CFR ») sous l'intitulé « Regulation D » qui régit les opérations exemptées des obligations édictées par l'article 5 susvisé.

Par la règle 501 (a) (1) à (8), la SEC a sensiblement complété la définition de l'investisseur avisé en y ajoutant notamment les intermédiaires agréés, les administrateurs de l'émetteur, les trusts dont les avoirs sont supérieurs à 5.000.000 \$ ainsi que toute entité dont l'ensemble des titulaires de parts sont eux-mêmes des investisseurs avisés.

La SEC a également défini les critères permettant de déterminer à partir de quel seuil une personne physique doit être qualifiée d'investisseur avisé. Il s'agit, en application de la règle 501 (a) (5) et (6) de toute personne :

– dont le patrimoine personnel, le cas échéant combiné à celui de son conjoint, est supérieur à 1.000.000 \$;

– dont le revenu du travail calculé sur la base des deux années les plus récentes est supérieur à 200.000 \$ ou dont les revenus cumulés avec ceux de son conjoint dépassent 300.000 \$.

a.3 pour autant que le prix total de l'offre n'excède pas 5.000.000 \$;

a.4 pour autant que l'offre ne soit accompagnée d'aucune publicité ou de sollicitation du public par l'émetteur ou par quelqu'un agissant pour le compte de l'émetteur ;

a.5 et pour autant que l'émetteur ait déposé auprès de la SEC un avis de vente conformément à la règle 503 reprenant les informations prescrites par le formulaire D au plus tard 15 jours calendrier après la première vente réalisée dans le cadre de l'offre.

B. Le crowdfunding fait désormais l'objet d'une exemption spécifique

B1. Insertion d'un article 4 (a) (6) dans le Securities Act de 1933

29. L'article 302 (a) du JOBS Act, intitulé « Crowdfunding Exemption », a inséré un article 4 (a) (6) dans le Securities Act de 1933. Cette disposition crée une nouvelle exemption destinée à couvrir le mécanisme du crowdfunding.

Ce sont cette exemption et les conditions qui y sont attachées que nous examinons ici.

30. En vertu de l'article 4 (a) (6) du Securities Act de 1933, les deux interdictions prévues par l'article 5 ne s'appliquent pas aux opérations impliquant l'offre ou la vente de « securities » par un émetteur pour autant que :

a) le montant total des « securities » vendues par l'émetteur aux investisseurs, en ce compris les « securities » vendues sur une période de 12 mois précédant l'opération faisant l'objet de l'exemption, n'excède pas 1.000.000 \$;

b) le montant total des « securities » vendues par l'émetteur à chaque investisseur, en ce compris les « securities » vendues sur une période de 12 mois précédant l'opération faisant l'objet de l'exemption, n'excède pas :

b.1 celui des deux montants qui est le plus élevé, à savoir 2.000 \$ ou 5 % du revenu annuel ou du patrimoine net de l'investisseur en question lorsque ce revenu annuel ou ce patrimoine net est inférieur à 100.000 \$;

b.2 10 % du revenu annuel ou du patrimoine net de l'investisseur en question, plafonné à 100.000 \$ par investisseur, lorsque ce revenu annuel ou ce patrimoine net est égal ou supérieur à 100.000 \$.

c) l'opération est réalisée au travers d'un courtier ou d'une plateforme qui répond aux exigences de l'article 4A (a) du Securities Act de 1933.

d) l'émetteur se conforme aux exigences de l'article 4A (b).

B2. Insertion d'un article 4A dans le Securities Act de 1933

31. L'article 302 (b) du JOBS Act a inséré un article 4A dans le Securities Act de 1933, lequel est intitulé « Requirements with respect to certain small transactions ». Cette disposition énonce les conditions à satisfaire pour bénéficier de l'exemption de crowdfunding.

a) Obligations imposées aux intermédiaires

32. L'article 4A (a) concerne les obligations imposées aux intermédiaires.

En vertu de cette disposition, toute personne agissant en qualité d'intermédiaire dans une opération impliquant l'offre ou la vente de « securities » a l'obligation de :

a.1 s'enregistrer auprès de la SEC en qualité de courtier ou de portail au sens de l'article 3 (a) (80) du Securities Exchange Act de 1934 (28).

Cette disposition définit le portail comme étant toute personne agissant en qualité d'intermédiaire dans une opération impliquant l'offre ou la vente de « securities » en application de l'article 4 (a) (6) du Securities Act de 1933 et qui :

- ne fournit pas des conseils ou recommandations en matière d'investissement ;
- ne sollicite pas l'achat, la vente ou l'offre d'achat portant sur les « securities » proposées sur son portail ou sa plateforme internet ;
- ne rémunère pas ses employés, mandataires ou d'autres personnes en vue de telles sollicitations ou en raison de la vente de « securities » proposées sur son site internet ;
- ne détient pas, ne gère pas, ne possède pas ni n'assure le traitement des « securities » et des fonds investis ;
- ne s'engage pas dans d'autres activités que la SEC déterminera.

Toutefois, l'article 304 (a) du JOBS Act a inséré un article 3 (h) dans le Securities Exchange Act de 1934 afin de prévoir, au titre « d'exemption limitée pour les portails », que la SEC sera chargée d'exempter un portail qui est enregistré en vertu de l'article 4A du Securities Act de 1933 de l'obligation de s'enregistrer en outre comme intermédiaire (« broker or dealer ») au sens de l'article 15 (a) (1) du Securities Exchange Act de 1934 pour autant que ce portail :

- reste soumis à l'autorité de la SEC ;
- soit membre d'une « national securities association » conformément à l'article 15A du Securities Exchange Act de 1934 (29) ;
- se conforme à toute autre règle que la SEC adoptera.

Par conséquent, un portail qui se sera enregistré en tant que tel auprès de la SEC conformément à l'article 4A sera exempté de l'obligation de s'enregistrer auprès de la même SEC en qualité d'intermédiaire au sens de l'article 15 (a) (1) du Securities Exchange Act de 1934 (30).

a.2 fournir les informations nécessaires relatives aux risques ainsi que toute autre information de nature éducative qui sera déterminée par la SEC ;

a.3 s'assurer que l'investisseur :

- a lu les informations qui lui ont été communiquées,
- affirme avoir compris qu'il risque de perdre l'entièreté de son investissement et qu'il est en mesure de faire face à une telle perte,
- réponde à des questions démontrant une compréhension des risques associés à un investissement dans des startups, petites entreprises et petits émetteurs, qu'il comprend le risque d'illiquidité de son investissement ainsi que tout autre

élément qui sera déterminé par la SEC ;

a.4 prendre toutes les mesures pour réduire le risque de fraude affectant ces opérations, notamment en vérifiant le passé des administrateurs, exécutifs et de toute personne détenant plus de 20 % dans le capital d'un émetteur dont les titres sont proposés sur le portail ;

a.5 au plus tard 21 jours avant le premier jour de la vente des « securities », fournir à la SEC et aux investisseurs potentiels les informations communiquées par l'émetteur conformément à l'article 4A (b) ;

a.6 s'assurer que le produit de la vente des « securities » est entièrement remis à l'émetteur lorsque les fonds levés sont équivalents ou supérieurs à l'objectif fixé dans l'offre et permettre aux investisseurs d'annuler leur engagement d'investir conformément aux règles que la SEC sera amenée à adopter ;

a.7 s'assurer, conformément aux règles que la SEC sera amenée à adopter, qu'aucun investisseur n'a acheté, pendant la période de 12 mois précédant l'opération, des « securities » proposées à la vente par tout émetteur dans le cadre de l'article 4 (a) (6), pour un montant qui excède les limites fixées à l'article 4 (a) (6) (B) ;

a.8 prendre les mesures requises pour protéger la confidentialité des informations recueillies de la part des investisseurs conformément aux règles que la SEC sera amenée à adopter ;

a.9 ne pas rémunérer des personnes chargées d'identifier des investisseurs

potentiels ;

a.10 interdire à ses administrateurs et exécutifs d'avoir un intérêt financier dans un émetteur faisant appel aux services du portail ;

a.11 satisfaire à toute autre condition que la SEC prescrira en vue de la protection des investisseurs.

b) Obligations imposées aux émetteurs

33. L'article 4A (b) du Securities Act de 1933 met des obligations à charge des émetteurs en leur imposant de :

b.1 fournir à la SEC, au courtier ou au portail concerné et aux investisseurs potentiels :

– le nom, la forme sociale, l'adresse du siège et l'adresse du site internet de l'émetteur ;

– le nom des administrateurs, exécutifs et de toute personne détenant plus de 20 % dans le capital d'un émetteur dont les titres sont proposés à la vente ;

– une description de l'activité commerciale de l'émetteur et de son business plan ;

– une description de la situation financière de l'émetteur, description dont le degré de précision sera croissant en fonction de l'importance des objectifs de levée de fonds recherchés par l'émetteur dans le cadre de l'article 4 (a) (6) au cours des 12 mois qui ont précédé :

i) jusque 100.000 \$, une copie de la dernière déclaration fiscale et une copie des comptes certifiés conformes par le principal « executive officer » de l'émetteur suffit ;

ii) entre 100.000 \$ et 500.000 \$, des comptes certifiés par un comptable indépendant de l'émetteur doivent être communiqués ;

iii) au-delà de 500.000 \$, des comptes audités sont exigés.

– une description du but poursuivi et de l'utilisation qui sera faite des fonds levés à la suite de l'offre ainsi qu'une mise à jour régulière concernant les progrès réalisés afin d'atteindre l'objectif fixé pour la levée de fonds ;

– le prix des « securities » proposées au public ou la méthode utilisée pour déterminer le prix étant précisé que préalablement à la vente, chaque investisseur doit se voir communiquer par écrit le prix effectif et doit disposer d'un délai raisonnable pour renoncer à son engagement d'acquérir des « securities » ;

– une description de la propriété du capital de l'émetteur, en ce compris :

i) les caractéristiques des « securities » qui sont proposées à la vente, la description des autres classes de « securities » qui existeraient par hypothèse et la manière dont ces dernières pourraient affecter, limiter ou diluer les droits de celles qui sont offertes ;

ii) une description de la manière dont l'exercice de leurs droits par les actionnaires principaux de l'émetteur pourrait affecter de façon négative les acquéreurs de « securities » ;

iii) la méthode d'évaluation des « securities » ;

iv) les risques pour les acquéreurs liés au fait d'être minoritaires dans le capital de l'émetteur et les risques liés à des décisions que l'émetteur pourrait prendre dans le futur en termes d'émission d'actions nouvelles ou de cessions d'actifs ;

b.2 ne pas faire de publicité concernant l'offre à l'exception de messages dirigeant les investisseurs potentiels vers la plateforme internet ou vers le courtier ;

b.3 ne pas rémunérer ou ne pas s'engager à rémunérer, directement ou indirectement, qui que ce soit en vue de promouvoir l'offre par des canaux de communication fournis par le courtier ou la plateforme sans s'être au préalable conformé aux règles que la SEC prescrira afin d'assurer que le bénéficiaire de la rémunération dévoilera clairement l'existence de cette rémunération lors de chaque communication ;

b.4 communiquer au moins annuellement à la SEC et aux investisseurs les comptes de résultats et un bilan de l'émetteur ;

b.5 satisfaire à toute autre condition que la SEC prescrira en vue de la protection des investisseurs.

c) Droit d'action spécifique réservé aux investisseurs

34. L'article 4A (c) du Securities Act de 1933 consacre un droit d'action spécifique au profit de l'investisseur à l'égard de l'émetteur lorsque, dans le cadre d'une opération de crowdfunding exemptée en application de l'article 4 (a) (6) du Securities Act de 1933, ce dernier a commis une fausse déclaration ou a omis de déclarer une information légalement requise ou une information nécessaire pour qu'au vu des circonstances dans lesquelles elles sont fournies, lesdites informations ne soient pas trompeuses.

L'investisseur devait ignorer l'omission ou le caractère inexact de la déclaration et celle-ci doit avoir été faite en utilisant tout moyen de communication généralement quelconque, qu'elle soit écrite ou orale.

En ce qui concerne la charge de la preuve, si l'émetteur n'est pas en mesure de démontrer :

– qu'il ignorait le caractère inexact de la déclaration ou

– qu'il procédait à une omission ;

– et que, faisant usage d'une diligence raisonnable, il n'aurait pas été en mesure

de s'en apercevoir,

l'investisseur pourra exiger le remboursement du prix payé pour acquérir les « securities » ainsi que des intérêts complémentaires après déduction des éventuelles sommes perçues par l'investisseur.

Il est à noter que l'article 4A (c) (3) étend expressément la définition « d'émetteur » aux administrateurs de l'émetteur, à ceux qui occupent des postes exécutifs (CEO, CFO...), aux comptables et réviseurs qui contrôlent et vérifient les comptes de l'émetteur.

d) Limitation du droit de revendre les « securities »

35. L'article 4A (e) limite le droit de revendre les « securities » acquises dans le cadre d'une opération de crowdfunding exemptée en application de l'article 4 (a) (6) du Securities Act de 1933 en prévoyant que :

d.1 les « securities » acquises ne peuvent être cédées par l'acquéreur pendant une période d'un an à dater de la date d'acquisition, à moins qu'elles ne soient cédées :

– à l'émetteur lui-même ;

– à un investisseur averti (« accredited investor ») ;

– dans le cadre d’une offre enregistrée auprès de la SEC ;

– à un parent de l’acquéreur ou, à la suite du décès ou du divorce de l’acquéreur ou de toute circonstance analogue à apprécier par la SEC ;

d.2 la cession sera soumise à toute autre restriction que la SEC établira.

e) Champ d’application de l’article 4 (a) (6) du Securities Act de 1933

36. Le champ d’application de l’article 4 (a) (6) du Securities Act de 1933 se voit limité par l’article 4A (f) qui prévoit que les règles consacrant l’exemption du crowdfunding ne s’appliqueront pas aux opérations impliquant l’offre ou la vente de « securities » par un émetteur qui :

e.1 n’est pas soumis aux lois de l’un des États ou du District of Columbia des États-Unis d’Amérique (31) ;

e.2 est déjà soumis aux obligations de « reporting » auprès de la SEC en application des articles 13 ou 15 (d) du Securities Exchange Act de 1934 (32) ;

e.3 est une société d’investissement au sens du droit financier américain ;

e.4 qui ne satisferait pas aux conditions que la SEC pourrait établir.

37. L'article 4A (g) prend le soin de préciser que les articles 4 (a) (6) et 4A ne pourront en aucune façon être interprétés comme empêchant un émetteur de lever des fonds au travers d'autres méthodes que celles décrites à l'article 4 (a) (6) relatives au crowdfunding.

38. L'article 302 (c) du JOBS Act délègue à la SEC le soin d'adopter, dans un délai de 270 jours à dater de son adoption, les règles que la SEC jugera appropriées en vue de la protection des investisseurs dans le cadre de la mise en œuvre des articles 4 (a) (6) et 4A nouvellement insérés dans le Securities Act de 1933.

39. Dans le même sens, l'article 302 (d) du JOBS Act prévoit que dans un délai de 270 jours à dater de son adoption, la SEC adoptera des règles d'exclusion aux termes desquelles :

– un émetteur ne sera pas autorisé à faire offre de « securities » en application de l'article 4 (a) (6) du Securities Act de 1933 ;

– un courtier ou portail ne sera pas autorisé à effectuer ou à prendre part à une opération en application de l'article 4 (a) (6) du Securities Act de 1933.

L'article 302 (d) du JOBS Act précise encore que ces règles d'exclusions devront viser différentes hypothèses mettant en cause l'honnêteté et la probité de l'émetteur.

Sont ainsi notamment visés les émetteurs, leurs administrateurs ou bénéficiaires

économiques détenant plus de 10 % du capital de l'émetteur qui ont fait l'objet de condamnations pour des faits liés à la vente ou à l'émission de « securities » ou qui font l'objet d'injonctions leur interdisant de prendre part à de telles opérations (33).

Au jour où la présente contribution est mise sous presse, la SEC n'a pas encore adopté les règles précitées et le délai pour ce faire n'a pas encore expiré. À cet égard, la SEC a pris le soin de rappeler, dans le cadre de deux communications des 23 avril et 7 mai 2012, qu'elle s'est vue accorder le pouvoir, en vertu du titre III du JOBS Act, d'adopter des règles en vue d'implémenter les dispositions nouvelles et d'assurer la protection des investisseurs. Par sa communication, la SEC attire donc l'attention des émetteurs et intermédiaires sur le fait que, nonobstant l'entrée en vigueur des articles 4 (a) (6) et 4A nouveaux du Securities Act de 1933, ils ne peuvent pas encore se prévaloir de l'exemption du crowdfunding et ce tant que les règles n'auront pas été adoptées par la SEC (34).

40. L'article 305 du JOBS Act concerne la relation, d'une part, entre les dispositions de droit financier fédéral contenues dans le JOBS Act et, d'autre part, les dispositions de droit financier étatiques.

Il est ainsi précisé par l'article 305 (a) que toutes les dispositions étatiques relatives aux obligations en termes d'enregistrement, de documentation et d'offre ne s'appliquent pas aux « covered securities » parmi lesquelles figurent les « securities » qui ont fait l'objet d'une exemption en application de l'article 4 (a) (6) relatif au crowdfunding.

En revanche, l'article 305 (b) précise que le JOBS Act ne porte nullement atteinte au pouvoir des États d'enquêter et d'agir à l'égard d'émetteurs, de portails, de courtiers et de toute autre personne qui ferait usage de l'exemption prévue à l'article 4 (a) (6) en matière de crowdfunding d'une manière frauduleuse ou illicite.

Enfin, l'article 305 (d) du JOBS Act modifie l'article 15 (i) du Securities Exchange Act de 1934 et précise, d'une part, que les États ne peuvent adopter des lois ou règlements qui porteraient atteinte à l'activité des portails en tant que telle et, d'autre part, que pour les portails qui ont leur siège dans un État, ce dernier ne peut légiférer dans un sens qui ajouterait des obligations aux portails ou qui différerait des obligations imposées aux portails par le JOBS Act.

41. Il faut encore préciser que s'agissant d'une loi fédérale, les dispositions du JOBS Act s'appliquent aux offres dites « interstates », à savoir interétatiques et non aux offres « intrastates », à savoir intra-étatiques.

Une offre est intra-étatique lorsqu'elle demeure confinée aux limites de l'État dans lequel elle a été émise, par exemple au travers d'une publication essentiellement locale.

L'offre intra-étatique est alors exclusivement régie par les dispositions de droit financier en vigueur dans cet État, à l'exclusion de la législation fédérale.

Chapitre II. Suppression de l'interdiction de la sollicitation et de la publicité dans le cadre des règles 506 et 144A

A. Introduction

42. Aux côtés du titre III du JOBS Act, le législateur fédéral américain a adopté un titre II intitulé « Accès au capital pour les créateurs d'emploi ».

Ce titre II mérite également l'attention en ce qu'il modifie la réglementation financière relative à la sollicitation et à la publicité en matière d'offre et de vente de « securities ».

43. Pour rappel, l'article 4 (a) du Securities Act de 1933 prévoit différents cas dans lesquels les opérations impliquant l'offre ou la vente de « securities » sont exemptées des obligations prévues par l'article 5 de la même loi, à savoir l'obligation d'enregistrement auprès de la SEC, d'une part, et l'obligation de publier un prospectus approuvé par la SEC, d'autre part.

La raison d'être de ces exemptions est simple : nombre de PME ne seraient pas en mesure de lever des fonds sur le marché des capitaux si elles devaient se conformer aux obligations précitées.

Nous avons vu au n° 28 que faisant usage de son pouvoir réglementaire, la SEC a édicté des règles régissant les offres de « securities ».

Ces règles figurent, pour partie, dans les règles 230.500 et suivantes du titre 17 du CFR sous l'intitulé « Regulation D » et, pour partie, dans les règles 230.251 et suivantes du titre 17 du CFR sous l'appellation « Regulation A ».

B. Exemptions concernant les offres soumises à la « Regulation D »

B1. Introduction

44. Sans préjudice des cas de « securities » exemptées en vertu de l'article 3 du Securities Act de 1933, d'une part, et des opérations exemptées en vertu de l'article 4 de la même loi, d'autre part, la SEC a édicté trois cas d'exemptions supplémentaires au travers des règles 504, 505 et 506.

Ces trois règles visent trois types d'offres différentes et prévoient des obligations spécifiques et des exemptions pour chacune d'elles.

Les règles 504 et 505 ont été adoptées par la SEC afin d'exécuter l'article 3 (b) (1) du Securities Act de 1933 qui permet à la SEC de prévoir des catégories d'exemptions supplémentaires lorsque, soit en raison du faible montant visé par l'offre, soit en raison du caractère public limité de l'émission, il n'est pas nécessaire de soumettre ces offres aux obligations de l'article 5 en vue d'assurer la protection des investisseurs, étant précisé que toute offre d'un montant supérieur à 5.000.000 \$ ne pourra pas être exemptée en application de l'article 3 (b).

La règle 506 prévoit, quant à elle, un « safe harbor » en disposant que ne revêtent pas un caractère public au sens de l'article 4 (a) (2), les offres qui satisfont aux conditions édictées par cette règle 506.

B2. La limitation générale prescrite par la règle 502 (c)

45. La règle 502 (c) énonce une limitation générale qui a vocation à s'appliquer aux émissions effectuées sous le régime des règles 504, 505 et 506.

Cette limitation vise la forme de l'offre publique et prévoit que ni l'émetteur ni la personne agissant pour son compte ne peuvent offrir en vente ou vendre des « securities » au moyen d'une quelconque forme de sollicitation générale ou de publicité générale, en ce compris notamment les formes suivantes :

a) toute publicité, article, note ou autre communication publiée dans un journal, magazine ou tout autre média similaire ou diffusés à la télévision ou à la radio ;

b) tout séminaire ou réunion dont les personnes qui y assistent ont été invitées par un quelconque moyen de sollicitation générale ou de publicité générale.

La SEC a interprété cette règle 502 (c) comme s'étendant à tout autre media disponible au public tel que des sites internet librement accessibles.

B3. Les émissions réalisées dans le cadre de la règle 504

46. La règle 504 vise les offres de « securities » :

a) dont le montant total n'excède pas 1.000.000 \$, après déduction du prix cumulé de toutes les « securities » vendues par l'émetteur pendant une période de douze mois avant le début et pendant l'offre émise sous l'empire de la règle 504 ;

b) dont l'émetteur répond à certaines conditions et n'est notamment pas une société cotée ou une entreprise d'investissement ;

c) qui sont destinées à des investisseurs avisés (« accredited investors ») ;

d) qui satisfont aux conditions de la règle 502 (a), (c) et (d), à savoir :

– les offres et ventes de « securities » intervenues plus de six mois avant le début de l’offre ou plus de six mois après sa clôture ne seront en principe pas considérées comme faisant partie de l’offre régie par la « Regulation D » ;

– la sollicitation et la publicité sont interdites ;

– la revente des « securities » par l’acquéreur est soumise à des restrictions et ces « securities » sont qualifiées de « restricted securities ».

Toutefois, l’interdiction de la sollicitation et de la publicité et les restrictions imposées à la revente des « securities » ne s’appliqueront pas dans certains cas particuliers dans le détail desquels nous ne rentrerons pas.

Les offres soumises à la règle 504 sont exemptées de l’obligation normalement faite à l’émetteur, en vertu de la règle 502 (b), de fournir des informations de nature financière et non financière.

B4. Les émissions réalisées dans le cadre de la règle 505

47. La règle 505 vise les offres de « securities » :

a) dont le montant total n'excède pas 5.000.000 \$, après déduction du prix cumulé de toutes les « securities » vendues par l'émetteur pendant une période de douze mois avant le début et pendant l'offre émise sous l'empire de la règle 505 ;

b) dont l'émetteur n'est pas une entreprise d'investissement ;

c) qui sont limitées à ou dont l'émetteur croit raisonnablement qu'elles sont limitées à trente-cinq acheteurs qui ne sont pas des investisseurs avisés. La règle 501 (e) précise à cet égard que pour le calcul du nombre d'acheteurs, il n'est notamment pas tenu compte de tout parent, conjoint ou parent du conjoint qui a la même résidence principale que l'acquéreur, de toute société dont l'acheteur est le bénéficiaire économique à plus de 50 %, ainsi que des investisseurs avisés (« accredited investors ») ;

d) qui satisfont aux quatre conditions de la règle 502, à savoir :

– les offres et ventes de « securities » intervenues plus de six mois avant le début de l'offre ou plus de six mois après sa clôture ne seront en principe pas considérées comme faisant partie de l'offre régie par la « Regulation D » ;

– des informations financières et non financières doivent être communiquées préalablement à la vente, par l'émetteur à tout acheteur qui n'est pas un investisseur avisé. La nature des informations financières à communiquer varie selon que le montant de l'offre ne dépasse pas 2.000.000 \$, est compris entre 2.000.001 \$ et 7.500.000 \$ ou est supérieur à 7.500.000 \$;

– la sollicitation et la publicité sont interdites ;

– la revente des « securities » par l’acquéreur est soumise à des restrictions et ces « securities » sont qualifiées de « restricted securities ».

L’exemption visée par la règle 505 de la « Regulation D » est très proche, mais ne se confond pas avec l’exemption consacrée par l’article 4 (a) (5) du Securities Act de 1933 et que nous avons examinée au n° 28.

B5. Les émissions réalisées dans le cadre de la règle 506

48. La règle 506 vise les offres de « securities » :

a) sans aucune limitation quant à leur montant ;

b) qui sont limitées à ou dont l’émetteur croit raisonnablement qu’elles sont limitées à trente-cinq acheteurs. Tout comme pour la règle 505, il n’est notamment pas tenu compte de tout parent, conjoint ou parent du conjoint qui a la même résidence principale que l’acquéreur, de toute société dont l’acheteur est le bénéficiaire économique à plus de 50 %, ainsi que des investisseurs avisés (« accredited investors ») ;

c) cependant, les trente-cinq acheteurs qui ne sont pas des investisseurs avisés doivent, pour l’application de la règle 506, répondre à une condition supplémentaire par rapport à ceux visés dans l’exemption prévue par la règle 505 dès lors qu’ils doivent présenter un degré de sophistication plus élevé.

En effet, soit ces acheteurs doivent avoir une connaissance et une expérience en matière financière et commerciale telles qu'ils soient capables d'évaluer les avantages et les risques de l'investissement envisagé, soit l'émetteur croit raisonnablement, préalablement à la vente, que l'acheteur correspond à cette description ;

d) qui satisfont aux quatre conditions de la règle 502, à savoir :

- les offres et ventes de « securities » intervenues plus de six mois avant le début de l'offre ou plus de six mois après sa clôture ne seront en principe pas considérées comme faisant partie de l'offre régie par la « Regulation D » ;

- des informations financières et non financières doivent être communiquées préalablement à la vente, par l'émetteur à tout acheteur qui n'est pas un investisseur avisé. La nature des informations financières à communiquer varie selon que le montant de l'offre ne dépasse pas 2.000.000 \$, est compris entre 2.000.001 \$ et 7.500.000 \$ ou est supérieur à 7.500.000 \$;

- la sollicitation et la publicité sont interdites ;

- la revente des « securities » par l'acquéreur est soumise à des restrictions et ces « securities » sont qualifiées de « restricted securities ».

49. Qu'il s'agisse de la règle 504, 505 ou 506, l'émetteur qui s'en prévaut a l'obligation générale, en vertu de la règle 503, de déposer auprès de la SEC une notice de vente contenant les informations prévues par le formulaire D

au plus tard 15 jours après la première vente de « security » dans le cadre de cette offre.

Il s'agit d'un document relativement succinct qui n'est pas à comparer avec le prospectus devant être approuvé par la SEC en vertu de l'article 10 du Securities Act de 1933.

C. Modifications apportées par le JOBS Act concernant la règle 506

C1. Introduction

50. L'article 201 (a) (1) du JOBS Act impose à la SEC de modifier la règle 506 dans un délai de 90 jours à dater de l'adoption du JOBS Act afin de prévoir que l'interdiction de la sollicitation et de la publicité prévue par la règle 502 (c) ne s'appliquera pas aux offres et aux ventes de « securities » faites conformément à la règle 506, pour autant que tous les acheteurs soient des investisseurs avisés (« accredited investors »).

La règle 506 nouvelle devra également prévoir l'obligation pour l'émetteur de prendre des mesures raisonnables afin de vérifier que l'acheteur des « securities » est un investisseur avisé selon les méthodes que la SEC déterminera.

L'article 201 (a) (1) énonce en outre que la règle 506 continuera à être considérée comme une règle adoptée en application de l'article 4 (a) (2) du Securities Act de 1933 en sorte que, comme par le passé, les offres émises en conformité avec la règle 506, ne seront pas considérées comme publiques.

C'est ce que prévoit désormais l'article 4 (b) nouveau du Securities Act de 1933 qui dispose que les offres et les ventes qui font l'objet d'une exemption en vertu de l'article 230.506 du titre 17 du CFR tel que révisé par le JOBS Act ne sont pas considérées comme étant des offres publiques en raison de sollicitations ou de publicités générales.

L'intention du législateur est claire. Il s'agit de supprimer l'interdiction de la sollicitation et de la publicité auprès du public au moyen des modes de communication modernes tout en permettant à l'émetteur d'échapper aux obligations coûteuses et contraignantes de l'article 5 du Securities Act de 1933 puisque l'émission faite en application de la règle 506 n'est pas considérée comme une émission publique.

Toutefois, le législateur américain a tenu, dans le même temps, à maintenir un degré de protection élevé du public en général, raison pour laquelle il a prévu une limitation importante aux termes de laquelle la sollicitation et la publicité ne seront autorisées dans le cadre de la règle 506 que pour autant que l'ensemble des acheteurs de « securities » soient des investisseurs avisés (« accredited investors »).

Le 29 août 2012, la SEC a fait une proposition de modification de la règle 506. Cette proposition n'est pas encore entrée en vigueur à ce jour.

Nous l'examinons néanmoins ci-dessous au n° 52.

C2. Les intermédiaires dans le cadre de la règle 506

51. Il convient au préalable de préciser que l'article 4 (b) (1) nouveau du Securities Act de 1933 concerne les intermédiaires et dispose que pour ce qui concerne les « securities » offertes ou vendues conformément à la règle 506 de la « Regulation D », toute personne remplissant les conditions du paragraphe (2) de l'article 4 (b) ne pourra être contrainte de s'enregistrer en qualité d'intermédiaire (« broker or dealer »), au seul motif que :

a) cette personne maintient une plateforme ou un mécanisme permettant l'offre, la vente ou la négociation de « securities », permettant la sollicitation ou la publicité ou toute autre activité similaire par l'émetteur, que ce soit sur internet, en personne ou par tout autre mode ;

b) cette personne ou toute autre avec laquelle elle est associée co-investit dans les « securities » ;

c) cette personne ou toute autre avec laquelle elle est associée fournit des services financiers liés à ces « securities », tels que :

– la fourniture de due diligence en rapport avec l'offre, la vente, la négociation des « securities » pour autant que cela n'inclue pas la fourniture de recommandations ou de conseils en investissement aux émetteurs ou aux investisseurs moyennant une rémunération distincte ;

– la fourniture de documents standardisés aux émetteurs ou investisseurs, pour autant que ces personnes ne négocient pas les conditions de l'émission pour le compte de tiers et pour autant que les émetteurs ne soient pas tenus d'utiliser ces documents standardisés pour pouvoir bénéficier desdits services.

L'article 4 (b) (2) énonce les conditions à remplir pour pouvoir se prévaloir du paragraphe (1) ci-dessus :

- a) la personne qui s'en prévaut ou toute autre avec laquelle elle est associée ne doit pas recevoir de rémunération en rapport avec la vente de « securities » ;
- b) la personne qui s'en prévaut ou toute autre avec laquelle elle est associée ne doit pas être en possession des « securities » ou des fonds qui ont servi à l'achat de ces « securities » ;
- c) la personne qui s'en prévaut ou toute autre avec laquelle elle est associée ne peut être concernée par l'exclusion prévue à l'article 3 (a) (39) du Securities Exchange Act de 1934, laquelle vise notamment ceux qui ont été suspendus, exclus ou empêchés d'être associés à un membre d'une autorité de régulation, américaine ou étrangère, ou qui ont fait l'objet de la part de la SEC ou d'une autre autorité de régulation, d'une injonction, d'une suspension ou d'une révocation en qualité d'intermédiaire (« broker or dealer »).

C3. La proposition de modification de la règle 506

52. La proposition de modification émise par la SEC le 29 août 2012 vise à modifier la règle 506 dans le sens souhaité par le Congrès américain (35).

Pour ce faire, la SEC propose de laisser la règle 506 (a) et (b) inchangée, ce qui permettra aux émetteurs qui ne souhaitent pas procéder à de la sollicitation ou de la publicité de continuer à se prévaloir du « safe harbor » tel qu'il existe à ce jour dans le cadre de la règle 506 (a) et (b) en vigueur.

La SEC propose en revanche d'ajouter un paragraphe (c) qui précisera que l'interdiction de la sollicitation et de la publicité prévue par la règle 502 (c) ne s'appliquera pas à la règle 506 (c) lorsque l'ensemble des acheteurs sont des investisseurs avisés (« accredited investors »).

53. En ce qui concerne les mesures raisonnables que l'émetteur devra prendre afin de s'assurer que tous les acheteurs sont des investisseurs avisés, la SEC considère que la détermination du caractère raisonnable de ces mesures relève d'une approche au cas par cas eu égard à la nature variable des investisseurs avisés.

La SEC propose ainsi de laisser à l'émetteur le soin de s'en assurer au moyen de différents critères dont la SEC fournit trois exemples :

- a) la nature de l'acheteur et le type d'investisseur avisé qu'il prétend être ;
- b) la quantité et le type d'informations dont dispose l'émetteur à propos de l'acheteur ;
- c) la nature de l'émission, telle que la façon dont l'émetteur a été sollicité afin d'y prendre part, et les conditions de l'offre, telles que le montant minimal à investir.

Ainsi que l'indique la SEC, le fait de déterminer si une personne physique répond à la définition d'investisseur avisé (« accredited investor ») engendre des difficultés pratiques plus importantes, qui peuvent encore être exacerbées par les

préoccupations de cette personne physique quant au respect de sa vie privée si elle est invitée à communiquer des informations relatives à son patrimoine privé ou à ses revenus.

En outre, la SEC fait observer qu'il sera plus difficile pour un émetteur d'obtenir des informations relatives au patrimoine net d'une personne physique, ce qui inclut tant ses actifs que ses dettes, par opposition à ses revenus.

Précisant que les facteurs sont interdépendants, la SEC reconnaît qu'il est important de réaliser l'équilibre entre la nécessité de prévoir des mesures raisonnables afin que les acheteurs soient bien des investisseurs avisés, d'une part, et celle de ne pas imposer des exigences trop contraignantes qui auraient pour effet de dissuader les émetteurs de faire usage de la règle 506 (c), ce qui contreviendrait au but poursuivi par le législateur.

La SEC précise qu'elle n'entend pas prescrire une méthode uniforme de vérification qui pourrait s'avérer appropriée dans certaines circonstances et inappropriées dans d'autres.

En définitive, la SEC propose de prévoir dans la règle 506 (c) que l'émetteur prendra les mesures raisonnables afin de s'assurer que l'acheteur de « securities » est un investisseur avisé sans définir les mesures en question.

D. Exemption prévue par la règle 144A et modification apportée par le JOBS Act

54. Indépendamment de la « Regulation D » et des exemptions qu'elle prévoit, la règle 230.144A du titre 17 du CFR est également utilisée dans

certaines hypothèses par des émetteurs désireux de lever des fonds.

À l'instar des émissions réalisées dans le cadre de la « Regulation D », la règle 144A prévoit également une exemption aux obligations d'enregistrement auprès de la SEC et de publication d'un prospectus prévues par l'article 5 du Securities Act de 1933.

L'exemption édictée par la règle 144A est toutefois bien plus limitée quant à son champ d'application :

a) en principe, la règle 144A est limitée à l'hypothèse de la seule revente de « securities » ;

b) soit à un acheteur institutionnel qualifié (« qualified institutional buyer »), soit à une personne dont l'émetteur croit raisonnablement qu'elle est un acheteur institutionnel qualifié.

La règle 144A (a) (1) définit l'acheteur institutionnel qualifié comme étant toute entité qui, agissant pour son propre compte ou pour le compte d'un autre acheteur institutionnel qualifié, possède ou investit sur une base discrétionnaire au moins 100.000.000 \$ dans des « securities » offertes par un émetteur avec lequel l'acheteur n'est pas lié.

La règle 144A (a) (1) énumère ensuite les entités visées. On retrouve par exemple les établissements de crédit, les compagnies d'assurance, les entreprises d'investissement, les trusts, les « dealers » enregistrés conformément à l'article 15 du Securities Exchange Act de 1934.

Toutefois, depuis l'adoption de la règle 144A par la SEC en 1990, celle-ci a été utilisée afin de faciliter l'accès aux capitaux par les émetteurs.

Dans le cadre d'une émission soumise à la règle 144A, un émetteur procède à une offre de « securities » auprès d'un ou plusieurs intermédiaires financiers, lesquels sont les acheteurs initiaux et vont immédiatement revendre les « securities » à des acheteurs institutionnels qualifiés dans le cadre d'une opération exemptée conformément à la règle 144A.

Bien souvent, l'émetteur aura veillé à bénéficier d'une exemption en application de l'article 4 (a) (2) du Securities Act de 1933 ou de la « Regulation D » et l'acquéreur et revendeur des « securities » bénéficie lui de l'exemption prévue par la règle 144A.

55. En pratique, les émissions réalisées en application des règles 506 et 144A sont majoritairement utilisées pour lever des capitaux.

La SEC estime que le montant total des capitaux levés en 2011 s'élevait à 895 milliards de dollars pour la règle 506 et à 168 milliards de dollars pour la règle 144A. En 2010, ce montant s'élevait à 902 milliards de dollars pour la règle 506 et à 233 milliards de dollars pour la règle 144A comparé au montant de 1,07 trilliard de dollars levé dans le cadre d'offres publiques « enregistrées », c'est-à-dire non soumises à exemption (36).

Ces chiffres démontrent l'importance que ces deux règles et les exemptions qu'elles prévoient revêtent pour nombre d'émetteurs cherchant à accéder au marché des capitaux.

56. L'article 201 (a) (2) du JOBS Act impose à la SEC de modifier, dans un délai de 90 jours à dater de l'adoption du JOBS Act, la règle 144A afin de prévoir que des « securities » vendues dans le cadre de cette règle puissent

être offertes à des personnes autres que des acheteurs institutionnels qualifiés, en ce compris au moyen de sollicitation ou de publicité, pour autant qu'elles ne soient vendues qu'à des personnes que l'émetteur croit raisonnablement être des acheteurs institutionnels qualifiés.

Ici également, la SEC a émis le 29 août 2012 une proposition de modification de la règle 144A visant à la rendre conforme à l'exigence du législateur (37).

Chapitre III. Modification du seuil de l'exemption prévue par la « Regulation A »

A. Introduction

57. Nous avons vu au n° 44 que les règles 504 et 505 ont été adoptées par la SEC afin d'exécuter l'article 3 (b) du Securities Act de 1933 permettant à la SEC de prévoir des catégories d'exemptions supplémentaires lorsque, soit en raison du faible montant visé par l'offre, soit en raison du caractère public limité de l'émission, il n'est pas nécessaire de soumettre ces offres aux obligations de l'article 5 en vue d'assurer la protection des investisseurs, étant précisé que toute offre d'un montant supérieur à 5.000.000 \$ ne pourra pas être exemptée en application de l'article 3 (b).

Cette disposition est également à la base de l'adoption par la SEC des règles 230.251 et suivantes du titre 17 du CFR qui consacrent l'exemption connue sous le nom de « Regulation A ».

B. Regulation A

58. Aux termes des règles 251 et suivantes, une offre ou une vente publique de « securities » qui répondent aux conditions suivantes seront exemptées des obligations d'enregistrement et de prospectus prévues par l'article 5 du Securities Act de 1933 :

- a) l'émetteur est soumis au droit soit de l'un des États des États-Unis, soit du Canada et n'est notamment pas une société cotée ou une entreprise d'investissement ;
- b) le montant total des « securities » offertes et vendues dans le cadre de cette exemption, en ce compris pendant la période de 12 mois qui a précédé l'offre, ne peut excéder 5.000.000 \$;
- c) l'émetteur doit déposer auprès de la SEC des documents financiers explicatifs ;
- d) les « securities » faisant l'objet de l'offre peuvent être offertes au public au moyen de publicité écrite, radiophonique ou télévisuelle moyennant le respect de certaines conditions.

59. Une offre de « securities » émise dans le cadre d'une « Regulation A » présente plusieurs similitudes avec une offre publique au sens de l'article 5 du Securities Act de 1933 dans la mesure où :

- a) les documents financiers explicatifs qui doivent être déposés auprès de la SEC sont similaires, quant à leur contenu, au prospectus visé par l'article 10 du

Securities Act de 1933 ;

b) à l'instar d'une offre publique « enregistrée », l'offre émise dans le cadre d'une « Regulation A » peut être offerte publiquement contrairement à une « Regulation D » ;

c) à l'instar d'une offre publique « enregistrée », les « securities » faisant l'objet d'une offre émise dans le cadre d'une « Regulation A » ne font l'objet d'aucune restriction quant à leur revente ultérieure.

60. En revanche, une offre émise dans le cadre d'une « Regulation A » présente divers avantages par rapport à une offre publique « enregistrée » tels que :

a) le fait que les documents financiers à déposer auprès de la SEC ne doivent pas être audités ;

b) conformément à la règle 504, l'émetteur peut vérifier l'intérêt que le marché porte à son offre avant de déposer auprès de la SEC les documents financiers explicatifs.

C. Modifications apportées à la « Regulation A » par le JOBS Act

61. L'article 401 du JOBS Act a inséré un article 3 (b) (2) dans le Securities Act de 1933.

Cette disposition confère à la SEC le pouvoir réglementaire de modifier les conditions d'exemption de la « Regulation A » de la manière et dans les limites suivantes :

a) le montant total des « securities » offertes et vendues dans le cadre de cette exemption est majoré à 50.000.000 \$;

b) les « securities » visées par cette exemption peuvent toujours être offertes et vendues publiquement ;

c) les « securities » visées par cette exemption ne seront toujours pas « restricted », ce qui implique qu'aucune restriction ne sera imposée à leur revente ultérieure ;

d) l'émetteur pourra encore vérifier l'intérêt que le marché porte à son offre, selon les conditions que la SEC prescrira afin d'assurer la protection des investisseurs, avant de déposer auprès de la SEC des documents financiers explicatifs ;

e) la SEC exigera que l'émetteur dépose annuellement auprès d'elle des documents financiers audités.

62. Il ne fait aucun doute qu'en pratique, les offres réalisées dans le cadre de la règle 506 de la « Regulation D » sont bien plus utilisées que celles effectuées sous l'empire des règles 251 et suivantes de la « Regulation A ».

Les chiffres révèlent que pendant les années 2010 et 2011, 15.711 offres ont été émises sous l'empire de la « Regulation D » sous le seuil des 5.000.000 \$ alors que seules sept l'ont été dans le cadre de la « Regulation A » (38).

Cette disproportion s'explique par le fait que les avantages de la « Regulation A » par rapport à la règle 506 de la « Regulation D », à savoir :

a) sollicitation publique autorisée ;

b) possibilité de tester le marché avant de déposer les documents auprès de la SEC ;

c) absence de restrictions à la revente des titres,

ne suffisent pas à contrebalancer ses inconvénients :

a) même si un prospectus ne doit pas être publié ou approuvé par la SEC, la lourdeur des documents à déposer auprès de la SEC et le coût de leur rédaction sont un frein par rapport à la « Regulation D » ;

b) le plafond de 5.000.000 \$ s'applique à la « Regulation A », mais est inexistant sous la règle 506 ;

c) les offres émises dans le cadre de la « Regulation A » ne sont pas exemptées des obligations d'enregistrement prévues par les fameuses « Blue Sky Laws » au

niveau étatique alors que celles effectuées dans le cadre de la règle 506 sont exemptées de cette obligation.

63. Dans le but de rendre la « Regulation A » plus attractive, l'article 401 du JOBS Act augmente sensiblement le plafond à 50.000.000 \$.

Il n'est toutefois pas certain que cela suffira à rendre la « Regulation A » plus attractive dès lors que dans le même temps, l'article 201 du JOBS Act a supprimé l'interdiction de la sollicitation et de la publicité dans le cadre de la règle 506, bien que limitant cette hypothèse aux investisseurs avisés.

Chapitre IV. Modification de la « Shareholder Rule »

64. L'article 12 (g) (1) du Securities Exchange Act de 1934 consacre la fameuse « Shareholder Rule ».

Aux termes de cette disposition telle qu'elle existait avant le JOBS Act, les émetteurs dont les titres étaient détenus par cinq cents personnes ou plus avaient l'obligation « d'enregistrer » leurs titres auprès de la SEC dans un délai de cent vingt jours à compter du dernier jour de l'année fiscale au cours de laquelle les actifs de l'émetteur ont dépassé la barre des 10.000.000 \$.

Précisons qu'en vertu de l'article 3 (8) et (9) du Securities Exchange Act de 1934, l'émetteur est défini comme étant toute personne, physique ou morale, de droit privé ou de droit public, qui émet ou se propose d'émettre des « securities » ainsi que toute personne qui agit en qualité de dépositaire ou de gestionnaire d'un trust ou de tout autre véhicule destiné à être le réceptacle de « securities ». La notion d'émetteur n'est donc pas réservée à la société qui procède à une

émission dans le cadre d'une offre publique (39).

Le fait que les « securities » soient enregistrées auprès de la SEC engendre automatiquement de lourdes obligations de « reporting » sur le plan comptable et financier en vertu de l'article 13 (a) (1) de la loi.

Or, ces obligations de « reporting » sont si proches de celles imposées aux sociétés cotées qu'elles sont de nature à pousser les entreprises sur le point de devoir s'y soumettre à franchir le pas supplémentaire et à faire leur entrée en bourse.

Selon la presse financière outre-atlantique, c'est précisément ce qui aurait motivé Google et Facebook à faire leur entrée en bourse respectivement en 2004 et 2012.

Par conséquent, le fait de relever le seuil de cette « Shareholder Rule » permettrait aux sociétés de rester « privées » plus longtemps en retardant le moment où elles deviendront publiques soit en raison des obligations de « reporting » qui leur seront imposées par l'article 13, soit en raison d'obligations similaires imposées aux sociétés cotées.

65. Les titres V et VI du JOBS Act, par les articles 501 et 601, ont amendé l'article 12 (g) (1) du Securities Exchange Act de 1934 afin de relever ce seuil de cinq cents actionnaires :

a) pour tous les émetteurs à l'exception des établissements de crédit, le seuil est relevé à deux mille actionnaires ou cinq cents actionnaires lorsque ceux-ci ne sont pas des investisseurs avisés (« accredited investors ») ;

b) pour les établissements de crédit, le seuil est relevé à deux mille actionnaires indépendamment du fait que ceux-ci soient ou non des investisseurs avisés.

Par ailleurs, l'article 503 du JOBS Act ordonne à la SEC d'adopter des règles dites de « safe harbor » que les émetteurs pourront suivre pour déterminer le nombre d'actionnaires lorsque des employés de l'émetteur ont reçu des « securities » au titre de rémunération dans le cadre d'opérations exemptées des obligations d'enregistrement prévues par l'article 5 du Securities Act de 1933.

Ceci pourrait s'appliquer à l'article 3 (a) (2) du Securities Act de 1933, dont nous avons vu au n° 26 qu'il exempte des obligations de l'article 5 de la loi les « securities » qui ont été reçues par des employés, de la part de leur employeur, au titre de rémunération moyennant le respect de certaines conditions.

Mais ce « safe harbor » pourrait également viser des « securities » émises dans le cadre d'une offre régie par la « Regulation D ».

66. Il faut encore signaler que l'article 601 (a) (2) et (b) du JOBS Act a modifié, uniquement pour les établissements de crédit, le seuil plancher du nombre d'actionnaires en-dessous duquel un émetteur qui était soumis aux obligations d'enregistrement et de « reporting » précitées peut s'en voir libéré, auquel cas l'émetteur qui était public redevient privé à cet égard et, selon l'expression utilisée aux États-Unis, « rentre dans l'obscurité ».

Pour ce faire, l'émetteur doit certifier auprès de la SEC qu'il est descendu sous le seuil plancher de trois cents actionnaires et la SEC peut refuser sa libération si elle détermine, après investigation et audition, que la certification n'est pas exacte.

Les articles 12 (g) (4) et 15 (d) du Securities Exchange Act de 1934 ont aussi été modifiés. Si le seuil de trois cents personnes demeure pour tous les émetteurs, il est relevé à mille deux cents personnes pour les établissements de crédit uniquement.

Chapitre V. Création du statut des « Emerging Growth Companies »

A. Définition

67. L'article 101 (a) et (b) du titre I du JOBS Act définit le concept de « Emerging Growth Companies » (ci-après dénommée « EGC ») en insérant cette définition tant à l'article 2 (a) (19) du Securities Act de 1933 qu'à l'article 3 (a) (80) du Securities and Exchange Act de 1934.

Selon cette définition, une EGC est un émetteur dont le chiffre d'affaires total annuel brut était inférieur à 1.000.000.000 \$ (un milliard de dollars) au cours de son dernier exercice fiscal complet.

Un émetteur qui était une EGC au premier jour de son exercice fiscal est présumé conserver ce statut jusqu'à ce que survienne le premier des événements suivants :

a) le dernier jour de l'exercice fiscal au cours duquel le chiffre d'affaires total annuel brut de l'EGC a atteint ou dépassé 1.000.000.000 \$;

b) le dernier jour de l'exercice fiscal qui suit le cinquième anniversaire au cours duquel l'émetteur a effectué sa première vente publique de « securities » enregistrée auprès de la SEC (ci-après « Initial Public Offering » ou « IPO ») ;

c) la date à laquelle l'émetteur a émis pour plus de 1.000.000.000 \$ d'obligations non convertibles au cours de la période de trois ans qui a précédé cette date ;

d) la date à laquelle les actions, avec ou sans droit de vote, émises par l'émetteur et détenues par des sociétés qui ne lui sont pas liées, atteignent une valeur de marché de 700.000.000 \$.

L'article 101 (d) du JOBS Act énonce encore qu'un émetteur n'est pas considéré comme un EGC s'il a procédé à une IPO avant le 8 décembre 2011.

B. Conséquences du statut d'EGC

68. Le législateur fédéral américain a entendu faciliter la réalisation d'une émission publique de titres par des sociétés qui, selon les standards en vigueur outre-atlantique, sont considérées comme ayant une croissance en expansion, mais dont le montant du chiffre d'affaires annuel demeure inférieur au milliard de dollars.

Pour ce faire, le JOBS Act a allégé les contraintes et obligations pesant sur l'émetteur qui entend procéder à une IPO tant au niveau des obligations existant avant l'émission publique qu'après celle-ci.

Le JOBS Act a également allégé certaines obligations imposées aux intermédiaires.

B1. Antérieurement à l'IPO

69. L'article 102 du JOBS Act allège certaines obligations relatives aux informations que l'émetteur doit communiquer à la SEC antérieurement à l'émission publique en prévoyant notamment, d'une part, qu'une EGC pourra déposer des rapports financiers audités pour une période de deux années seulement au lieu de trois et, d'autre part, en limitant à cette période de deux ans l'examen des résultats financiers de l'émetteur.

Il faut ici préciser que l'allègement de ces obligations concerne le contenu des informations à communiquer à la SEC dans le cadre de l'enregistrement des « securities » en vertu des articles 6 et 7 du Securities Act de 1933 et non directement le contenu du prospectus visé par l'article 10 du Securities Act de 1933.

Toutefois, selon l'article 10 (a) du Securities Act de 1933, le prospectus doit contenir les informations qui figurent dans la demande d'enregistrement, à l'exception de certaines informations spécifiques qu'il vise et qui ne doivent donc pas figurer dans le prospectus.

Par conséquent, l'allègement prévu par le JOBS Act aura également un impact sur le contenu du prospectus.

70. L'article 106 du JOBS Act permet à une EGC de communiquer confidentiellement à la SEC, préalablement à la date de l'IPO, un projet de

demande d'enregistrement. Ce projet sera destiné à la SEC exclusivement et non au public, étant entendu que la demande officielle d'enregistrement doit être introduite vingt et un jours au moins avant que l'émetteur ne procède à la première communication relative à son offre.

71. L'article 105 (c) du JOBS Act modifie l'article 5 du Securities Act de 1933 qui, pour rappel, fait interdiction à toute personne de procéder à une quelconque communication ou offre non accompagnée d'un prospectus approuvé par la SEC, en faisant usage de moyens de communication envers le public, en vue de vendre des « securities » qui n'ont pas fait l'objet d'une demande d'enregistrement introduite auprès de la SEC.

Le JOBS Act autorise désormais les EGC ainsi que ceux qui agissent pour leur compte à procéder à des communications écrites ou orales auprès d'acquéreurs institutionnels qualifiés (« qualified institutional buyers ») ainsi qu'auprès d'investisseurs avisés (« accredited investors ») aux fins de déterminer l'intérêt que ces investisseurs potentiels ont ou pourraient avoir à l'égard d'une offre publique de « securities ».

Ces communications peuvent avoir lieu tant avant qu'après la date d'introduction de la demande d'enregistrement des « securities ».

Il s'agit ici, selon l'expression consacrée en droit américain, de permettre aux EGC de « tester les eaux » (« to test the waters »).

B2. Postérieurement à l'IPO

72. Une fois l'IPO réalisée, le JOBS Act allège également les obligations

dites de « reporting » qui pèsent sur les émetteurs.

C'est ainsi que l'article 103 du JOBS Act modifie l'article 404 (b) du Sarbannes-Oxley Act de 2002. Cette législation, qui a été adoptée à la suite du scandale causé par la société Enron, a pour objet de renforcer les mesures de contrôle interne et externe sur le plan comptable afin d'éviter que les comptes d'une société qui répond à la notion d'émetteur ne puissent être altérés frauduleusement et ne puissent tromper les actionnaires et le public en général.

L'article 103 du JOBS Act allège ces obligations en ce qui concerne les EGC.

73. En outre, l'article 102 (a) insère un article 14A (e) dans le Securities and Exchange Act de 1934 en prévoyant que les EGC sont exemptées des obligations prévues à l'article 14A (a) et (b). Cette dernière disposition impose que les actionnaires approuvent en assemblée générale, une fois tous les trois ans au moins, les rémunérations des dirigeants exécutifs de la société, en ce compris les parachutes dorés.

De plus, l'obligation d'informer les actionnaires quant à ces rémunérations est réduite pour les EGC dans une certaine mesure.

74. L'article 102 (b) (1) modifie encore l'article 7 (a) du Securities Act de 1933 afin de prévoir qu'en cas de modification de la réglementation comptable, les EGC ne devront pas s'y conformer tant que les sociétés qui ne sont pas des émetteurs ne le doivent pas lorsque ces modifications s'appliquent à ces dernières.

B3. Modifications en matière d'intermédiation

75. Le JOBS Act a encore apporté des modifications substantielles en matière d'intermédiation s'agissant d'offres publiques effectuées par une EGC.

L'article 105 (a) du JOBS Act complète en effet la définition de la notion d'offre contenue à l'article 2 (a) (3) du Securities Act de 1933 en précisant, in fine de cette définition, que la publication ou distribution par un intermédiaire (« broker or dealer ») d'un rapport de recherche relatif à une EGC s'apprêtant à réaliser une offre publique de « securities », en conformité avec une demande d'enregistrement que l'émetteur se propose d'introduire auprès de la SEC, sera considérée comme ne constituant pas une offre en vente de « securities ». Tel sera le cas, que l'intermédiaire (« broker or dealer ») prenne part ou non à l'offre pour le compte de l'émetteur.

Il est précisé que les termes « rapport de recherche » visent une communication écrite, électronique ou orale qui contient des informations, opinions ou recommandations relatives aux « securities » d'un émetteur ou qui contient une analyse portant sur des « securities » ou sur un émetteur, indépendamment du fait que ce rapport renferme des informations raisonnablement suffisantes pour fonder une décision d'investissement.

76. Par ailleurs, l'article 105 (b) modifie l'article 15D du Securities and Exchange Act de 1934.

Ainsi que nous l'avons vu (n° 32), les articles 15 et suivants du Securities and Exchange Act de 1934 consacrent le monopole d'intermédiation ainsi que les règles que doivent respecter les intermédiaires (« broker or dealer ») dans l'exercice de leurs activités.

En l'espèce, le JOBS Act énonce qu'aucune règle relative à une IPO effectuée par une EGC ne peut empêcher un analyste de « securities » de rencontrer ou de prendre part à des communications avec le management d'une EGC même si d'autres intermédiaires sont également présents.

77. Enfin, l'article 105 (d) du JOBS Act modifie encore l'article 5 du Securities Act de 1933 au sujet des communications postérieures à une offre publique.

Le JOBS Act précise qu'aucune règle n'empêchera un intermédiaire (« broker or dealer ») de publier ou de distribuer des rapports de recherche ou d'apparaître en public au sujet de « securities » d'une EGC :

- soit pendant un laps de temps suivant la date d'une IPO réalisée par une EGC ;
- soit avant l'expiration de la convention conclue entre un intermédiaire (« broker or dealer ») et une EGC ou ses actionnaires et qui a pour objet de restreindre ou d'interdire la vente de « securities » détenues par l'EGC ou ses actionnaires après l'IPO.

Titre III. Conclusion relative aux modifications apportées par le JOBS Act

78. En ce qui concerne le crowdfunding proprement dit, le JOBS Act est, à notre connaissance, la toute première législation qui consacre l'existence de ce mode de financement et qui, sans le définir expressément, l'intègre dans le droit financier fédéral des États-Unis.

La définition du crowdfunding en droit américain résulte donc, par déduction en quelque sorte, de la nouvelle exemption qui est créée aux articles 4 (a) (6) et 4A du Securities Act de 1933.

Relèvent par conséquent du crowdfunding et sont à ce titre exemptées des interdictions prévues à l'article 5, les offres qui répondent aux conditions énumérées par l'article 4 (a) (6) précité.

De telles offres peuvent dès lors faire l'objet d'une émission et d'une communication publique sans devoir être enregistrées auprès de la SEC ni être accompagnées d'un prospectus.

79. Il faut toutefois observer que les conditions imposées par les articles 4 (a) (6) et 4A du Securities Act de 1933, sont relativement strictes et prévoient des limites, tant au niveau du montant total de l'offre (1.000.000 \$ maximum (40)) qu'au niveau du montant autorisé par investisseur et qui est proportionnel à ses revenus :

– l'investisseur dont les revenus annuels ou le patrimoine est inférieur à 100.000 \$ peut investir le plus élevé des deux montants suivants : 2.000 \$ ou 5 % de ses revenus annuels ou de son patrimoine ;

– l'investisseur dont les revenus annuels ou le patrimoine est égal ou supérieur à 100.000 \$ peut investir 10 % de ses revenus annuels ou de son patrimoine avec un maximum de 100.000 \$.

À titre d'exemple, la personne qui a des revenus annuels ou un patrimoine net de 99.999 \$ (41) pourra investir un montant de 4.999,95 \$ alors que celle dont les

revenus annuels ou le patrimoine net s'élève à 100.000 \$ pourra investir 10.000 \$.

Outre les risques de fraude et de manipulation que ces critères peuvent engendrer, il est permis de s'interroger sur les difficultés susceptibles de se poser en termes de respect de la vie privée dès lors qu'un investisseur potentiel devra dévoiler l'état de son patrimoine et l'importance de ses revenus.

80. Il est par ailleurs imposé à l'émetteur qui entend bénéficier de l'exemption du crowdfunding d'avoir recours à un courtier ou à un portail internet agréé devant lui aussi satisfaire à diverses conditions, parmi lesquelles ne pas recommander, conseiller ou solliciter l'achat des « securities », ni gérer les « securities » et les fonds investis.

Les plateformes internet visées doivent donc adopter un rôle essentiellement passif dans le cadre de la promotion de l'offre puisqu'elles ne peuvent rien faire d'autre qu'exposer sur leur site les différentes offres en cours et permettre à l'investisseur de procéder à l'investissement.

Les plateformes se voient, en revanche, imposer des obligations exigeant d'elles un rôle particulièrement actif lorsqu'il s'agit, par exemple, d'informer les investisseurs et de s'assurer soit que l'émetteur n'aura accès aux fonds investis qu'une fois l'objectif de financement atteint, soit que les fonds seront restitués aux investisseurs.

En contrepartie, ces plateformes ne doivent pas être agréées en qualité d'intermédiaire.

81. Les émetteurs se voient également imposer des obligations relativement strictes en termes d'information à fournir à la SEC, aux courtiers et portails au sujet de l'émetteur lui-même, de sa situation financière, du contenu de l'offre et de ses objectifs.

En outre, l'émetteur se voit également imposer des interdictions, telles que par exemple, s'abstenir de toute publicité autre que le renvoi vers le courtier ou le portail internet, s'abstenir de rémunérer des tiers pour promouvoir l'offre par des moyens de communication fournis par le courtier ou le portail et qui ne mentionneraient pas l'existence d'une rémunération.

82. Enfin, un droit d'action spécifique est reconnu au profit de l'investisseur à l'égard de l'émetteur en cas de communication dans l'offre d'une information inexacte ou d'omission de nature à tromper l'investisseur.

Les « securities » acquises dans le cadre d'une opération de crowdfunding se voient également frappées d'une interdiction de revente pendant un délai d'un an sous réserve du rachat par certaines personnes déterminées.

83. Les autres modifications apportées par le JOBS Act au droit financier fédéral des États-Unis concernent, ainsi que nous l'avons vu, les conditions que doivent respecter les émetteurs qui procèdent à des offres publiques ou privées en général, sans qu'il ne soit question de crowdfunding en particulier.

Nous n'y revenons donc pas.

IV. – Le crowdfunding en droit belge

Titre I. Introduction

84. En droit belge, le crowdfunding n’a, à ce jour, pas encore été consacré légalement, ni donné lieu à une modification du droit financier, à l’inverse de l’adoption du JOBS Act aux États-Unis.

Cela n’a pas empêché la Belgique de voir apparaître le mécanisme du crowdfunding par l’éclosion, ces dernières années, de plateformes ou portails internet contenant des offres dirigées vers le territoire et le public belges.

Si les premières plateformes étaient essentiellement centrées sur le domaine artistique et culturel, des plateformes de crowdfunding proposant l’attribution d’actions, d’obligations ou de prêts à intérêt en contrepartie de l’investissement sont rapidement apparues dans la foulée.

En témoigne le rapport du Comité de Direction 2009-2010 de la FSMA (alors CBFA) qui se penchait déjà sur la question du « financement de projets par petits versements du grand public (« crowdfunding ») » (42).

L’année 2012 a connu une augmentation significative du nombre de plateformes consacrées au crowdfunding, ce qui a donné lieu à l’adoption par l’Autorité des Services et Marchés Financiers (ci-après la « FSMA ») d’une double communication le 12 juillet 2012 relative au cadre réglementaire applicable aux opérations de crowdfunding (ci-après la « Communication ») (43) (44).

85. Sur le plan européen, le crowdfunding n'a pas non plus donné lieu, pour l'instant, à l'adoption de textes législatifs ou réglementaires spécifiques (45).

Plusieurs autorités de surveillance des marchés financiers dans d'autres États membres ont, à l'instar de la FSMA, publié des communications destinées à informer le public et les entreprises concernant le crowdfunding (46).

86. La présente section examine la mesure dans laquelle le crowdfunding, sous ses différentes formes, est compatible avec le droit financier belge tel qu'il est en vigueur à ce jour, spécialement au regard des règles régissant les offres publiques d'instruments de placement et la sollicitation de l'épargne publique.

Ces règles sont essentiellement contenues, d'une part, dans 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 des marchés réglementés (ci-après, la « Loi Prospectus ») et, d'autre part, dans l'arrêté royal du 9 octobre 2009 relatif au caractère public de la sollicitation de fonds remboursables (ci-après « l'Arrêté Royal »).

Dans l'attente d'une éventuelle modification législative, il faut également tenir compte de la Communication de la FSMA.

Après un rappel de la législation existante, nous examinons la compatibilité du crowdfunding au regard de cette législation.

Chapitre I. La législation existante

A. La Loi Prospectus

A1. Objectifs et raison d'être

87. La Loi Prospectus a déjà donné lieu à de nombreux commentaires approfondis (47).

Il ne s'agit donc pas ici de procéder à un nouvel examen de cette législation, mais d'en rappeler les principes directeurs sous l'angle du mécanisme du crowdfunding.

88. La Loi Prospectus a été adoptée, avec pour objectif principal, de transposer en droit belge la 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 (ci-après la « Directive Prospectus »).

La Directive Prospectus a elle-même pour objectif d'harmoniser les exigences relatives à la publication d'un prospectus pour les opérations qui entrent dans son champ d'application et de conférer un passeport européen aux prospectus approuvés par les autorités de contrôle européennes (48).

L'objectif plus large poursuivi par le législateur européen, au travers de l'harmonisation des règles régissant l'émission d'offres publiques, est d'assurer

une protection accrue des investisseurs, tout en garantissant l'efficacité des marchés (49).

Aux côtés de la protection des investisseurs, qui constitue l'une des pierres angulaires du droit financier, la Directive Prospectus vise également, toujours par le biais de l'harmonisation, à garantir aux entreprises, notamment aux PME et aux startups, un accès aussi large que possible au capital-investissement dans l'ensemble de l'Espace économique européen (ci-après « l'EEE ») au moyen d'un passeport unique (50).

Pour ce faire, il est apparu indispensable de disposer d'une notion unique d'offre au public de valeurs mobilières de manière, d'une part, à éviter qu'une opération soit assimilée à un placement privé dans certains États membres, mais pas dans d'autres et, d'autre part, à permettre aux entreprises d'accéder à un vaste marché financier unifié (51).

89. La Directive Prospectus a été complétée par le Règlement européen n° 809/2004/CE du 29 avril 2004 relatif aux informations contenues dans le prospectus, la structure des prospectus, l'inclusion d'informations par référence, la publication des prospectus et la diffusion des communications à caractère promotionnel (52). Étant directement applicable, ce règlement vient compléter la Loi Prospectus.

Plus récemment, la Directive Prospectus a été modifiée par la Directive n° 2010/73/UE adoptée le 17 juin 2010 par le Parlement européen et approuvée le 11 octobre 2010 par le Conseil (ci-après la « Directive Modificative ») (53).

Cette Directive Modificative, qui devait être transposée dans les différents États membres pour le 1er juillet 2012 au plus tard, ne l'est pas encore en droit belge à ce jour.

Toutefois, conformément à une jurisprudence bien établie remontant notamment à l'arrêt Francovitch, la Cour de Justice de l'Union européenne (ci-après la « CJUE ») reconnaît un effet direct aux dispositions d'une directive non transposée dans les délais en droit national lorsque ces dispositions sont inconditionnelles et suffisamment précises, permettant ainsi aux particuliers d'invoquer les dispositions de la directive non encore transposée, soit pour écarter une disposition contraire du droit national, soit pour faire valoir un droit à l'égard de l'État (54).

Dans l'attente de la modification de la Loi Prospectus, la FSMA se devait donc de faire application des dispositions de la Directive Modificative dès le 1er juillet 2012, à l'instar de la position qu'elle avait adoptée lorsque la Directive Prospectus n'avait pas encore été transposée en droit belge (55).

Par sa communication du 21 juin 2012, la FSMA a confirmé l'application immédiate des dispositions de la Directive Modificative dans l'attente de sa transposition effective en bonne et due forme (56).

90. Il convient encore de rappeler une distinction importante entre les opérations harmonisées par la Directive Prospectus et celles qui ne le sont pas.

Le champ d'application de la Directive Prospectus est limité aux seules opérations dites « harmonisées », à savoir les offres de valeurs mobilières dont le montant est égal ou supérieur à 2.500.000 € sur une période de douze mois en vertu de l'article 1er, 2 h) de la Directive. La Directive Modificative augmente ce seuil à 5.000.000 €.

Il résulte d'une application combinée des articles 15, 17 et 22 de la Loi Prospectus que les opérations dites « harmonisées » sont régies par la Loi chaque fois que l'offre est émise sur le territoire belge ou sur le territoire d'un ou de plusieurs autres États membres de l'EEE, à l'exclusion de la Belgique, lorsque cette dernière est l'État membre d'origine. Ce sont les chapitres I et II du titre IV de la Loi qui régissent l'obligation de publier un prospectus ainsi que le contenu de celui-ci pour les opérations « harmonisées ».

91. Les opérations dites « non harmonisées » par la Directive échappent à son champ d'application et relèvent donc du seul pouvoir législatif et réglementaire des États (57).

Pour ces opérations « non harmonisées », le législateur belge a conservé l'obligation de publication d'un prospectus en cherchant à adopter un régime aussi proche que possible du régime des opérations « harmonisées », spécialement en ce qui concerne le contenu du prospectus.

Retenons qu'en application des articles 15, 17 et 42 de la Loi, les opérations « non harmonisées » sont essentiellement :

- les offres publiques de valeurs mobilières d'un montant inférieur à 2.500.000 € (en réalité 5.000.000 € depuis le 1er juillet 2012) qui ont lieu en tout ou en partie sur le territoire belge ;
- les offres publiques d'instruments de placement autres que des valeurs mobilières, que leur montant soit inférieur ou supérieur à 2.500.000 € (en réalité 5.000.000 € depuis le 1er juillet 2012), qui ont lieu sur le territoire belge.

Ce sont les chapitres I et III du titre IV de la Loi qui régissent l'obligation de publier un prospectus ainsi que le contenu de celui-ci pour les opérations « non harmonisées ».

92. Retenons encore que sous réserve des exceptions et exemptions que nous examinerons ci-dessous, la Loi Prospectus s'appliquera, en vertu de son article 15 :

– aux offres publiques d'instruments de placement effectuées sur le territoire belge ;

– aux offres publiques de valeurs mobilières d'un montant total égal ou supérieur à 2.500.000 € (en réalité 5.000.000 € depuis le 1er juillet 2012) chaque fois que l'offre est émise sur le territoire d'un ou de plusieurs autres États membres de l'EEE, à l'exclusion de la Belgique, lorsque cette dernière est l'État membre d'origine.

Tel est le cadre législatif qu'il faut avoir à l'esprit concernant la Loi Prospectus. Seules sont examinées ci-après les dispositions de la Loi Prospectus qui sont pertinentes en matière de crowdfunding (58).

A2. L'obligation de publier un prospectus

93. L'article 20 de la Loi Prospectus consacre l'obligation générale pour l'émetteur ou l'offreur de publier un prospectus préalablement à toute offre publique d'instruments de placement effectuée sur le territoire belge.

Cette obligation est générale et s'applique tant aux opérations harmonisées que non harmonisées dès lors que, comme nous le verrons au n° 101, la notion d'instrument de placement est plus large que celle de valeur mobilière et englobe cette dernière.

Toutefois, l'obligation de publier un prospectus n'est effective que pour autant que l'offre réponde à certaines conditions et tombe dans le champ d'application de la Loi Prospectus, d'une part, et pour autant que l'offre ne soit pas ensuite exemptée de l'obligation de publication, d'autre part.

A3. Champ d'application de l'obligation de publication

a) Notion d'offre publique

94. Seules les offres publiques sont visées par l'obligation préalable de publier un prospectus.

L'offre publique est définie par l'article 3 § 1er de la Loi 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 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. 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 à l'occasion de l'offre ».

Avant d'être qualifiée de publique au sens de la Loi Prospectus, l'offre doit donc présenter certaines caractéristiques.

a.1 Une communication adressée sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit à des personnes

95. Ces termes sont très généraux et visent toute forme de communication, quel que soit le mode utilisé.

L'article 34 du Règlement n° 809/2004 confirmait déjà le caractère très large du terme « communication » dès lors qu'il contient une liste non exhaustive de modes de communication tels que la télévision, la radio, le téléphone, le télécopie, les SMS, internet, les courriers électroniques, tout type d'imprimé, toute publicité par voie de presse, les affiches et panneaux publicitaires, les séminaires et conférences...

a.2 Présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et les instruments de placement à offrir

96. L'exigence d'une information suffisante a été considérée comme paradoxale, voire contradictoire par rapport à l'objectif poursuivi d'assurer une protection efficace des investisseurs puisqu'il suffirait que la communication ne contienne pas d'information suffisante pour que l'offre ne soit pas considérée comme publique et échappe ainsi à l'obligation de publier un prospectus (59).

Si la Loi Prospectus ne définit pas la notion d'« information suffisante », l'exposé des motifs précise qu'« il suffit que l'objet de l'offre soit décrit dans

ses principales caractéristiques et que le prix de l'offre soit déterminé ou déterminable » (60).

Par conséquent, dès l'instant où la communication fait état de l'objet de l'offre et de son prix, elle sera considérée comme contenant des informations suffisantes. Cette qualification ne serait pas éternuée par le caractère conditionnel de l'offre (61).

Il s'agit donc à nouveau d'un critère très large.

a.3 De manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire les instruments de placement sur lesquels elle porte

97. Cette exigence est le prolongement direct de l'exigence précédente du caractère suffisant de l'information (n° 96).

Outre le fait de contenir des informations suffisantes, la communication doit être de nature à mettre l'investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire les instruments de placement sur lesquels elle porte.

Il s'en suit qu'une communication qui se bornerait à fournir des informations relatives à des instruments de placement qui ne font pas encore l'objet d'une offre en vente, offre qui sera émise à bref délai, pourrait théoriquement échapper à la définition d'offre publique.

C'est d'ailleurs en ce sens que le législateur luxembourgeois a transposé la

Directive Prospectus par la loi luxembourgeoise du 10 juillet 2005 en précisant que « la simple communication d'informations sur un titre ou un émetteur sans qu'il n'y ait de titres proposés à l'achat ou à la souscription ne peut être assimilée à une offre publique » (62).

Le législateur belge a, en quelque sorte, pris le contrepied du législateur luxembourgeois en insérant dans la Loi Prospectus un article 64 qui interdit les communications qui, sans constituer des offres publiques au sens de l'article 3 § 1er, visent à offrir des renseignements ou conseils ou à susciter des demandes de renseignements ou de conseils relatifs à des instruments de placements créés ou non encore créés qui font ou feront l'objet d'une offre en vente ou en souscription, lorsque ladite communication émane de celui qui est en mesure d'émettre ou de céder les instruments de placement concernés ou est effectuée pour son compte.

Cette interdiction vise les communications effectuées sur le territoire belge à l'attention de plus de cent personnes physiques ou morales autres que des investisseurs qualifiés.

L'interdiction ne s'appliquera toutefois pas dans certaines hypothèses visées par l'article 64 de la Loi Prospectus, notamment lorsque l'offre ne revêt pas un caractère public en application de l'une des exceptions visées par l'article 3 § 2, c), d) ou e) ou lorsqu'elle revêt un caractère public, mais est exemptée de l'obligation de publication d'un prospectus en application de l'article 18 de la Loi.

a.4 Qui est faite par la personne qui est en mesure d'émettre ou de céder les instruments de placement ou pour son compte

98. La communication doit émaner :

i) soit de la personne qui est en mesure d'émettre les instruments de placement. L'article 9, 2° de la Loi Prospectus définit l'émetteur comme la « personne morale qui a émis, émet ou se propose d'émettre des instruments de placement ».

ii) soit de la personne qui est en mesure de céder les instruments de placement. L'article 9, 1° de la Loi définit l'offreur comme la « personne morale ou physique qui offre des instruments de placement au public ».

L'exposé des motifs de la Loi met clairement en lumière la distinction qui existe entre l'émetteur et l'offreur :

« Lorsqu'une offre publique est faite par la personne morale qui est en mesure d'émettre les instruments concernés, l'offre est faite par « l'émetteur ». Par contre, lorsque l'offre publique est faite par la personne qui est en mesure de céder lesdits instruments de placement mais pas de les émettre (tel qu'un actionnaire), celui qui fera l'offre est désigné par le terme « offreur » » (63).

iii) soit de celui qui agit pour le compte de la personne en mesure d'émettre ou de céder les instruments. L'article 3 § 1er in fine de la Loi Prospectus précise qu'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 à l'occasion de l'offre ».

Est ici visée la notion d'intermédiation qui est définie par l'article 13 de la Loi Prospectus comme étant « toute intervention, même à titre d'activité temporaire ou accessoire, et en quelque qualité que ce soit, à l'égard d'investisseurs dans le placement d'une offre publique 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 ».

99. Si l'article 3 § 1er in fine visé ci-dessus se contente de préciser que la

personne présumée agir pour le compte de l'émetteur ou de l'offreur est celle qui « perçoit directement ou indirectement une rémunération ou un avantage à l'occasion de l'offre », l'article 13 fournit, dans la définition de la notion d'intermédiation, une précision supplémentaire en indiquant que l'avantage doit être octroyé directement ou indirectement « par l'offreur ou l'émetteur » (c'est nous qui soulignons). Dans le même sens, l'article 64 de la Loi vise les communications publiques en dehors du cadre d'une offre publique et énonce qu'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 » (c'est nous qui soulignons).

L'exposé des motifs de la Loi Prospectus le confirme en ces termes :

« Encore faudrait-il par ailleurs que cet intermédiaire soit rémunéré par l'offrant ou l'émetteur. En effet, il est proposé de limiter la notion d'offre publique aux communications faites par l'émetteur ou l'offreur ou pour son compte. Cette limitation a précisément pour but d'exclure les communications émanant de tiers (tels que, par exemple, les journalistes, les analystes ne dépendant pas de membres du syndicat de placement et les conseillers en placement non rémunérés directement ou indirectement par l'émetteur ou l'offreur à l'occasion de l'opération) » (64) (c'est nous qui soulignons).

Nous reviendrons ultérieurement sur cette question lorsque nous examinerons la mesure dans laquelle l'exploitant indépendant d'une plateforme internet de crowdfunding doit ou non être considéré comme un intermédiaire au sens de l'article 13 de la Loi Prospectus (nos 153 à 159).

100. Soulignons ici qu'en matière d'offres publiques d'instruments de placement, l'article 56 de la Loi Prospectus consacre le principe du monopole d'intermédiation en réservant cette activité aux seuls

intermédiaires qu'elle vise :

« Seuls les personnes ou établissements suivants peuvent pratiquer l'intermédiation dans le cadre des offres publiques d'instruments de placement visées au présent titre :

a) la Banque centrale européenne, la Banque Nationale de Belgique et les autres banques centrales des États membres de l'Espace économique européen ;

b) les établissements de crédit inscrits à la liste visée à l'article 13 de la loi du 22 mars 1993 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit, à l'exception des caisses d'épargne communales ;

c) les succursales établies en Belgique d'établissements de crédit relevant du droit d'un autre État membre de l'Espace économique européen, enregistrées conformément à l'article 65 de la loi du 22 mars 1993 ;

d) les établissements de crédit non établis en Belgique qui relèvent du droit d'un autre État membre de l'Espace économique européen et exercent des activités en Belgique conformément à l'article 66 de la loi du 22 mars 1993 ;

e) les sociétés de bourse visées au livre II, titre II, de la loi du 6 avril 1995 relative au statut des entreprises d'investissement et à leur contrôle, aux intermédiaires et conseillers en placements ;

f) les sociétés de gestion de portefeuilles et de conseil en investissement visées

au livre II, titre II, de la loi du 6 avril 1995 ;

g) les entreprises d'investissement relevant du droit d'un autre État membre de l'Espace économique européen et opérant en Belgique en vertu du livre II, titre III, de la loi du 6 avril 1995 ;

h) les succursales établies en Belgique d'entreprises d'investissement relevant du droit de pays non membres de l'Espace économique européen et opérant en Belgique conformément au livre II, titre IV, de la loi du 6 avril 1995 ;

i) les entreprises d'investissement relevant du droit de pays non membres de l'Espace économique européen et opérant en Belgique par voie de prestation de services, pour autant que l'intermédiation soit conforme au statut auquel elles sont soumises en vertu des arrêtés pris en exécution du livre II, titre IV, de la loi du 6 avril 1995 ».

a.5 La communication doit porter sur des instruments de placement

101. Alors que le champ d'application de la Directive Prospectus est limité aux seules valeurs mobilières telles que visées à l'article 2, 1° a) de la Directive, le législateur belge a élargi le champ d'application de la Loi Prospectus aux instruments de placement, lesquels comprennent les valeurs mobilières.

Souvenons-nous qu'au moment de l'adoption de la Loi Prospectus, le droit financier belge connaissait déjà :

i) la notion d'instruments financiers au sens de l'article 2, 1° de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers ;

ii) la notion de titres au sens de l'article 2 de la loi du 22 avril 2003 relative aux offres publiques de titres ;

iii) la notion « plus que centenaire » de valeurs mobilières (65). Ces dernières étaient traditionnellement définies comme « des titres négociables destinés à permettre un placement de capitaux productifs d'un revenu, émis globalement pour un montant fixé à l'avance et conférant des droits identiques dans une même série » (66).

La notion de valeurs mobilières avait également fait l'objet d'une définition dans la loi du 4 décembre 1990 relative aux opérations financières et aux marchés financiers qui opérait alors la distinction entre « valeurs mobilières » et « autres instruments financiers », avant que la notion de valeurs mobilières ne cède la place à celle d'instruments financiers dans la loi du 6 avril 1995 relative aux marchés secondaires, au statut des entreprises d'investissement et à leur contrôle, aux intermédiaires et conseillers en placement (67).

Lors de l'adoption de la Loi Prospectus, la notion de valeurs mobilières se retrouvait encore dans nombre de textes en droit financier belge (68).

En outre, la Directive Prospectus fait elle-même référence, en son article 2, 1° a), à la notion de valeurs mobilières telle que définie par l'article 1er 4) de la directive 93/22/CEE du Conseil du 10 mai 1993 concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières. C'est d'ailleurs cette définition européenne qui sera reprise et étoffée à l'article 5 § 1er de la Loi prospectus (69).

102. La Loi Prospectus a inséré une nouvelle notion en droit financier, celle des instruments de placement.

Aux termes de l'article 4 § 1er de la Loi Prospectus, « il y a lieu d'entendre par «instruments de placement» :

1° les valeurs mobilières ;

2° les instruments du marché monétaire ;

3° les droits portant directement ou indirectement sur des biens meubles ou immeubles, organisés en association, indivision ou groupement, de droit ou de fait, ne conférant pas aux titulaires de ces droits la jouissance privative de ces biens dont la gestion, organisée collectivement, est confiée à une ou plusieurs personnes agissant à titre professionnel ;

4° les contrats financiers à terme (“futures”), y compris ceux dont le règlement s'effectue en espèces ;

5° les contrats à terme sur taux d'intérêt (“forward rate agreements”) ;

6° les contrats d'échange (“swaps”) sur taux d'intérêt ou devises et les contrats d'échange sur des flux liés à des actions ou à des indices d'actions (“equity swaps”) ;

7° les contrats d'options sur devises et sur taux d'intérêt et tous les autres contrats d'options visant à acquérir ou à céder, notamment par voie de souscription ou d'échange, des instruments de placement visés au présent article, y compris les contrats d'option dont le règlement s'effectue en espèces ;

8° les contrats dérivés sur métaux précieux et matières premières ;

9° les contrats représentatifs de droits sur des instruments de placement autres que les valeurs mobilières ;

10° tous les autres instruments permettant d'effectuer un investissement de type financier, quels que soient les actifs sous-jacents ».

L'article 4 § 2 de la Loi précise que ne sont pas des instruments de placement :

« 1° les dépôts d'argent sollicités ou reçus par des établissements ou institutions visés à l'article 4, alinéas 1er et 2, 1° à 4° et 6°, de la loi du 22 mars 1993 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit ;

2° les devises, métaux précieux et matières premières ;

3° les contrats visés par l'article 2 de la Directive 2002/83/CE du Parlement européen et du Conseil du 5 novembre 2002 concernant l'assurance directe sur la vie, conclus par des entreprises d'assurance ».

103. Ce qui précède constitue plus une énumération qu'une définition de la notion d'instruments de placement. Il en résulte cependant que cette notion est plus large :

– que celle « d’instruments financiers » au sens de l’article 2, 1° de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers ;

– mais aussi que celle de « titres » au sens de l’article 2 de la loi du 22 avril 2003 relative aux offres publiques de titres ;

– et enfin que celle de « valeurs mobilières » au sens de l’article 5 de la Loi Prospectus, laquelle définit ces dernières comme « toutes les catégories d’instruments de placements négociables sur le marché des capitaux ». Les valeurs mobilières sont donc une catégorie d’instruments de placement, ce que confirme d’ailleurs l’article 4 § 1er, 1° de la Loi Prospectus qui, dans son énumération non exhaustive, cite les valeurs mobilières comme la première catégorie d’instruments de placement.

Ceci s’explique par le fait que le législateur belge a été soucieux de permettre aux investisseurs de bénéficier d’un prospectus chaque fois que des titres ou instruments leur sont offerts même si ces titres ou instruments ne rentrent pas dans une catégorie prédéfinie par la Loi. La catégorie résiduaire de l’article 4 § 1er, 10° de la Loi Prospectus rencontre cette préoccupation en visant « tous les autres instruments permettant d’effectuer un investissement de type financier, quels que soient les actifs sous-jacents ».

L’exposé des motifs de la Loi Prospectus démontre, si besoin est, la préoccupation du législateur à cet égard (70).

104. Ainsi que nous l’avons vu au n° 103, les articles 5 et 6 de la Loi Prospectus définissent les valeurs mobilières en s’inspirant de la définition fournie par la Directive Prospectus, laquelle se réfère elle-même à la Directive 93/22/CEE du Conseil du 10 mai 1993 concernant les services

d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières.

À l'issue de la transposition de la Directive Prospectus en droit belge, il a été fait remarquer que l'adoption de la notion d'instruments de placement, distincte de celle de valeurs mobilières, permet de distinguer les opérations « harmonisées » des opérations « non harmonisées » et que le législateur a ainsi voulu éviter toute confusion avec les notions de « titres de capital » et de « titres autres que de capital » qui se retrouvent dans la Directive Prospectus ainsi qu'à l'article 6 de la Loi Prospectus (71).

Toutefois, nonobstant le caractère plus large de la notion d'instruments de placement par rapport aux notions voisines d'instruments financiers et de valeurs mobilières, d'aucuns ont regretté cette juxtaposition de notions qui nuit à la lisibilité du droit financier (72).

105. Il résulte dès lors de ce qui précède que pour être régie par la Loi Prospectus, une offre publique doit porter sur un instrument de placement.

Dans la mesure où cette notion n'est pas enfermée dans une liste limitative, mais, à l'inverse, fait l'objet d'une énumération non exhaustive, contenant une catégorie résiduaire, un instrument ou un titre permettant de réaliser un investissement sera plus aisément qualifié d'instrument de placement.

Bien qu'étant d'inspiration européenne, la notion d'instrument de placement est bien une « invention belge » (73).

b) Exceptions au caractère public d'une offre

106. L'article 3 § 2 de la Loi Prospectus énonce cinq exceptions au caractère public d'une offre.

Ces exceptions ont à juste titre été qualifiées de « safe harbor » selon l'expression anglo-saxonne (74).

Alors que dans le régime de l'article 3, 2° de la Directive Prospectus, il s'agissait d'exceptions à l'obligation de publier un prospectus, l'article 3 § 2 de la Loi en fait des exceptions au caractère public de l'offre en prévoyant que les cinq catégories d'offres qu'il énumère ne revêtent pas un caractère public.

107. Aux termes de l'article 3 § 2 de la Loi, « ne revêtent pas un caractère public, les catégories d'offres suivantes :

- a) les offres d'instruments de placement adressées uniquement aux investisseurs qualifiés ;
- b) les offres d'instruments de placement adressées à moins de 100 personnes physiques ou morales, autres que des investisseurs qualifiés, par État membre de l'Espace économique européen ;
- c) les offres d'instruments de placement qui requièrent une contrepartie d'au moins 50.000 euros par investisseur et par offre distincte ;
- d) les offres d'instruments de placement dont la valeur nominale unitaire s'élève

au moins à 50.000 euros ;

e) les offres d'instruments de placement dont le montant total est inférieur à 100.000 euros ».

En l'état actuel du droit financier, ces exceptions sont susceptibles de jouer un rôle essentiel dans l'émergence du crowdfunding en tant que mode de financement.

Nous les examinons ci-dessous. Il conviendra toutefois d'être particulièrement attentif aux modifications qui devront être apportées à la Loi Prospectus en raison de l'obligation de transposer la Directive Modificative.

b.1 Les offres d'instruments de placement adressées uniquement aux investisseurs qualifiés

108. Le 16e considérant de la Directive Prospectus rappelle (1) que l'un de ses objectifs est la protection des investisseurs, (2) qu'il convient de différencier les besoins de protection des diverses catégories d'investisseurs, notamment en fonction de leur niveau de compétence et (3) qu'il n'est donc pas nécessaire de publier un prospectus en cas d'offre limitée aux investisseurs qualifiés.

C'est ce que prévoit l'article 3 § 2 a) de la Loi Prospectus.

109. Les investisseurs qualifiés sont définis de la façon suivante à l'article 10

§ 1er de la Loi Prospectus :

« a) les personnes morales établies en Belgique, agréées ou réglementées en tant qu'opérateurs sur les marchés financiers, dont les établissements de crédit, les entreprises d'investissement, les autres établissements financiers agréés ou réglementés, les entreprises d'assurance, les organismes de placement collectif et leurs sociétés de gestion, les fonds de pension et de retraite et leurs sociétés de gestion, les intermédiaires en instruments de placement à terme sur matières premières, ainsi que les entités établies en Belgique, non agréées ou non réglementées dont l'objet social exclusif est l'investissement en instruments de placement ;

b) l'État, les régions et les communautés, la Banque nationale de Belgique et les organisations internationales et supranationales établies en Belgique ;

c) les autres personnes morales que celles visées aux a) et b) établies en Belgique, qui, d'après leurs derniers comptes annuels ou consolidés, répondent au moins à deux des trois critères suivants : un nombre moyen de salariés égal ou supérieur à 250 personnes sur l'ensemble de l'exercice, un total du bilan supérieur à 43.000.000 d'euros et un chiffre d'affaires net annuel supérieur à 50.000.000 d'euros ;

d) les personnes morales ayant leur siège statutaire sur le territoire d'un autre État membre de l'Espace économique européen qui sont établies en Belgique, qui ne remplissent pas au moins deux des trois critères visés au c) et qui sont considérées comme investisseurs qualifiés dans l'État membre sur le territoire duquel se trouve leur siège statutaire ».

Cette définition est inspirée de celle figurant à l'article 2, 1° e) de la Directive Prospectus.

110. Toutefois, la Directive Prospectus a permis aux États membres d'inclure dans la définition des investisseurs qualifiés certaines personnes physiques et certaines PME (75).

C'est la raison pour laquelle l'article 10 § 2 de la Loi Prospectus a habilité le Roi à étendre la notion d'investisseurs qualifiés :

« 1) aux personnes physiques résidant sur le territoire belge qui ont demandé expressément à la FSMA à être considérées comme des investisseurs qualifiés et qui remplissent au moins deux des trois critères suivants :

i) elles ont effectué sur le marché des valeurs mobilières des opérations de taille significative à raison d'au moins dix par trimestre en moyenne sur les quatre trimestres précédents,

ii) la valeur de leur portefeuille de valeurs mobilières dépasse 500.000 euros,

iii) elles travaillent ou ont travaillé dans le secteur financier pendant au moins un an dans une position professionnelle exigeant une connaissance du placement en valeurs mobilières,

2) à tout ou partie des personnes morales ayant leur siège statutaire sur le territoire belge qui ne remplissent pas au moins deux des trois critères visés au 1er, c), et qui ont demandé expressément à la FSMA à être considérées comme des investisseurs qualifiés ».

Par un arrêté royal du 26 septembre 2006, le Roi a étendu la notion d'investisseurs qualifiés aux PME établies en Belgique qui ont fait la demande expresse à la FSMA d'être considérées comme tels.

Aucune extension n'est cependant intervenue concernant les personnes physiques.

111. À l'instar de l'existence en droit belge de notions voisines de celle d'instruments de placement au moment de l'adoption de la Loi Prospectus, il existait des notions voisines de celle d'investisseur qualifié puisque la notion « d'investisseurs professionnels ou institutionnels » figurait à la fois dans l'arrêté royal du 7 juillet 1999 relatif au caractère public des opérations financières et dans la loi du 20 juillet 2004 relative à certaines formes de gestion collective de portefeuilles d'investissement.

Plus tard, c'est à l'occasion de la transposition de la Directive MIFID qu'est apparue la notion de « client professionnel » par opposition à celle de « client de détail » (76).

Plusieurs notions voisines allaient donc coexister dans différents textes en droit financier, ce que d'éminents auteurs ont, à nouveau, regretté (77).

112. La Directive Modificative a le mérite de mettre fin à cette situation en modifiant la définition des investisseurs qualifiés qui figure à l'article 2, 1^o e) de la Directive Prospectus et en calquant cette définition sur la notion de « clients professionnels » ou de « contreparties éligibles » au sens de l'annexe II de la Directive MIFID (78).

L'annexe II de la Directive MIFID énumère non seulement les catégories de clients professionnels per se, mais précise également que des clients qui a priori ne sont pas professionnels puisqu'ils ne remplissent pas les conditions pour ce faire, à l'instar des investisseurs particuliers, peuvent néanmoins demander à être traités comme des clients professionnels en renonçant ainsi à une partie de la protection que leur octroient les règles de conduite.

En ce qui concerne précisément les investisseurs particuliers, qui nous intéressent spécialement dans le cadre du crowdfunding, l'annexe II de la Directive MIFID précise que la diminution de la protection n'est valable qu'à la condition qu'une évaluation adéquate, par l'entreprise d'investissement, de la compétence, de l'expérience et des connaissances du client lui procure l'assurance raisonnable, à la lumière de la nature des transactions ou des services envisagés, que ce client est en mesure de prendre ses propres décisions d'investissement et de comprendre les risques qu'il encourt.

Il est encore précisé que « dans le cadre de cette évaluation, au moins deux des critères suivants doivent être réunis :

- le client a effectué en moyenne dix transactions d'une taille significative par trimestre au cours des quatre trimestres précédents sur le marché concerné ;

- la valeur du portefeuille d'instruments financiers du client, défini comme comprenant les dépôts bancaires et les instruments financiers, dépasse 500.000 euros ;

- le client occupe depuis au moins un an ou a occupé pendant au moins un an, dans le secteur financier, une position professionnelle requérant une

connaissance des transactions ou des services envisagés ».

L'arrêté royal du 3 juin 2007 portant les règles et modalités visant à transposer la directive concernant les marchés d'instruments financiers a, par son annexe A, transposé de façon pratiquement littérale le contenu de l'annexe II de la Directive MIFID dans notre droit (79).

113. La Loi Prospectus devra donc être modifiée afin d'assurer la transposition effective de la Directive Modificative.

Il s'en suivra un certain rapprochement du droit financier belge avec le droit financier des États-Unis puisque dorénavant, la notion d'investisseur qualifié au sens de la Loi Prospectus pourra inclure les personnes physiques qui remplissent les conditions légales et qui en font la demande, à l'instar des « accredited investors » (80).

Toutefois, au vu des conditions exigées pour qu'un particulier puisse accéder au statut d'investisseur qualifié, seul un nombre relativement marginal de particuliers pourra y prétendre, en Europe comme aux États-Unis.

Cette première exception se révélera dès lors hors de portée pour la plupart des PME et startups désireuses de se financer par le mécanisme du crowdfunding.

b.2 Les offres d'instruments de placement adressées à moins de cent personnes physiques ou morales, autres que des investisseurs qualifiés, par État membre de l'EEE

114. En application de cette exception, ne revêtent pas un caractère public les offres d'instruments de placement qui sont adressées à moins de cent personnes, que celles-ci soient des personnes physiques ou morales, étant précisé que les investisseurs qualifiés ne sont pas comptabilisés.

L'article 3 § 2 b) de la Loi Prospectus précise que ce décompte doit être effectué par État membre de l'EEE.

115. Le texte de cette exception, directement inspiré de l'article 3, 2° b) de la Directive Prospectus, implique qu'il faut avoir égard au seuil de cent personnes par État membre.

Ceci signifie qu'une offre adressée à nonante-neuf personnes dans chaque État membre ne sera pas publique. Il en irait de même, sur le plan du droit belge, d'une offre adressée à plus de nonante-neuf personnes dans un autre État membre, mais à moins de cent personnes en Belgique (81).

116. La Directive Modificative relève le seuil de cent personnes à cent cinquante personnes.

Cette exception est, selon nous, susceptible de jouer un rôle plus important que la précédente dans le cadre d'opérations de financement ayant recours à la technique du crowdfunding.

Son impact sera toutefois limité dans la mesure où le recours à une plateforme ou à un portail internet impliquera que l'offre sera nécessairement adressée à plus de cent cinquante personnes.

b.3 Les offres d'instruments de placement qui requièrent une contrepartie d'au moins 50.000 € par investisseur et par offre distincte

117. Ne sont pas publiques les offres d'instruments de placement qui requièrent une contrepartie d'au moins 50.000 € par investisseur et par offre distincte.

La Directive Modificative relève ce seuil de 50.000 € à 100.000 €, rendant ainsi le « safe harbor » plus difficile à atteindre, à l'inverse du relèvement du seuil de 100 à 150 personnes.

Le 9e considérant de la Directive Modificative justifie ce doublement du seuil par le fait que des investisseurs de détail ont effectué des investissements de plus de 50.000 € par transaction en sorte que le seuil de 50.000 € ne reflétait plus la distinction entre client de détail et investisseur professionnel.

b.4 Les offres d'instruments de placement dont la valeur nominale unitaire s'élève au moins à 50.000 euros

118. Cette exception vise une hypothèse différente de la précédente dans la mesure où il n'est pas requis, pour qu'elle trouve à s'appliquer, que l'instrument soit acquis par un seul investisseur. Il importe ici que la valeur nominale unitaire de chaque instrument s'élève à 50.000 € au moins.

Ce seuil se voit également relevé à 100.000 € par la Directive Modificative.

b.5 Les offres d'instruments de placement dont le montant total est inférieur à 100.000 €

119. Cette exception est à l'évidence celle qui sera de nature à jouer le rôle le plus déterminant dans le cadre de l'émergence et de l'utilisation du crowdfunding comme outil de financement.

En vertu de l'article 3 § 2 e) de la Loi Prospectus, une offre d'instruments de placement n'est pas publique et, par conséquent, aucun prospectus ne doit être publié lorsque le montant total de l'offre est inférieur à 100.000 €.

Il faut tenir compte du montant total de l'offre, à savoir du prix payé par les investisseurs, et non de la valeur des instruments de placement offerts. L'exposé des motifs précise en effet qu'il doit être tenu compte du prix de souscription ou d'achat des instruments si bien que lorsque l'offre porte sur des options ou des warrants, il n'y a pas lieu de tenir compte du prix d'exercice (82).

120. Afin d'éviter des découpages artificiels d'offres par des tranches successives de 99.999 € chacune, l'article 3 § 5 de la Loi précise que le seuil de 100.000 € doit être calculé sur une période de douze mois.

Cette précision vaut également pour le seuil de 2.500.000 € concernant les opérations harmonisées.

Il s'agit d'une précaution bien compréhensible sans laquelle le plafond de 100.000 € aurait pu être facilement éludé (83).

121. La Directive Modificative laisse ce seuil de 100.000 €, toujours calculé sur une période de douze mois, inchangé mais précise désormais expressément que ce montant doit être calculé sur le territoire de l'Union européenne.

Antérieurement à la Directive Modificative, la Directive Prospectus ne précisait rien à ce sujet et il était généralement considéré que le caractère territorial de la définition d'offre publique commandait d'apprécier le seuil de 100.000 € par État membre (84).

La Directive Modificative apporte ici une précision qui modifiera la manière de calculer le seuil de cette exception.

122. L'article 3 § 2, deuxième alinéa précise encore que cette exception n'est pas applicable aux offres portant sur des instruments de placement, autres que des valeurs mobilières, qui consistent en des contrats à terme ne nécessitant aucun investissement au moment de leur conclusion, mais dont la liquidation s'opère par un règlement en espèces ou par livraison du sous-jacent au profit de l'une des parties.

L'exposé des motifs nous apprend que le législateur vise ici les contrats à terme tels les swaps, forwards et futures en raison du caractère inadapté de l'exception en ce qui concerne ce type d'instruments de placement qui n'impliquent pas le paiement d'un prix d'acquisition ou de souscription au moment de l'offre (85).

b.6 Première précision relative aux cinq exceptions – Leur caractère exclusif

123. Il est ici essentiel de préciser que ces cinq exceptions revêtent un caractère exclusif et non cumulatif (86).

Pour qu'une offre ne soit pas publique, il faut mais il suffit qu'elle rencontre l'une des cinq exceptions de l'article 3 § 2, premier alinéa de la Loi Prospectus.

Ainsi à titre illustratif, une offre dont le montant total calculé sur une année est inférieur à 100.000 € ne sera pas publique, même si elle est adressée à cent personnes ou plus (87) (aujourd'hui cent-cinquante personnes ou plus).

Inversement, une offre adressée à moins de cent personnes (aujourd'hui moins de cent-cinquante personnes), mais dont le montant est supérieur à 100.000 € ne sera pas non plus une offre publique au sens de la Loi.

b.7 Seconde précision relative aux cinq exceptions – La revente ultérieure d'instruments de placement

124. L'article 3 § 2, troisième alinéa de la Loi Prospectus vise les instruments de placement acquis dans le cadre d'une offre ayant bénéficié de l'une des cinq exceptions précitées.

L'hypothèse visée est celle dans laquelle des instruments de placement qui, dans un premier temps, ont été acquis dans le cadre d'une offre non publique ayant bénéficié de l'une des cinq exceptions, vont ensuite faire l'objet d'une revente ultérieure.

Dans une telle hypothèse, il conviendra d'apprécier si cette revente constitue ou non une offre publique à la lumière, d'une part, de la définition de l'offre publique de l'article 3 § 1er de la Loi et, d'autre part, des cinq exceptions visées à l'article 3 § 2, premier alinéa de la Loi.

Malheureusement, ni la Loi Prospectus, ni ses travaux préparatoires, ni la Directive Prospectus dont ils s'inspirent ne visent un quelconque délai entre la vente et la revente.

125. À un autre niveau, l'exposé des motifs de la Loi précise que la réglementation relative à la revente des instruments s'applique même lorsque l'acquisition initiale a été effectuée par des intermédiaires financiers, mais que « le terme «revente» ne vise cependant pas le cas où il y a prise ferme d'instruments de placement par des intermédiaires financiers dans le cadre d'une offre publique » et que « de manière générale, ne sont pas visées les techniques de placement des offres publiques dans le cadre desquelles des intermédiaires financiers interviennent pour le compte de l'émetteur ou de l'offreur » (88).

Nous partageons le point de vue exprimé par d'autres auteurs selon lequel le terme « revente » est peu heureux puisqu'il est susceptible de viser des intermédiaires financiers qui, sur le plan strictement juridique, vont acheter et revendre en sorte que la précision contenue dans l'exposé des motifs sera véritablement utile lorsqu'il s'agira d'apprécier l'intention du législateur (89).

Il faut toutefois préciser que la Directive Modificative apporte ici une clarification importante à propos des fameuses « reventes en cascades » par lesquelles des instruments de placements sont vendus à des investisseurs privés au travers de plusieurs intermédiaires successifs. L'article 3.2 de la Directive Prospectus, tel que modifié par la Directive Modificative, précise désormais qu'une fois un prospectus publié, ce prospectus peut être réutilisé lors de la revente ultérieure des valeurs mobilières, pour autant qu'il soit encore valable et

que l'émetteur consente par écrit à son utilisation (90).

c) Autres exceptions au § 1er de l'article 3 de la Loi Prospectus

126. Sans préjudice des cinq exceptions relatives au caractère public d'une offre, énumérées à l'article 3 § 2, premier alinéa, d'autres dispositions de l'article 3 de la Loi font exception à la définition de l'offre publique contenue au § 1er, tantôt en stipulant que certains actes ne constituent pas des offres publiques sur le territoire belge, tantôt en stipulant que d'autres actes ne constituent pas des offres.

Ces autres cas d'exceptions sont, a priori, peu susceptibles de trouver une application concrète dans le cadre du mécanisme du crowdfunding.

127. En premier lieu, l'article 3 § 4 de la Loi Prospectus dispose que « ne constituent pas des offres publiques sur le territoire belge :

1° le seul fait pour un intermédiaire financier établi en Belgique d'aviser ses clients, qui lui ont confié leurs instruments de placement en dépôt, du lancement d'une offre publique en dehors du territoire belge afin de leur permettre d'exercer leurs droits en tant que titulaires desdits instruments de placement ;

2° le seul fait pour l'émetteur desdits instruments de placement d'autoriser les souscriptions par des résidents belges dans le cadre de l'exercice des droits susmentionnés ».

Cette disposition fait déjà référence au champ d'application de la Loi Prospectus qui, ainsi que nous l'avons vu, a vocation à régir les offres publiques sur le territoire belge.

128. Ensuite, en vertu de l'article 3 § 3 de la Loi Prospectus, les attributions à titre gratuit d'instruments de placement « ne constituent pas des offres ».

Antérieurement à l'adoption de la Directive Modificative, il convenait de distinguer, d'une part, l'attribution d'instruments de placement à titre gratuit, lorsque le bénéficiaire ne pouvait la refuser, et d'autre part, l'offre gratuite de tels instruments lorsque le destinataire de l'offre était libre de la refuser (91).

Dans le premier cas, l'attribution ne constituant pas une offre en application de l'article 3 § 3, il n'y avait pas d'obligation de publier un prospectus mais l'article 73 de la Loi imposait néanmoins à l'émetteur ou à la personne en mesure d'attribuer les instruments de publier un document contenant des informations minimales.

Dans le cas d'une offre gratuite, celle-ci bénéficiait de l'exemption visant les offres dont le montant est inférieur à 100.000 € et l'article 73 de la Loi ne trouvait pas à s'appliquer.

La Directive Modificative a supprimé cette distinction entre attribution et offre gratuite en supprimant la notion d'attribution gratuite de sorte que sera seule d'application l'exception visant les offres dont le montant est inférieur à 100.000 €.

Ici également, une modification de la Loi Prospectus devra intervenir.

A4. Champ d'application de la Loi Prospectus

a) Sur le plan territorial

129. Nous avons examiné aux nos 90 et 91 le champ d'application de la Loi Prospectus par comparaison à celui de la Directive Prospectus et nous y renvoyons le lecteur.

L'article 15 de la Loi en définit le champ d'application territorial et énonce que la Loi s'applique :

– aux offres publiques d'instruments de placement effectuées sur le territoire belge ;

– aux offres publiques de valeurs mobilières d'un montant total égal ou supérieur à 2.500.000 € (en réalité 5.000.000 € depuis le 1er juillet 2012) chaque fois que l'offre est émise sur le territoire d'un ou de plusieurs autres États membres de l'EEE, à l'exclusion de la Belgique, lorsque cette dernière est l'État membre d'origine.

b) Sur le plan ratione materiae

130. Toutefois, l'article 16 restreint le champ d'application ratione materiae de la Loi en énonçant que celle-ci ne régit pas certaines offres publiques d'instruments de placement alors même que ces dernières constituent des

offres publiques émises sur le territoire belge au sens des articles 3 et 15 de la Loi.

Les offres visées par l'article 16 de la Loi échapperont dès lors à son champ d'application et donc à l'obligation corrélative de publier un prospectus.

131. Aux termes de l'article 16 de la Loi, celle-ci « ne règle pas :

1° les offres publiques et les admissions à la négociation de parts émises par des organismes de placement collectif autres que ceux du type fermé ;

2° les ventes publiques d'instruments de placement ordonnées par justice ;

3° les offres publiques et les admissions à la négociation de parts de capital dans les banques centrales des États membres de l'Espace économique européen ;

4° les offres publiques et les admissions à la négociation de titres autres que de capital émis par un État membre de l'Espace économique européen ou par l'une de ses autorités régionales ou locales, par les organisations publiques internationales auxquelles adhèrent un ou plusieurs États membres de l'Espace économique européen, par la Banque centrale européenne ou par les banques centrales des États membres de l'Espace économique européen ;

5° les offres publiques et les admissions à la négociation de valeurs mobilières inconditionnellement et irrévocablement garanties par un État membre de l'Espace économique européen ou par l'une de ses autorités régionales ou

locales ;

6° les offres publiques et les admissions à la négociation de titres autres que de capital émis de manière continue ou répétée par des établissements de crédit établis en Belgique ou par des établissements de crédit relevant du droit d'autres États membres de l'Espace économique européen et non établis en Belgique pour autant que ces titres autres que de capital :

i) ne soient pas subordonnés, convertibles ou échangeables,

ii) ne confèrent pas le droit de souscrire ou d'acquérir d'autres types de valeurs mobilières et ne soient pas liés à un instrument dérivé,

iii) matérialisent la réception de dépôts remboursables,

iv) puissent bénéficier d'un système de garantie des dépôts conformément à la Directive 94/19/CE relative aux systèmes de garantie des dépôts ;

7° les offres publiques et les admissions à la négociation de titres autres que de capital émis de manière continue ou répétée par des établissements de crédit établis en Belgique ou par des établissements de crédit relevant du droit d'autres États membres de l'Espace économique européen et non établis en Belgique, lorsque le montant total offert sur 12 mois est inférieur à 50.000.000 euros, pour autant que ces titres autres que de capital :

i) ne soient pas subordonnés, convertibles ou échangeables,

ii) ne confèrent pas le droit de souscrire ou d'acquérir d'autres types de valeurs mobilières et ne soient pas liés à un instrument dérivé,

iii) puissent bénéficier d'un système de garantie des dépôts conformément à la Directive 94/19/CE relative aux systèmes de garantie des dépôts ;

8° les offres publiques d'instruments de placement émis par des associations bénéficiant d'un statut légal ou par des organismes sans but lucratif, reconnus par un État membre de l'Espace économique européen, en vue de se procurer les moyens nécessaires à la réalisation de leurs objectifs non lucratifs ».

Nous pensons que ces restrictions au champ d'application de la Loi n'ont que peu de chances de s'appliquer en cas de recours au mécanisme du crowdfunding. Nous ne nous y attardons donc pas.

A5. Exemptions de l'obligation de publier un prospectus

132. Dans une forme d'ultime échappatoire, la Loi prévoit des circonstances dans lesquelles certaines offres publiques d'instruments de placement sont exemptées de l'obligation de publier un prospectus.

Le chapitre I du titre IV de la Loi Prospectus est relatif à l'obligation de publier un prospectus. L'article 17 de la Loi énonce que ce chapitre s'applique à toute offre publique d'instruments de placement effectuée sur le territoire belge alors que l'article 20 consacre l'obligation générale, pour toute opération qui y est visée, de publier un prospectus.

133. Toutefois, l'article 18 § 1er de la Loi énonce que « par dérogation à l'article 17, le présent chapitre ne s'applique pas aux offres publiques portant sur les catégories d'instruments de placement suivantes :

a) les parts de sociétés coopératives agréées en vertu de l'article 5 de la loi du 20 juillet 1955 portant institution d'un Conseil national de la Coopération pour autant que l'acquisition ou la possession de ces parts constituent pour leur titulaire la condition requise pour qu'il puisse bénéficier des services rendus par ces sociétés coopératives et pour autant que le montant total de l'offre soit inférieur à 2.500.000 euros ;

b) les actions émises en substitution d'actions de même catégorie déjà émises, si l'émission de ces nouvelles actions n'entraîne pas d'augmentation du capital souscrit ;

c) les instruments de placement offerts dans le cadre d'une offre publique d'acquisition par voie d'offre publique d'échange, pour autant que des informations considérées par la FSMA comme équivalentes à celles que doit contenir le prospectus soient mises à la disposition des intéressés ;

d) les valeurs mobilières attribuées dans le cadre d'une fusion ou en contrepartie d'apports autres qu'en numéraire, à condition que ces opérations comportent une offre et pour autant que des informations considérées par la FSMA comme équivalentes à celles que doit contenir le prospectus soient mises à la disposition des intéressés ;

e) les dividendes payés sous la forme d'actions de la même catégorie que celles donnant droit à ces dividendes, pour autant qu'un document contenant des

informations sur le nombre et la nature des actions ainsi que sur les raisons et les modalités de l'offre soit mis à la disposition des intéressés ;

f) les valeurs mobilières offertes aux administrateurs ou aux salariés anciens ou existants par leur employeur dont les valeurs mobilières sont déjà admises à la négociation sur un marché réglementé ou par une société liée, pour autant qu'un document contenant des informations sur le nombre et la nature des valeurs mobilières offertes, ainsi que sur les raisons et les modalités de l'offre soit mis à la disposition des intéressés ;

g) les valeurs mobilières offertes aux administrateurs ou aux salariés anciens ou existants par une société liée à leur employeur, pour autant que ces valeurs mobilières soient de la même catégorie que celles déjà admises à la négociation sur un marché réglementé et qu'un document contenant des informations sur le nombre et la nature des valeurs mobilières offertes, ainsi que sur les raisons et les modalités de l'offre soit mis à la disposition des intéressés ;

h) les valeurs mobilières offertes aux administrateurs ou aux salariés anciens ou existants, soit par leur employeur, soit par une société liée à celui-ci, à condition que l'offre soit d'un montant total inférieur à 2.500.000 euros et que ces valeurs mobilières soient de la même catégorie que celles déjà admises à la négociation sur un marché situé en dehors de l'Espace économique européen, de fonctionnement régulier, accessible au public et dans le cadre duquel les exigences en matière d'information imposées aux émetteurs sont équivalentes à celles qui sont applicables sur les marchés réglementés, et qu'un document contenant des informations sur le nombre et la nature des valeurs mobilières offertes, ainsi que sur les raisons et les modalités de l'offre soit mis à la disposition des intéressés ;

i) les valeurs mobilières offertes aux travailleurs en exécution de plans de participation d'un montant total inférieur à 2.500.000 euros visés par la loi du 22 mai 2001 relative aux régimes de participation des travailleurs au capital et

aux bénéfices des sociétés ».

À l'instar des restrictions apportées par l'article 16 au champ d'application de la Loi, les cas d'exemption à l'obligation de publier un prospectus sont peu susceptibles de trouver application en matière de crowdfunding en sorte que nous ne nous y attardons pas.

A6. Interdiction des communications publiques en dehors du cadre d'une offre publique – Exception

134. Nous ne pourrions terminer l'exposé des dispositions de la Loi Prospectus qui sont pertinentes pour le mécanisme du crowdfunding sans évoquer l'article 64 de la Loi.

Aux côtés de l'obligation générale de publier un prospectus préalablement à l'émission d'une offre publique d'instruments de placement, l'article 64 de la Loi consacre le principe de l'interdiction des communications publiques qui présentent les caractéristiques suivantes :

« Est interdite toute communication effectuée sur le territoire belge, à l'attention de plus de 100 personnes physiques ou morales, autres que des investisseurs qualifiés, tendant à offrir des renseignements ou des conseils ou à susciter des demandes de renseignements ou de conseils relatifs à des instruments de placement créés ou non encore créés qui font ou feront l'objet d'une offre en vente ou en souscription, lorsque cette communication émane de celui qui est en mesure d'émettre ou de céder les instruments de placement concernés ou est effectuée pour son compte.

...

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 ».

Le législateur a entendu viser ici l'hypothèse de communications effectuées soit antérieurement à l'émission d'une offre, soit concomitamment à celle-ci, lorsque cette communication, sans mettre l'investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire les instruments et donc sans tomber dans le champ de la définition de l'article 3 § 1er de la Loi, contient néanmoins des renseignements ou conseils ou vise à susciter des demandes de renseignements ou conseils.

Sont spécialement visées les tentatives d'éluder l'obligation de publier un prospectus en éveillant la curiosité du public et en suscitant chez celui-ci une souscription en quelque sorte spontanée des instruments de placement (92).

135. Cependant, l'article 64 de la Loi précise immédiatement que l'interdiction ne s'applique pas « si :

- l'offre tombe dans l'une des catégories visées à l'article 3, § 2, c), d) ou e), ou
- les instruments de placement peuvent faire l'objet d'une offre publique sur le territoire belge sans que la publication d'un prospectus soit requise en vertu du chapitre Ier du titre IV, ou

– l'autorité compétente pour l'approbation du prospectus d'offre publique a préalablement été saisie d'une demande d'approbation ou de dispense de prospectus et ne s'est pas encore prononcée sur ladite approbation ou demande de dispense et, lorsque l'offre publique porte sur des instruments de placement émis par un organisme de placement collectif, la FSMA a préalablement été saisie d'une demande d'inscription conformément à l'article 28 de la loi du 20 juillet 2004 ou de l'article 127 de cette loi, selon le cas, ou

– un prospectus d'offre publique a été dûment approuvé par la FSMA ou par l'autorité compétente d'un autre État membre de l'Espace économique européen et les conditions prévues à l'article 38 sont remplies et, lorsque l'offre publique porte sur des instruments de placement émis par un organisme de placement collectif, l'organisme en question et, le cas échéant, le compartiment concerné sont inscrits à la liste visée à l'article 31 de la loi du 20 juillet 2004 ou à l'article 129 de cette loi, selon le cas ».

B. L'arrêté royal du 9 octobre 2009 relatif au caractère public de la sollicitation de fonds remboursables

B1. Principes

136. Au n° 88, nous avons eu l'occasion de rappeler que la protection de l'épargne publique est l'un des objectifs essentiels du droit financier.

C'est ainsi que l'article 4, alinéa 1er de la loi du 22 mars 1993 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit consacrait, au profit des établissements de crédit, un monopole de la sollicitation et de la réception de dépôts d'argent et d'autres fonds remboursables à vue.

L'article 4, alinéa 2 de la loi du 22 mars 1993 énonçait cependant diverses exceptions et prévoyait notamment que l'interdiction n'était pas applicable « aux 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 de 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 des marchés réglementés ».

137. L'ensemble de l'article 4 de la loi du 22 mars 1993 a été abrogé par l'arrêté royal du 3 mars 2011 mettant en œuvre l'évolution des structures de contrôle du secteur financier alors que, dans le même temps, ledit arrêté royal a inséré un article 68bis dans la Loi Prospectus.

Cet article 68bis fusionne en quelque sorte, en une seule disposition, l'ancien monopole des établissements de crédit et ses diverses exceptions, en mettant sur un même pied l'ensemble des personnes et institutions autorisées à solliciter et à recevoir des dépôts de fonds :

« Seules les personnes et institutions suivantes peuvent faire appel au public en vue de recevoir des dépôts d'argent ou d'autres fonds remboursables à vue, à terme ou moyennant un préavis et recevoir auprès du public de tels dépôts ou fonds remboursables :

1° les établissements de crédit portés sur la liste prévue à l'article 13 ou à l'article 65 de la loi du 22 mars 1993 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit, à l'exception des établissements de monnaie électronique ;

2° la Banque Nationale de Belgique et la Banque centrale européenne ;

3° La Poste (Postchèque) et la Caisse des Dépôts et Consignations ;

4° les sociétés de bourse visées à l'article 47 de la loi du 6 avril 1995 relative au statut et au contrôle des entreprises d'investissement, pour les dépôts reçus conformément à l'article 77, § 1er, alinéa 2, de la loi précitée ;

5° les entreprises visées à l'article 2, 2° de la loi du 22 mars 1993 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit pour les opérations de capitalisation visées dans cette disposition ;

6° 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 ;

7° les unions nationales de mutualités régies par la loi du 6 août 1990 relative aux mutualités et aux unions nationales de mutualités, pour les opérations d'épargne prénuptiale visées à l'article 7, § 4, de la loi précitée ;

8° les personnes et entreprises qui procèdent à des offres publiques de billets de trésorerie conformément à la loi du 22 juillet 1991 ;

9° les petites sociétés, pour les bénéfices attribués à leurs travailleurs, dans le cadre d'un plan d'épargne d'investissement, et qu'elles reçoivent sous la forme de prêts de la part de ceux-ci conformément à la loi du 22 mai 2001 relative aux régimes de participation des travailleurs au capital et aux bénéfices des sociétés ».

Les exceptions n'ont pas été modifiées de sorte que, comme sous l'empire de l'article 4 de la loi du 22 mars 1993, 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 Loi Prospectus peuvent faire appel au public en vue de recevoir des dépôts d'argent ou d'autres fonds remboursables à vue, à terme ou moyennant un préavis et recevoir auprès du public de tels dépôts ou fonds remboursables.

B2. Actes autorisés par l'article 68bis de la Loi Prospectus

a) Appel au public

138. La première question qui se pose est de savoir ce qu'il faut entendre par « appel au public » au sens de l'article 68bis de la Loi.

Comme son intitulé l'indique, l'Arrêté Royal régit la question.

Ce dernier a abrogé l'arrêté royal du 7 juillet 1999 relatif au caractère public des opérations financières (93).

139. En son article 1er, alinéa 1er, l'Arrêté Royal énonce que :

« Pour l'application des articles 1er et 4 de la loi du 22 mars 1993 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit, une personne est réputée

recevoir du public des dépôts d'argent ou d'autres fonds remboursables ou faire appel au public en vue de recevoir de tels dépôts ou fonds, si une ou plusieurs des circonstances suivantes est réalisée :

1° la mise en œuvre, par la personne visant à recevoir des dépôts ou d'autres fonds remboursables, ou sur l'ordre de celle-ci, de procédés de publicité de quelque nature qu'ils soient, visant plus de 50 personnes et destinés à annoncer ou à recommander la sollicitation de dépôts ou d'autres fonds remboursables ;

2° le recours direct ou indirect, par la personne visant à recevoir des dépôts ou d'autres fonds remboursables, à un ou plusieurs intermédiaires ;

3° la sollicitation, par la personne visant à recevoir des dépôts ou d'autres fonds remboursables, ou pour le compte de celle-ci, de plus de 50 personnes ».

L'article 1er, alinéa 2 précise ce qu'il faut entendre par le terme « procédé de publicité » :

« Pour l'application de la présente disposition, est considérée comme procédé de publicité l'utilisation de toute technique visant à porter la sollicitation de dépôts à la connaissance du public, et notamment :

a) la diffusion d'informations dans la presse écrite ou dans des publications, périodiques ou non, ou par la radio, la télévision ou tout autre moyen audiovisuel ou par internet ;

b) la diffusion de circulaires ou de tous autres documents standardisés relatifs à la sollicitation de dépôts, même s'ils sont adressés personnellement au destinataire ;

c) la diffusion d'informations par voie de téléphonie, par recours à un système de courrier électronique ou par recours à toute autre mode de communication numérique ».

Enfin, l'article 1er, alinéa 3 définit la notion « d'intermédiaire » au sens de l'article 1er, alinéa 1er, 2° :

« Pour l'application de la présente disposition, il y a lieu d'entendre par intermédiaire, toute personne physique ou morale qui, même à titre d'activité accessoire ou temporaire, et en quelque qualité que ce soit, sollicite ou reçoit directement ou indirectement, contre rémunération ou avantage de quelque nature qu'il soit, des dépôts ou d'autres fonds remboursables pour le compte du bénéficiaire, à l'exception de l'établissement de crédit agissant dans le cadre des opérations de paiement ».

140. La première observation qui s'impose est d'ordre légistique. L'Arrêté Royal fait encore référence à l'article 4 de la loi du 22 mars 1993 si bien qu'il devra être modifié afin de tenir compte de l'abrogation de l'article 4 précité et de lui substituer la référence à l'article 68bis de la Loi Prospectus.

141. Ensuite, si l'Arrêté Royal reprend, sans les modifier, les trois critères de publicité qui avaient cours sous l'empire de l'arrêté royal précédent, il modifie la définition de la publicité afin de viser clairement le recours aux nouvelles technologies que sont les courriers électroniques ainsi que « tout autre mode de communication numérique », ce qui vise bien évidemment l'usage d'internet (94).

142. Enfin, l'Arrêté Royal ne s'est pas aligné sur les critères de publicité figurant dans la Loi Prospectus régissant les offres en vente ou en souscription d'instruments de placement.

L'exemple le plus frappant concerne le seuil de cent personnes, autres que des investisseurs qualifiés, à partir duquel une offre est publique sous l'empire de la Loi Prospectus alors qu'une sollicitation de dépôts ou de fonds remboursables sera publique dès qu'elle sera adressée à plus de cinquante personnes quelles qu'elles soient.

Le critère est donc plus sévère en matière de sollicitation publique de dépôts ou de fonds remboursables qu'en matière d'offres en vente ou en souscription d'instruments de placement.

Si un alignement des critères aurait certes accru l'homogénéité de la réglementation en général, l'absence d'alignement s'explique par le fait que les objectifs poursuivis dans les deux hypothèses ne sont pas exactement similaires.

Bien que ces hypothèses se rejoignent à l'article 68bis de la Loi Prospectus (autrefois l'article 4 de la loi du 22 mars 1993), la réglementation des offres publiques vise notamment à protéger le public et son épargne par le biais d'un contrôle de l'information mise à sa disposition, alors que la réglementation de la sollicitation des dépôts et fonds remboursables, habituellement qualifiée de « réglementation bancaire », vise, outre la protection des épargnants, à assurer la stabilité du système financier dans son ensemble (95).

Cela étant, la récente abrogation de l'article 4 de la loi bancaire du 22 mars 1993 et l'insertion simultanée d'un article 68bis dans la Loi Prospectus, qui fusionne

en une seule disposition l'ancien monopole des établissements de crédit et ses diverses exceptions, sont, à notre sens, le signe d'une ébauche d'évolution vers une plus grande cohérence.

143. Nous reviendrons ultérieurement sur cette réglementation qui présente un intérêt en matière de crowdfunding (n°s 180 à 184).

Notons déjà que le mécanisme du crowdfunding, par sa nature même, impliquera un procédé de publicité touchant plus de cent personnes de sorte que les seuils de cinquante ou de cent individus seront nécessairement dépassés.

b) Réception de dépôts et sollicitation en vue de recevoir

144. L'article 68bis de la Loi Prospectus dispose que « seules les personnes et institutions suivantes peuvent faire appel au public en vue de recevoir des dépôts d'argent ou d'autres fonds remboursables à vue, à terme ou moyennant un préavis et recevoir auprès du public de tels dépôts ou fonds remboursables... » (c'est nous qui soulignons).

Sont donc visés tant les actes de sollicitation en vue de recevoir des dépôts ou fonds remboursables que la réception elle-même.

c) Dépôts d'argent ou d'autres fonds remboursables à vue, à terme ou moyennant un préavis

145. L'article 68bis de la Loi Prospectus vise tant les dépôts d'argent que les

dépôts d'autres fonds remboursables à vue, à terme ou moyennant un préavis.

Si la notion de dépôt d'argent ne soulève pas de difficulté, celle « d'autres fonds remboursables » a fait l'objet de plus de commentaires.

En synthèse, les fonds remboursables doivent être à la disposition de celui qui les a reçus, lequel doit pouvoir les utiliser pour son propre compte, et le récipiendaire des fonds doit être contractuellement tenu à un remboursement équivalent à tout le moins au montant reçu en capital (96).

En outre, la Cour de Justice de l'Union européenne a confirmé que la notion de fonds remboursables vise non seulement les instruments financiers qui présentent la caractéristique d'être remboursables (songeons aux obligations), mais également ceux qui, bien que ne possédant pas cette caractéristique, font l'objet d'un accord contractuel prévoyant le remboursement des fonds versés (97).

À la suite de cet arrêt, il a été considéré, à juste titre selon nous, que la notion de fonds remboursables doit s'interpréter de manière large et qu'elle sera rencontrée en présence d'instruments de placement matérialisant une créance dans le chef du propriétaire de l'instrument à l'égard de son émetteur (98). On songera ici notamment à des contrats de prêt standardisés par lesquels l'emprunteur s'engage contractuellement à rembourser le prêteur moyennant un intérêt, ainsi qu'à tout autre titre matérialisant une créance.

Cette interprétation large de la notion de fonds remboursables nous paraît d'autant plus s'imposer que l'article 68bis de la Loi Prospectus vise les fonds remboursables à vue, à terme ou moyennant un préavis.

B3. Personnes visées par l'article 68bis de la Loi Prospectus

146. L'article 68bis § 1er de la Loi Prospectus autorise certaines personnes et institutions à recevoir ou solliciter de tels dépôts d'argent ou d'autres fonds remboursables.

En particulier, l'article 68bis § 1er, 6° autorise les personnes 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 Loi, à faire appel au public en vue de recevoir des dépôts d'argent ou d'autres fonds remboursables à vue, à terme ou moyennant un préavis et recevoir auprès du public de tels dépôts ou fonds remboursables.

La condition de cette autorisation légale est de procéder à des offres en vente ou en souscription d'instruments de placement dans le respect des dispositions de la Loi Prospectus, ce qui impliquera la publication d'un prospectus si l'offre est publique (99).

Chapitre II. Le crowdfunding à l'épreuve du droit financier

A. Observations préalables

147. Après avoir décrit l'état actuel du droit financier en matière d'offres publiques d'instruments de placement ainsi qu'en matière de réception et de sollicitation de dépôts d'argent ou d'autres fonds remboursables, le temps est venu d'examiner concrètement la mesure dans laquelle le

crowdfunding, dans les différentes formes qu'il peut recouvrir, tombe dans le champ d'application du droit financier et, dans l'affirmative, la mesure dans laquelle il est compatible avec la réglementation financière.

Pour ce faire, nous superposerons ci-dessous les grilles de lecture que nous avons utilisées dans le cadre de la présente étude et qui consistent, d'une part, à envisager le crowdfunding par le prisme de la contrepartie que reçoit l'investisseur, et d'autre part, à examiner si et dans quelle mesure les trois formes de crowdfunding que nous avons identifiées entrent dans le champ d'application de la Loi Prospectus.

Il s'agit pour rappel :

- de l'attribution d'actions par le bénéficiaire en contrepartie du financement ;
- de la conclusion d'un contrat de prêt à intérêts entre le bénéficiaire et l'investisseur ;
- de la cession par le bénéficiaire d'une partie des droits patrimoniaux se rapportant à une œuvre.

Nous ne relèverons que les divergences entre ces trois formes.

148. Dans l'examen qui suit, nous considérons que le mécanisme du crowdfunding a nécessairement recours à une plateforme ou portail internet, comme c'est le cas pour l'ensemble des exemples de crowdfunding

que nous avons pu observer en Belgique, en Europe ou aux États-Unis.

En d'autres termes, l'hypothèse est celle d'une personne physique ou morale à la recherche de financement, s'adressant à un tiers qui exploite une plateforme internet consacrée au crowdfunding, dans le but d'obtenir le financement recherché.

B. Champ d'application de l'obligation de publier un prospectus en matière de crowdfunding sous l'empire de la Loi Prospectus

B1. Notion d'offre publique

149. De prime abord, les trois formes de crowdfunding paraissent entrer dans le champ d'application de l'obligation de publication d'un prospectus et répondre à la définition de l'offre publique au sens de l'article 3 § 1er de la Loi Prospectus.

Il est toutefois nécessaire de vérifier, au cas par cas, si chacune des conditions requises pour ce faire sont réunies.

a) Une communication adressée sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit à des personnes

150. Nous avons vu au n° 95 que le terme « communication » au sens de la Loi Prospectus doit être interprété de façon très large et que, de surcroît, l'article 34 du Règlement n° 809/2004 vise expressément internet comme

mode de communication.

Le recours à un portail internet constitue assurément une « communication ».

b) Présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et les instruments de placement à offrir

151. Le but recherché tant par l'émetteur que par l'exploitant du portail est d'atteindre l'objectif de financement que ceux-ci auront fixé.

Pour ce faire, il leur est indispensable de communiquer des informations suffisantes sur les conditions de l'offre et sur les instruments à offrir.

À nouveau, le critère de l'information est très large et sera satisfait dès que l'information portera sur l'objet de l'offre et sur son prix, ce qui sera nécessairement toujours le cas.

c) De manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire les instruments de placement sur lesquels elle porte

152. Par identité de motifs, la plateforme internet aura précisément pour objet de mettre l'investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire les instruments de placement sur lesquels elle porte et cette plateforme contiendra les informations pertinentes relatives à l'offre.

d) Qui est faite par la personne qui est en mesure d'émettre ou de céder les instruments de placement ou pour son compte

153. Dans l'hypothèse où une personne physique ou morale à la recherche de financement devrait avoir elle-même recours au mécanisme du crowdfunding sans faire appel aux services d'un tiers – ce qui est possible mais peu probable – cette personne serait nécessairement qualifiée d'émetteur d'instruments de placement (100).

Si, en revanche, cette personne fait appel à l'exploitant d'une plateforme internet en vue d'obtenir le financement recherché, la question se posera de savoir si et dans quelle mesure l'exploitant de la plateforme se livre à une activité d'intermédiation au sens de l'article 13 de la Loi Prospectus, à savoir « toute intervention, même à titre d'activité temporaire ou accessoire, et en quelque qualité que ce soit, à l'égard d'investisseurs dans le placement d'une offre publique 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 ».

154. Certes, l'exploitant d'une plateforme internet dédiée au crowdfunding agit nécessairement pour compte de l'émetteur.

Mais l'exploitant reçoit-il nécessairement une « rémunération ou avantage de quelque nature que ce soit et octroyé directement ou indirectement par l'offreur ou l'émetteur » ?

Deux premiers cas simples doivent être envisagés.

155. Si l'exploitant d'une plateforme de crowdfunding agit de façon totalement désintéressée en ne recevant aucune rémunération ou aucun avantage, il ne pourrait, à notre sens, être qualifié d'intermédiaire au sens de l'article 13 de la Loi Prospectus.

156. Si, à l'inverse, l'exploitant d'une plateforme de crowdfunding reçoit une rémunération de la part de l'offreur ou de l'émetteur, que ce soit de façon directe ou indirecte, il devra être qualifié d'intermédiaire au sens de ce même article 13 et, par conséquent, le monopole d'intermédiation prévu par l'article 56 de la Loi Prospectus trouvera à s'appliquer. L'exploitant de la plateforme ne pourra valablement exercer son activité d'intermédiaire qu'en revêtant l'un des statuts énumérés à l'article 56.

157. Mais qu'en est-il si l'exploitant du portail de crowdfunding perçoit une rémunération qui lui est octroyée non pas par l'offreur ou l'émetteur, mais par un tiers ?

Les tiers pourraient être des annonceurs publicitaires qui paieraient l'exploitant de la plateforme pour l'espace publicitaire qu'ils auraient acheté sur le site, à l'image du financement actuel de Facebook.

Ces tiers pourraient également être les investisseurs eux-mêmes qui, aux termes d'un accord contractuel conclu avec l'exploitant de la plateforme antérieurement à l'investissement, s'engageraient à payer à l'exploitant un montant déterminé par la convention, que ce montant soit fixe ou proportionnel à l'investissement. Cela s'apparenterait, pour les investisseurs, à une forme de droit d'accès à l'investissement, les investisseurs payant une commission à l'exploitant pour chaque investissement auquel ils prendraient part.

Certes, la rémunération serait perçue par l'exploitant « à l'occasion de cette

opération » selon la définition de l'intermédiaire contenue à l'article 64 de la Loi Prospectus mais elle ne serait pas, selon nous, octroyée « par l'offreur ou l'émetteur » ni « directement » ni « indirectement » au sens de l'article 13 de la Loi (101).

L'article 64 de la Loi précise également qu'il faut « une rémunération ou un avantage de cette personne », cette personne étant celle pour le compte de laquelle agit le tiers.

Nous avons déjà évoqué cette question au n° 99 en nous référant notamment à l'exposé des motifs de la Loi Prospectus : « Encore faudrait-il par ailleurs que cet intermédiaire soit rémunéré par l'offrant ou l'émetteur. En effet, il est proposé de limiter la notion d'offre publique aux communications faites par l'émetteur ou l'offreur ou pour son compte. Cette limitation a précisément pour but d'exclure les communications émanant de tiers (tels que, par exemple, les journalistes, les analystes ne dépendant pas de membres du syndicat de placement et les conseillers en placement non rémunérés directement ou indirectement par l'émetteur ou l'offreur à l'occasion de l'opération) » (102) (c'est nous qui soulignons).

158. L'argument de texte « par l'offreur ou l'émetteur » n'est pas le seul argument qui, à nos yeux, conduit à cette solution. Le droit fiscal y mène également.

L'article 49 du Code des impôts sur les revenus (ci-après le « C.I.R. 1992 ») régit, pour les contribuables personnes physiques et morales, la question des frais professionnels et dispose que sont déductibles au titre de frais professionnels, les frais que le contribuable a exposés ou supportés pendant la période imposable en vue d'acquérir ou de conserver les revenus imposables et dont il justifie la réalité et le montant.

La rémunération, notamment sous forme de commission fixe ou proportionnelle au montant des fonds récoltés, que l'émetteur paie à l'exploitant d'une plateforme de crowdfunding en contrepartie de l'accès à ladite plateforme, constitue assurément un frais professionnel déductible au sens de l'article 49 du C.I.R. 1992 et l'émetteur qui expose ce frais professionnel ne manquera pas de le déduire dans sa déclaration à l'impôt des personnes physiques ou à l'impôt des sociétés selon le cas.

En revanche, si la rémunération est payée à l'exploitant de la plateforme non pas par l'émetteur ou l'offreur, mais par l'investisseur, cette rémunération ne constituera nullement un frais professionnel dans le chef de l'émetteur, qui ne pourra pas le déduire comme tel.

Cet argument issu du droit fiscal nous paraît être un élément supplémentaire permettant de faire le départ entre rémunération payée directement ou indirectement par l'émetteur, d'une part, et rémunération payée par des tiers tels l'investisseur, d'autre part (103) (104).

159. Au vu de ce qui précède, nous considérons qu'en l'état actuel de l'article 13 de la Loi Prospectus, à défaut pour l'exploitant de la plateforme d'être rémunéré par l'émetteur ou par l'offreur, l'exploitant ne pourrait être qualifié d'intermédiaire au sens de l'article 13 de la Loi.

160. Nous avons vu au n° 101 que la notion d'instrument financier au sens de l'article 2, 1° de la loi du 2 août 2002 est plus restrictive que la notion d'instrument de placement au sens de l'article 4 de la Loi Prospectus.

Cela étant, il résulte de l'article 44 de la loi du 6 avril 1995 relative au statut et au contrôle des entreprises d'investissement que celle-ci s'applique aux entreprises dont l'activité habituelle consiste à fournir ou à offrir à des tiers, un

ou plusieurs services d'investissement à titre professionnel et/ou à exercer une ou plusieurs activités d'investissement.

En vertu de l'article 46, 1° 7) de la loi du 6 avril 1995, le placement d'instruments financiers constitue un service ou une activité d'investissement.

La notion de « placement » n'est pas définie par la loi, mais la FSMA a eu l'occasion de préciser que sont constitutives de services de placement :

- l'existence d'une convention écrite ou tacite de placement liant un émetteur et un intermédiaire aux termes de laquelle l'intermédiaire agit pour le compte de l'émetteur ;
- une rémunération consentie par l'émetteur à l'intermédiaire (105).

La FSMA a également précisé qu'habituellement, ces deux éléments sont complétés par la mise en œuvre, par l'intermédiaire, d'éléments de publicité ou de sollicitation afin d'entrer en contact avec les investisseurs.

Dès lors et indépendamment de l'existence d'une intermédiation au sens de l'article 13 de la Loi Prospectus, lorsque l'offre porte sur des instruments financiers, l'exploitant d'une plateforme de crowdfunding peut également fournir et prêter un service de placement d'instruments financiers au sens de l'article 46 de la loi du 6 avril 1995.

Le concept d'intermédiation de l'article 13 de la Loi Prospectus est en effet très

proche de celui de placement d'instruments financiers au sens de l'article 46, 1° 7) de la loi du 6 avril 1995 (106).

Dans une telle hypothèse, un agrément en tant que société de bourse ou société de gestion de portefeuille et de conseil en investissement pourrait être requis.

e) La communication doit porter sur des instruments de placement

161. C'est certainement ici que les différents modes de crowdfunding recevront un traitement différencié au regard de l'application de la Loi Prospectus.

Nous avons vu au n° 101 que la notion d'instruments de placement issue de l'article 4 de la Loi Prospectus est extrêmement large. Elle englobe non seulement les valeurs mobilières qui sont seules visées par la Directive Prospectus et dépasse le cadre des instruments financiers en raison de la catégorie résiduaire contenue à l'article 4, 10° de la Loi Prospectus qui vise « tous les autres instruments permettant d'effectuer un investissement de type financier, quels que soient les actifs sous-jacents ».

e.1 L'attribution d'actions

162. Les actions de société répondent bien entendu à la notion d'instruments de placement.

Ce sont en effet des valeurs mobilières au sens des articles 4 § 1er, 1° et 5 de la

Loi Prospectus.

Il en va de même des obligations qui constituent également des valeurs mobilières en vertu des dispositions précitées.

e.2 La conclusion d'un contrat de prêt à intérêt

163. La question de savoir si le fait pour l'investisseur de prêter des fonds à l'émetteur dans le cadre d'un contrat de prêt à intérêt répond à la notion d'instruments de placement, n'appelle pas une réponse aussi immédiate que dans le cas d'actions ou d'obligations.

En effet, les contrats de prêt à intérêt ne sont pas expressément repris dans la liste des instruments de placement énumérés à l'article 4 § 1er, 1° à 9° de la Loi Prospectus.

164. Se pose alors la question de savoir si, dès lors qu'ils matérialisent un titre de créance, les contrats de prêt standardisés, à savoir ceux dont les termes sont identiques pour chaque investisseur sous la réserve éventuelle d'un montant prêté différent, peuvent entrer dans la catégorie résiduaire de l'article 4, 10° de la Loi Prospectus qui vise « tous les autres instruments permettant d'effectuer un investissement de type financier, quels que soient les actifs sous-jacents ».

L'instrument est défini par le Petit Larousse comme une « personne ou chose qui est employée pour atteindre un résultat » (107), le résultat étant ici le fait d'effectuer un investissement de type financier.

Nous sommes donc d'avis qu'un contrat de prêt standardisé conclu entre une personne, l'émetteur ou l'offreur, et une autre personne, l'investisseur, permet effectivement à ce dernier d'effectuer un investissement de type financier.

C'est donc à juste titre, selon nous, que la FSMA indique dans sa Communication du 12 juillet 2012 que « si le public se voit offrir des instruments, lui permettant de participer au capital d'une entreprise (généralement, il s'agit de start-up) ou de prêter des fonds à l'entreprise via l'émission de titres de créance, il y aura bien émission d'instruments de placement. Une offre d'actions, d'obligations ou d'autres titres de créance, même de type contractuel, constitue une offre d'instruments de placement. Le caractère négociable ou cessible de l'instrument est irrelevant » (108).

e.3 La cession d'une partie des droits patrimoniaux se rapportant à une œuvre artistique

165. Nous avons vu au n° 14 que la contrepartie au financement d'une œuvre artistique peut consister pour son auteur à céder une partie des droits patrimoniaux relatifs à l'exploitation de l'œuvre.

L'investisseur est alors intéressé au succès commercial que l'œuvre rencontrera puisqu'il percevra une partie des bénéfices en proportion de son investissement.

Dans une telle hypothèse, la cession d'une partie des droits patrimoniaux fait nécessairement l'objet d'une convention entre l'auteur et l'investisseur.

166. Par ailleurs, nous avons vu au n° 15 que la contrepartie peut également consister en l'attribution de divers avantages en nature, tels que le fait de recevoir un ou plusieurs exemplaires de l'œuvre ou des objets à son effigie, d'avoir son nom indiqué en tête de l'œuvre, de pouvoir en suivre la création ou de pouvoir donner son avis au cours du processus de création de l'œuvre.

167. Lorsque la contrepartie à la mise de fonds consiste en de tels avantages en nature, nous ne pensons pas qu'il puisse être question d'instruments de placement au sens de l'article 4 § 1er de la Loi Prospectus (109), (110).

168. En revanche, lorsque la contrepartie consiste en la cession d'une partie des droits patrimoniaux relatifs à l'exploitation de l'œuvre, nous sommes d'avis que la notion « d'investissement de type financier », et donc d'instrument de placement, est rencontrée.

La convention de cession des droits patrimoniaux matérialiserait alors un titre de créance (111) à l'instar d'un contrat de prêt à intérêt.

B2. Exceptions au caractère public d'une offre

169. Bien que le mode de crowdfunding utilisé réponde, le cas échéant, à la notion d'offre publique au sens de l'article 3 § 1er de la Loi Prospectus, l'émetteur ou l'offreur ne sera pas tenu de publier un prospectus s'il satisfait à l'une des cinq exceptions visées à l'article 3 § 2 de la Loi.

Dans ces différentes hypothèses, l'offre perd son caractère public et il est alors question de « placement privé ».

a) Les offres d'instruments de placement adressées uniquement aux investisseurs qualifiés

170. La Directive Modificative a amendé la définition de l'investisseur qualifié en la calquant sur la notion de « clients professionnels » ou de « contreparties éligibles » au sens de l'annexe II de la Directive MIFID.

Toutefois, cette exception n'a pratiquement aucune chance de trouver application en matière de crowdfunding puisque l'usage d'un portail internet implique, par lui-même, que l'offre ne soit pas uniquement adressée à des investisseurs qualifiés.

b) Les offres d'instruments de placement adressées à moins de cent cinquante personnes physiques ou morales, autres que des investisseurs qualifiés, par État membre de l'EEE

171. Nous avons vu au n° 116 ci-dessus que la Directive Modificative a porté le seuil de cent à cent cinquante personnes autres que des investisseurs qualifiés.

À l'instar de l'exception précédente, cette seconde exception n'a virtuellement aucune chance de trouver application en matière de crowdfunding.

c) Les offres d'instruments de placement qui requièrent une contrepartie d'au moins 100.000 € par investisseur et par offre distincte

172. Le relèvement du seuil de 50.000 € à 100.000 € rendra cette exception plus compliquée à atteindre puisqu'il est requis de chaque investisseur une mise de 100.000 € minimum.

Or, l'une des caractéristiques essentielles du crowdfunding est précisément de permettre à un grand nombre de personnes d'investir de faibles montants au choix de l'investisseur.

Cette exception est donc très peu adaptée au crowdfunding.

d) Les offres d'instruments de placement dont la valeur nominale unitaire s'élève au moins à 100.000 €

173. Il est ici requis que la valeur nominale unitaire de chaque instrument de placement s'élève au moins à 100.000 € même si un instrument est acquis conjointement par plusieurs investisseurs.

Le relèvement du seuil de 50.000 € à 100.000 € résulte ici également de la Directive Modificative.

Cette exception pourrait le cas échéant trouver à s'appliquer en matière de crowdfunding même si, une fois encore, elle paraît peu adaptée à ce mode de financement particulier, sauf à imaginer que des investisseurs se regroupent pour acquérir ensemble un instrument de placement dont la valeur s'élève au moins à 100.000 €.

Ceci paraît peu probable, tout comme le fait qu'une startup ou même une jeune entreprise soit en mesure d'émettre de tels instruments.

e) Les offres d'instruments de placement dont le montant total est inférieur à 100.000 €

174. Ainsi que nous l'avons mentionné au n° 119, cette exception est à l'évidence celle qui sera de nature à jouer le rôle le plus important dans le cadre de l'émergence et de l'utilisation du crowdfunding comme outil de financement.

En vertu de l'article 3 § 2 e), une offre d'instruments de placement dont le montant total est inférieur à 100.000 € n'est pas publique.

S'agissant d'un placement privé, l'obligation de publier un prospectus ne s'applique pas.

Par conséquent, les startups et jeunes entreprises désireuses d'échapper à cette obligation devront veiller à ce que le montant total de l'offre, calculé sur une période de douze mois, demeure inférieur au seuil précité.

La Directive Modificative n'a pas relevé ce seuil. Elle a, par contre, précisé que le seuil de 100.000 € s'apprécie sur le territoire de l'Union européenne.

175. Il résulte de ce qui précède que, sous réserve d'autres exemptions

légal, seules les offres d'instruments de placement qui rencontrent l'une des exceptions précitées échapperont à l'obligation de publication d'un prospectus puisqu'elles ne revêtiront pas de caractère public.

B3. Champ d'application de la Loi Prospectus

a) Sur le plan territorial

176. Nous avons vu au n° 129 qu'en vertu de l'article 15 de la Loi prospectus, celle-ci s'applique :

– aux offres publiques d'instruments de placement effectuées sur le territoire belge ;

– aux offres publiques de valeurs mobilières d'un montant total égal ou supérieur à 2.500.000 € (en réalité 5.000.000 € depuis le 1er juillet 2012) chaque fois que l'offre est émise sur le territoire d'un ou de plusieurs autres États membres de l'EEE, à l'exclusion de la Belgique, lorsque cette dernière est l'État membre d'origine.

L'offre doit donc être effectuée sur le territoire belge.

177. En matière de crowdfunding, les offres sont le plus souvent émises au moyen d'une plateforme internet. Par conséquent, il n'est, a priori, pas toujours aisé de déterminer le territoire sur lequel l'offre est effectuée.

Dans sa Communication, la FSMA fournit quelques indications :

« Il convient par ailleurs de rappeler que la loi du 16 juin 2006 s'applique aux offres publiques effectuées sur le territoire belge. Pour déterminer si une offre effectuée à partir d'un site internet est effectuée en Belgique, il convient de rechercher, au moyen de différents indices, si l'offre est dirigée vers le public belge : absence de «disclaimer» indiquant que l'offre n'est pas dirigée vers le public belge, langue utilisée, informations spécifiques sur le régime légal belge (notamment fiscal), etc. » (112).

À cet égard, nous pensons que plus encore qu'une clause dans les conditions de l'offre précisant que cette dernière n'est pas dirigée vers le public belge, certains critères, tels celui de la langue, du siège de l'émetteur ou de l'offreur, du siège de l'exploitant de la plateforme ou du nom de domaine de celle-ci, seront susceptibles de constituer autant de facteurs de rattachement avec le territoire belge ou, en d'autres termes, un faisceau d'indices pointant vers le territoire belge.

Ainsi, une offre rédigée en chinois concernant une startup chinoise, émise sur une plateforme internet avec un nom de domaine chinois et exploitée par une société chinoise, aura peu de chances d'être considérée comme étant dirigée vers le public belge.

Il en ira sans doute autrement d'une offre rédigée en français ou en néerlandais, émise par une jeune entreprise belge sur une plateforme dont le nom de domaine est belge et qui est exploitée par une société établie en Belgique.

Entre ces deux extrêmes, une multitude de situations peut se présenter et il s'agira certainement d'une appréciation au cas par cas.

b) Sur le plan *ratione materiae*

178. Dans la mesure où les offres publiques qui font l'objet d'exceptions au champ d'application de la Loi Prospectus en vertu de son article 16 § 1er n'ont que très peu de chances d'être rencontrées en matière de crowdfunding, nous renvoyons le lecteur aux n°s 130 à 131.

B4. Exemptions à l'obligation de publier un prospectus

179. Quand bien même une offre publique est émise sur le territoire belge et ne fait pas partie des exceptions visées à l'article 16 de la Loi Prospectus, l'article 18 § 1er de la Loi énonce que l'obligation de publier un prospectus ne s'applique pas aux offres publiques qui portent sur certaines catégories d'instruments de placement.

Ici également, les catégories d'instruments de placement visées par cette disposition sont à ce point spécifiques qu'il est peu probable qu'elles trouvent application dans le cadre d'opérations de crowdfunding, en sorte que nous renvoyons à ce sujet aux nos 132 et 133.

C. L'arrêté royal du 9 octobre 2009 relatif au caractère public de la sollicitation de fonds remboursables

C1. Actes autorisés par l'article 68bis de la Loi Prospectus : Réception ou appel au public en vue de recevoir des dépôts d'argent ou d'autres fonds remboursables à vue, à terme ou moyennant un préavis

180. Nous avons vu qu'en vertu de l'article 1er, alinéa 1er, de l'Arrêté Royal :

« Une personne est réputée recevoir du public des dépôts d'argent ou d'autres fonds remboursables ou faire appel au public en vue de recevoir de tels dépôts ou fonds, si une ou plusieurs des circonstances suivantes est réalisée :

1° la mise en œuvre, par la personne visant à recevoir des dépôts ou d'autres fonds remboursables, ou sur l'ordre de celle-ci, de procédés de publicité de quelque nature qu'ils soient, visant plus de 50 personnes et destinés à annoncer ou à recommander la sollicitation de dépôts ou d'autres fonds remboursables ;

2° le recours direct ou indirect, par la personne visant à recevoir des dépôts ou d'autres fonds remboursables, à un ou plusieurs intermédiaires ;

3° la sollicitation, par la personne visant à recevoir des dépôts ou d'autres fonds remboursables, ou pour le compte de celle-ci, de plus de 50 personnes ».

L'article 1er, alinéa 2 précise ce qu'il faut entendre par le terme « procédé de publicité » :

« Pour l'application de la présente disposition, est considéré comme procédé de publicité l'utilisation de toute technique visant à porter la sollicitation de dépôts à la connaissance du public, et notamment :

a) la diffusion d'informations dans la presse écrite ou dans des publications, périodiques ou non, ou par la radio, la télévision ou tout autre moyen audiovisuel ou par internet ;

b) la diffusion de circulaires ou de tous autres documents standardisés relatifs à la sollicitation de dépôts, même s'ils sont adressés personnellement au destinataire ;

c) la diffusion d'informations par voie de téléphonie, par recours à un système de courrier électronique ou par recours à toute autre mode de communication numérique ».

L'article 1er, alinéa 3 définit la notion « d'intermédiaire » au sens de l'article 1er, alinéa 1er, 2° :

« Pour l'application de la présente disposition, il y a lieu d'entendre par intermédiaire, toute personne physique ou morale qui, même à titre d'activité accessoire ou temporaire, et en quelque qualité que ce soit, sollicite ou reçoit directement ou indirectement, contre rémunération ou avantage de quelque nature qu'il soit, des dépôts ou d'autres fonds remboursables pour le compte du bénéficiaire, à l'exception de l'établissement de crédit agissant dans le cadre des opérations de paiement ».

181. Il ne fait, à nos yeux, aucun doute quant au fait que lorsque le crowdfunding a pour objet l'émission d'obligations, la conclusion de contrats de prêt standardisés ou l'émission d'autres titres de créance, d'une part, et qu'il est fait recours à un portail internet pour ce faire, d'autre part, il y aura nécessairement :

– sollicitation du public en raison de la mise en œuvre de procédés de publicité visant plus de cinquante personnes ;

– en vue de recevoir des dépôts d'argent ou d'autres fonds remboursables.

182. Quant à la première forme de crowdfunding que nous avons identifiée, à savoir l'attribution d'actions en contrepartie de la mise de fonds, il ne s'agira pas de fonds remboursables.

En effet, nous avons vu que fera défaut l'une des deux conditions habituellement requises pour qu'il soit question de fonds remboursables, à savoir l'obligation du récipiendaire des fonds de les rembourser.

S'il s'agit en revanche de l'émission d'obligations, autre catégorie de valeurs mobilières, il y aura alors bien réception de fonds remboursables (113).

La deuxième forme de crowdfunding, à savoir la conclusion de contrats de prêt à intérêt, sera aussi concernée puisque, dans cette hypothèse également, l'objectif est de récolter des fonds remboursables.

Sous réserve de ce qui est précisé au n° 185, il ne sera toutefois pas question de réception de dépôts d'argent ou d'autres fonds remboursables dans le cadre de la troisième forme de crowdfunding qui vise les cas de cessions de droits patrimoniaux relatifs à l'exploitation d'une œuvre.

183. L'exploitant d'une plateforme internet consacrée au crowdfunding

agira selon nous en qualité d'intermédiaire au sens de l'article 1er, alinéa 3 de l'Arrêté Royal.

En effet, à supposer même que l'exploitant s'abstienne de recevoir les dépôts de fonds remboursables, il effectue nécessairement, pour le compte de l'émetteur ou de l'offreur, une sollicitation en vue de la réception de tels fonds.

Et contrairement à l'article 13 de la Loi Prospectus, l'article 1er de l'Arrêté Royal n'exige pas que la rémunération perçue par l'intermédiaire ait été payée par l'émetteur ou l'offreur.

C2. Personnes autorisées par l'article 68bis de la Loi Prospectus à recevoir ou solliciter auprès du public la réception de dépôts d'argent ou d'autres fonds remboursables à vue, à terme ou moyennant un préavis

184. L'article 68bis § 1er, 6° de la Loi autorise les personnes 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 Loi, à faire appel au public en vue de recevoir des dépôts d'argent ou d'autres fonds remboursables à vue, à terme ou moyennant un préavis et recevoir auprès du public de tels dépôts ou fonds remboursables.

La condition de cette autorisation légale est de procéder à des offres en vente ou en souscription d'instruments de placement dans le respect des dispositions de la Loi Prospectus, ce qui impliquera la publication d'un prospectus si l'offre est publique (114).

Par conséquent, l'émetteur, l'offreur et l'intermédiaire qui agit pour le compte de l'émetteur ou de l'offreur se voient autorisés à recevoir ou à solliciter du public des dépôts d'argent ou d'autres fonds remboursables dès l'instant où l'émetteur ou l'offreur effectuent bien une offre en vente ou en souscription d'instruments de placement, au moyen desquels des fonds remboursables sont récoltés, et que cette offre respecte la Loi Prospectus.

C3. Deux observations complémentaires

a) Première observation

185. L'article 68bis de la Loi Prospectus est susceptible de s'appliquer à un second niveau et de concerner indistinctement les trois formes de crowdfunding.

Dans nombre de cas de crowdfunding, l'offre prévoit qu'elle est émise sous la condition suspensive de l'obtention d'un montant minimal dans un certain délai et qu'en cas de non-réalisation de la condition, les investisseurs pourront choisir soit de récupérer les fonds investis, soit de les affecter à un autre projet.

Les fonds alors recueillis par l'émetteur ou l'offreur pourraient donc en théorie être qualifiés de « fonds remboursables » tant que la condition est pendante et que le montant minimal fixé n'a pas encore été atteint, puisque l'éventualité d'un remboursement de ces fonds existe.

Ceci viserait également les modes de crowdfunding qui n'ont, en principe, pas pour objet la réception de fonds remboursables, par exemple en cas d'émission d'actions ou de cession de droits patrimoniaux.

186. Par sa Communication, la FSMA indique toutefois que l'article 68bis de la Loi Prospectus n'est pas applicable lorsque les personnes qui reçoivent les fonds ne peuvent en disposer librement et ne peuvent les utiliser pour leur propre compte puisque l'une des deux conditions requises pour qu'il puisse être question de « fonds remboursables » ferait défaut (115).

Ce sera le cas si une clause contractuelle devait prévoir que les fonds demeureront bloqués dans l'attente de la réalisation de la condition et qu'ils feront soit l'objet d'un remboursement en cas de défaillance de la condition, soit seront affectés au projet de crowdfunding en cas de réalisation de la condition.

En toute hypothèse, il nous semble que l'autorisation contenue à l'article 68bis § 1er, 6° de la Loi Prospectus trouverait à s'appliquer puisqu'il y aura par ailleurs émission d'une offre d'instruments de placement conformément aux dispositions de la Loi.

b) Seconde observation

187. L'application de l'article 68bis de la Loi Prospectus et de l'article 1er de l'Arrêté Royal est indépendante de la question de savoir si l'offre d'instruments de placement bénéficie ou non de l'une des cinq exceptions prévues par l'article 3 § 2 de la Loi Prospectus.

Ceci a pour conséquence qu'une offre d'instruments de placement qui ne serait pas publique, par exemple au motif qu'elle porterait sur un montant inférieur à 100.000 €, et qui de ce fait échapperait à l'obligation de publication d'un prospectus, pourrait néanmoins tomber dans le champ d'application de l'article 68bis de la Loi en cas de réception ou de sollicitation publique en vue de la

réception d'argent ou d'autres fonds remboursables.

D. Conclusions sur l'état actuel du droit financier belge à l'heure de son application au crowdfunding

188. Le mode de financement que constitue le crowdfunding vient naturellement s'inscrire, voire se heurter, selon les cas, au droit financier tel qu'en vigueur à ce jour.

Il en résulte, en synthèse, que deux grandes catégories d'offres vont nécessairement voir le jour :

– les offres dont le montant est inférieur à 100.000 € calculé sur le territoire de l'Union européenne. Il s'agira alors d'un placement privé et il n'y aura pas d'obligation de publier un prospectus ;

– les offres dont le montant est égal ou supérieur à 100.000 €. Il s'agira dans ce cas d'une émission publique et, sous réserve des autres conditions d'application de la Loi, un prospectus devra obligatoirement être publié après avoir été approuvé par la FSMA.

189. En ce qui concerne la nature de la contrepartie offerte par l'émetteur ou l'offreur, il sera assurément question d'instruments de placement lorsque cette contrepartie consiste en des actions, des obligations ou des contrats de prêt standardisés.

Nous pensons également que la catégorie résiduaire d'instruments de placement telle que définie par l'article 4 § 1er, 10° de la Loi devrait trouver à s'appliquer aux contrats de cession de droits patrimoniaux relatifs à l'exploitation d'une œuvre culturelle ou artistique.

En outre, lorsque la contrepartie consiste en des obligations, des contrats de prêt standardisés ou d'autres titres de créance, il y aura sollicitation du public en raison de la mise en œuvre de procédés de publicité visant plus de cinquante personnes en vue de recevoir des dépôts d'argent ou d'autres fonds remboursables au sens de l'article 1er de l'Arrêté Royal.

L'autorisation contenue à l'article 68bis § 1er, 6° de la Loi Prospectus trouvera à s'appliquer en cas d'émission d'une offre d'instruments de placement conformément aux dispositions de la Loi, ce qui impliquera la publication d'un prospectus si l'offre est publique.

190. Quant aux exploitants de plateformes internet consacrées au crowdfunding, il nous semble qu'il faudra examiner attentivement s'ils perçoivent leur rémunération de la part de l'émetteur ou de l'offreur, auquel cas il y aura bien intermédiation au sens de l'article 13 de la Loi, ou si leur rémunération leur est payée par un tiers (annonceurs publicitaires, investisseurs), auquel cas nous pensons que l'article 13 de la Loi ne devrait pas trouver à s'appliquer.

Il faudra toutefois être attentif aux précisions que, tantôt la FSMA pourrait être amenée à apporter à ce sujet au regard de sa Communication, tantôt le législateur pourrait insérer dans la loi de transposition de la Directive Modificative.

Dans un second temps, si la définition de l'intermédiation donnée à l'article 13 de la Loi est rencontrée et pour autant que l'offre d'instruments de placement

soit publique, le monopole d'intermédiation consacré à l'article 56 de la Loi imposera à l'intermédiaire de disposer de l'un des agréments visés par cette disposition.

V. –

Conclusion

191. Nous avons choisi de formuler la troisième partie de la présente contribution sous la forme interrogative : « Le modèle américain ? ».

Il n'est, en effet, pas certain que l'importation pure et simple du titre III du JOBS Act dans l'espace juridique européen soit souhaitable.

En l'état actuel des droits financiers belge et américain, le second apparaît, à de nombreux égards, comme étant plus strict que le premier en matière de crowdfunding.

Cette appréciation varie cependant selon que l'on se place sous l'angle de l'émetteur, de l'exploitant d'un portail internet de crowdfunding ou de l'investisseur.

A. –

Concernant l'émetteur ou l'offreur

192. Lorsqu'on se place du côté de l'émetteur ou de l'offreur, une offre d'instruments de placement émise sur le territoire belge au moyen d'une plateforme internet de crowdfunding ne sera pas publique et ne devra donc pas donner lieu à la publication d'un prospectus si elle est inférieure à 100.000 €, ce montant devant être calculé sur l'ensemble du territoire de l'Union européenne.

Aux États-Unis, le plafond est dix fois plus élevé puisqu'il est fixé à 1.000.000 \$.

En revanche, nous avons pu constater que l'émetteur souhaitant avoir recours à l'exemption prévue par le nouvel article 4 (a) (6) du Securities Act de 1933, et ainsi échapper à l'obligation de publier un prospectus, est soumis à de nombreuses obligations et contraintes, notamment en matière d'information.

B. –

Concernant l'exploitant d'une plateforme de crowdfunding

193. En droit belge, l'exploitant d'une plateforme de crowdfunding ne devra pas être agréé en qualité d'intermédiaire au sens des articles 13 et 56 de la Loi Prospectus tant que l'offre n'est pas publique, par exemple tant qu'elle demeure sous le seuil de 100.000 €. Il devra par contre adopter l'une des qualités énoncées par l'article 56 de la Loi à partir de ce montant.

Aux États-Unis, l'exploitant d'une plateforme de crowdfunding ne doit pas être agréé en qualité d'intermédiaire au sens des articles 15 et suivants du Securities Exchange Act de 1934, mais il doit être enregistré en qualité de portail de crowdfunding.

Il sera, à ce titre, soumis à de nombreuses contraintes et obligations en termes, notamment, d'information aux investisseurs.

C. –

Concernant l'investisseur

194. Rien n'empêche, en droit belge, un investisseur de souscrire entièrement à une offre non publique portant sur un montant de 99.999 €, quels que soient ses revenus ou l'état de son patrimoine.

À l'inverse, le montant maximal qu'un investisseur est autorisé à investir, en vertu du droit financier fédéral des États-Unis, variera :

– entre 2.000 \$ et 4.999,95 \$ si ses revenus ou son patrimoine sont inférieurs à 100.000 \$; et

– entre 10.000 \$ et 100.000 \$ si ses revenus ou son patrimoine sont égaux ou supérieurs à 100.000 \$.

Les montants que le public sera autorisé à investir par

le biais du crowdfunding seront donc, le plus souvent, plus faibles aux États-Unis qu'en Belgique.

195. Si le droit américain ouvre un droit d'action spécifique au profit de l'investisseur qui a été trompé par une offre contenant des informations inexactes ou des omissions, un investisseur trompé dans les mêmes circonstances dans le cadre d'une offre émise en Belgique ne serait pas non plus dépourvu de moyens d'action.

196. Le droit américain restreint le droit de revendre les titres acquis dans le cadre du crowdfunding en interdisant cette revente pendant un délai d'un an à l'exception de la revente à certaines personnes.

En droit belge, l'article 3 § 2, alinéa 3 de la Loi Prospectus précise que lorsque des instruments de placement sont acquis dans le cadre d'une offre ayant bénéficié de l'une des cinq exceptions au caractère public de l'offre, il faudra, en cas de revente ultérieure, apprécier si cette revente constitue elle-même une offre publique ou non à la lumière des

critères de la Loi Prospectus. Une incertitude existe quant au délai pendant lequel cette restriction est susceptible de trouver à s'appliquer.

Sur ce point, il est difficile de déterminer lequel des droits, belge ou américain, est le plus restrictif.

*** ***

197. En définitive, il importe de trouver un équilibre subtil entre des objectifs énoncés dans la Directive Prospectus qui pourraient être contradictoires les uns avec les autres :

– assurer un degré de protection élevé de l'épargne du public ;

– et permettre aux PME, startups et artistes de disposer du financement adéquat dans une période où

le crédit bancaire est plus difficile à obtenir. Il s'agit ici de soutenir l'activité économique et la création d'emplois.

Il appartiendra aux législateurs belge et européen, dans les limites de leurs compétences respectives, de tendre vers cet équilibre.

■

(1) LL.M, Northwestern University, Chicago, 2001.

(2) K. Mason, « Disneyland : From Dream to Reality », Animation World Magazine, Issue 3.9, December 1998,
<http://www.awn.com/mag/issue3.9/3.9pages/3.9masondisneyland.html>.

(3) WED étant les initiales de Walter Elias Disney.

(4) K. Polsson, « Chronology of Disneyland Theme Park », 1995,
<http://kpolsson.com/disland/> ; K. Mason, op. cit.

(5) A. Robbins, « Why failure is wonderful », 1991,
<http://www.thisisawar.com/DebtsWonderful.htm> ; G. Zancanaro, « Bouncing back to move forward », http://goldencupcafe.tripod.com/bouncing_back.html.

(6) K. Mason, op. cit. ; K. Polsson, op. cit. ; M. Langer, « Walt Disney », American National Biography, February 2000,
<http://www.anb.org/articles/18/18-00309.html>.

(7) Concernant la distinction entre sponsoring et mécénat, tant sur le plan civil que fiscal, voyez A. Rayet, Sponsoring et mécénat, Bruxelles, Larcier, 2009 ; Mécénat et sponsoring – La frontière fiscale entre la libéralité et la dépense professionnelle, Actes du colloque organisé le 15 novembre 1996 par le Centre Européen de Fiscalité – U.C.L. – E.S.S.F, Louvain-la-Neuve.

(8) Banque Nationale de Belgique, Observatoire du crédit aux sociétés non financières, Contribution du département des Études à l'Observatoire du crédit aux sociétés – Principales évolutions récentes, 27 août 2012, http://www.nbb.be/DOC/DQ/kredObs/fr/developments/KO_quarter.htm, p. 9 ; Centre de Connaissances du Financement des PME, 16e baromètre du CeFiP sur l'accès des PME au financement, Octobre 2012, www.cefip.be.

(9) Banque Centrale Européenne, Survey on the Access to finance of Small and Medium-Sized Enterprises in the Euro Area, April and November 2012, <http://www.ecb.int/> ; BCE, « Report on the results of the survey on the access to finance of SMEs in the euro area – October 2011 to March 2012 », 27 avril 2012 ; « Report on the results of the survey on the access to finance of SMEs in the euro area, April to September 2012 », 2 november 2012.

(10) E. Ushilova et M. Schmiemann, Eurostat, Structural business statistic unit, « Access to finance statistics », September 2011, http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php/Access_to_finance

(11) Fonds Monétaire International, Rapport annuel 2009, « La riposte à la crise mondiale », p. 17 et s., http://www.imf.org/external/french/pubs/ft/ar/2009/pdf/ar09_fra.pdf ; FMI, Département des marchés monétaires et de capitaux, « Rapport sur la stabilité financière dans le monde – Résumé analytique », Octobre 2012.

(12) Ainsi que nous le verrons au n° 182, l'émission d'obligations dans le cadre d'un emprunt obligataire présente des caractéristiques communes avec ces deux premières formes de crowdfunding.

(13) A. Berenboom, Le nouveau droit d'auteur et les droits voisins, 4e éd., 2008, Bruxelles, Larcier, p. 215 ; F. Brison et H. Vanhees, Huldeboek Jan Corbet – De Belgische auteurswet – Artikelsgewijze commentaar, Bruxelles, Larcier, 2006, p. 25 ; F. de Visscher et B. Michaux, Précis du droit d'auteur et des droits voisins, Bruxelles, Bruylant, 2000, p. 311.

(14) Le terme neutre de « contributeur » est ici utilisé à dessein tant la notion « d'investisseur » paraît impropre au regard du caractère limité de la contrepartie et tant la notion de « donateur » ou de « mécène » est également inadéquate en raison de l'existence d'une contrepartie, fut-elle réduite.

(15) US Congress, « Jumpstart Our Business Startups Act », March 27, 2012,

H.R. 3606, <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BILLS-112hr3606enr/pdf/BILLS-112hr3606enr.pdf>

(16) « [Startup America Initiative](http://www.whitehouse.gov/economy/business/startup-america) », www.whitehouse.gov/economy/business/startup-america.

(17) [US Senator Scott Brown, Obama Pushes For Brown's Crowdfunding Bill, January 31, 2012, http://www.scottbrown.senate.gov/public/index.cfm/2012/1/obama-pushes-for-brown-s-crowdfunding-bill ; US Senator Scott Brown, Brown to Obama : Crowdfunding Is Next Opportunity For Bipartisan Success, February 3, 2012, http://www.scottbrown.senate.gov/public/index.cfm/2012/2/brown-to-obama-crowdfunding-is-next-opportunity-for-bipartisan-success ; US Senator Scott Brown, Sens. Scott Brown, Merkley, Benet Introduce Bipartisan CROWDFUND Act, March 13, 2012, http://www.scottbrown.senate.gov/public/index.cfm/2012/3/sens-scott-brown-merkey-benet-introduce-bipartisan-crowdfund-act.](#)

(18) [US Senate, Statement of Professor John C. Coffee, Jr., Professor of Law, Columbia University Law School, before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate, December 1st, 2011 ; US Senate, Testimony of Professor John C. Coates IV, Professor of Law and Economics, Harvard Law School, before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate, December 14, 2011 ; US Senate, Testimony of Professor Jay R. Ritter, Professor of Finance, University of Florida, before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate, March 6, 2012, http://www.banking.senate.gov/public/index.](#)

(19) [US Senator Scott Brown, Sen. Brown Testifies On Crowdfunding Before Banking Committee, December 1st, 2011,](#)

<http://www.scottbrown.senate.gov/public/index.cfm/2011/12/sen-brown-testifies-on>

[-crowdfunding-before-banking-committee.](#)

(20) « [Startup America Legislative Agenda](http://www.whitehouse.gov/sites/default/files/uploads/startup_america_legislative) », http://www.whitehouse.gov/sites/default/files/uploads/startup_america_legislative

(21) [J. Wilson et D. Trenholm, « Crowdfunding Under the JOBS Act : The](#)

Bottom Line Impact on Private Equity Issuers and Market Intermediaries », Emerging Issues Analysis, LexisNexis, 2012 ; K. Edge, M. Lybecker, D. Benderly et J. Carroll, « JOBS Act Heralds New Era for Startup and Emerging Growth Company Financing : Securities Law Changes and Implications for Private Investment Companies », Emerging Issues Analysis, LexisNexis, 2012. J. Morphy, « Congress Passes the « Jumpstart Our Business Startups Act » », The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, March 29, 2012, <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2012/03/29> ; R. Minkus, « The New « Jumpstart Our Business Startups Act » : What Private Companies Need to Know », The National Law Review, 2012, <http://www.natlawreview.com/print/article>.

(22) US Congress, Securities Act of 1933, <http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>.

(23) US Congress, Securities Exchange Act of 1934, <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>.

(24) Le terme « émetteur » est défini à l'article 2 (2) et (4) du Securities Act de 1933 comme étant toute personne, physique ou morale, de droit privé ou de droit public, qui émet ou se propose d'émettre des « securities » ainsi que toute personne qui agit en qualité de dépositaire ou de gestionnaire d'un trust ou de tout autre véhicule destiné à être le réceptacle de « securities ». La notion d'émetteur n'est donc pas réservée à la société qui procède à une émission dans le cadre d'une offre publique. Voir aussi n° 64.

(25) SEC v. Ralston Purina Co., 346 U.S. 119, 125 (1953). Par cet arrêt de principe, la Cour suprême des États-Unis a décidé que l'exemption concernant les offres privées doit être interprétée à la lumière de sa ratio legis. Dès lors que les transactions exemptées sont celles qui ne requièrent pas une application de la loi, la question de l'application de l'exemption relative aux offres privées revient à vérifier si la catégorie spécifique de personnes visées par l'offre a besoin de la protection de la loi. Une offre adressée à des personnes capables de veiller à leurs intérêts est une transaction « qui n'implique pas une offre publique » au sens de l'article 4 (a) (2).

(26) Voir à cet égard la communication de la SEC, « Final Rule : Nonpublic Offering Exemption », Release n° 33-4552, November 6, 1962, <http://www.sec.gov/rules/final/33-4552.htm>

(27) US Code of Federal Regulations, Title 17, Commodity and Security Exchanges, <http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text>.

(28) Le projet de loi initial autorisait l'émetteur à s'adresser directement au public par le biais d'internet. Le législateur fédéral américain a toutefois considéré, sur l'avis de la SEC, que le risque de fraude était trop important et a imposé à l'émetteur souhaitant bénéficier de cette exemption d'avoir recours à un intermédiaire.

(29) L'article 15A du Securities Exchange Act de 1934 prévoit la possibilité pour des intermédiaires financiers (« brokers or dealers ») de se regrouper en associations moyennant certaines conditions.

(30) L'article 15 du Securities Exchange Act de 1934 consacre le monopole d'intermédiation au profit des seuls intermédiaires agréés par la SEC et énonce les règles qui régissent leur activité.

(31) L'exemption du crowdfunding contenue à l'article 4 (a) (6) nouveau du Securities Act de 1933 n'est donc pas ouverte aux sociétés de droit étranger.

(32) Ces dispositions visent notamment les sociétés cotées ainsi que les intermédiaires (« brokers or dealers »).

(33) L'article 302 (d) du JOBS Act fait ainsi expressément référence aux causes d'exclusion contenues à l'article 230.262 de l'article 17 du CFR, lesquelles causes d'exclusion visent les offres émises dans le cadre d'une « Regulation A » dont il sera question aux n° 57 à 63 ci-dessous.

(34) SEC, Division of Trading and Markets, « Jumpstart Our Business Startups Act. Frequently Asked Questions About Crowdfunding Intermediaries », May 7, 2012 ; SEC, « Information Regarding the Use of the Crowdfunding Exemption in the JOBS Act », April 23, 2012. Le contenu des règles que la SEC adoptera concernant l'obligation d'enregistrement des intermédiaires en qualité de portails aura un impact significatif sur l'apparition de ces derniers et, par conséquent, sur l'usage qui sera fait de cette exemption dans la pratique. Cet impact dépendra du caractère plus ou moins sévère des conditions qui seront imposées aux portails en vue de leur enregistrement auprès de la SEC.

(35) SEC, « Eliminating the prohibition against general solicitation and general advertising in Rule 506 and Rule 144A Offerings », August 29, 2012,

<http://www.sec.gov/rules/proposed/2012/33-9354.pdf>.

(36) SEC, « [Eliminating the prohibition against general solicitation and general advertising in Rule 506 and Rule 144A Offerings](http://www.sec.gov/rules/proposed/2012/33-9354.pdf) », August 29, 2012, <http://www.sec.gov/rules/proposed/2012/33-9354.pdf>.

(37) [Ibidem](#).

(38) [Ibidem](#).

(39) [Voir aussi n° 27](#).

(40) [Ce plafond peut à première vue paraître élevé, mais doit être ramené à l'échelle des États-Unis](#).

(41) [L'article 302 \(a\) du JOBS Act vise les revenus annuels ou le patrimoine net de telle sorte qu'il faut, selon nous, envisager ces deux critères séparément et non cumulativement](#).

(42) [CBFA, Rapport annuel du Comité de Direction 2009-2010, n° 3.1.2.1, p. 66](#).

(43) [FSMA, Communication du 12 juillet 2012, « Cadre réglementaire applicable aux opérations de crowdfunding », FSMA_2012_15 ; FSMA, Communication du 12 juillet 2012, « Opérations de crowdfunding », FSMA_2012_16 ; C. LEWALLE, « Publication, par la FSMA, de deux communications relatives au « crowdfunding » », Dr. Banc. Fin., 2012/III-IV, p. 224](#).

(44) [Dans la foulée de l'adoption du JOBS Act aux États-Unis, le sénateur belge Peter Van Rompuy a posé une question écrite au Ministre des Finances le 22 juin 2012 l'interrogeant sur le point de savoir si la Loi Prospectus et la loi bancaire permettent « d'encadrer » suffisamment le crowdfunding. Cette question a donné lieu à une demande d'explication du même sénateur au Ministre des Finances le 17 juillet 2012. Dans sa demande d'explication, le sénateur fait référence au JOBS Act et annonce avoir déposé une proposition de loi visant à légiférer en matière de crowdfunding. Cette proposition de loi ne figure toutefois ni sur le site du Sénat, ni sur celui de la Chambre. Dans sa réponse donnée en Commission des finances, le Ministre énumère les différentes législations susceptibles de s'appliquer au crowdfunding et renvoie, pour plus d'informations, à la Communication de la FSMA. Le Ministre ajoute que](#)

l'application possible de diverses législations financières démontre qu'il n'existe pas, en droit belge, de vide juridique relatif au crowdfunding mais que cela ne doit pas empêcher le législateur d'examiner la mesure dans laquelle il serait opportun de légiférer en la matière, Sénat, Question écrite n° 5-6571 du 22 juin 2012 ; Sénat, Annales, Demande d'explication n° 5-2428 du 17 juillet 2012, <http://www.senate.be>.

(45) Le Livre Vert de la Commission européenne du 27 avril 2010 intitulé « Libérer le potentiel des industries culturelles et créatives » mentionne le crowdfunding comme moyen de financement alternatif pour l'industrie culturelle, COM/2010/0183, <http://eur-lex.europe.eu>.

(46) Bafin, « Crowdfunding and supervisory laws, 12 septembre 2012 », www.bafin.de ; FSA, « Crowdfunding : is your investment protected ? », www.fsa.gov.uk.

(47) M. Duplat et Ph. Lambrecht, « Les offres publiques d'instruments de placement et l'exigence de prospectus en droit belge – Examen de la loi du 16 juin 2006 », R.P.S., 2006, p. 149 et s. ; J. Peeters et T. Van Dyck, « De prospectusplicht in de prospectuswet van 16 juni 2006 », Dr. Banc. fin., 2006/IV, p. 167 et s. ; J. Frantzen, « L'offre de valeurs mobilières après l'entrée en vigueur de la directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public ou d'admission de valeurs mobilières à la négociation », D.A.O.R., 2006, p. 77 et s. ; M. Fyon, « La transposition de la directive prospectus : la loi du 16 juin 2006 sur les offres publiques d'instruments de placement et les admissions d'instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés » in Le nouveau droit des marchés financiers, Vanham & Vanham, 2006, p. 12 et s. ; B. Clerckx, « Introduction à la nouvelle loi relative aux offres publiques » in Nieuwe regels inzake openbaar aanbod en prospectus – de omzetting in Belgisch recht van de Prospectusrichtlijn, Brugge, Ed. Vanden Broele, 2006, p. 5 et s. ; K. Vandereyden, « Openbaar aanbiedingen en prospectus – de wet van 16 juni 2006 », Brugge, Ed. Vanden Broele, 2007, p. 75 et s. ; P. Della Faille, « La transposition de la Directive Prospectus en droit belge : une révolution de velours en droit financier », R.D.C., 2007, p. 3 et s. ; G. Schaeken Willemaers et Y. De Cordt, La transparence en droit des sociétés et en droit financier, Bruxelles, Larcier, 2008, p. 243 et s. ; B. Frin, « Offres publiques et privées sous l'angle de la gestion de fortune », Dr. Banc. fin., 2009/VI, p. 311 ; J. Malherbe, Y. De Cordt, Ph. Lambrecht, Ph. Malherbe, Précis de droit des sociétés, Bruxelles, Bruylant, 2011, p. 1235 et s. ; L. Dabin, « Régime

juridique des marchés financiers et des valeurs mobilières » in Répertoire Notarial, 2e éd., Bruxelles, Larcier, 2011, p. 337 et s.

(48) M. Duplat, « La directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public ou d'admission de valeurs mobilières à la négociation », R.P.S., 2004, p. 105 et s.

(49) 10e considérant de la Directive Prospectus.

(50) 4e considérant de la Directive Prospectus.

(51) 5e considérant de la Directive Prospectus.

(52) Ce règlement a lui-même été modifié notamment par le Règlement délégué (UE) n° 486/2012 de la Commission du 30 mars 2012 et le Règlement délégué (UE) n° 862/2012 de la Commission du 4 juin 2012.

(53) E. Janssens, « Modifications de la directive et de la loi Prospectus », Bilan, 31 décembre 2010/621, p. 4 ; M. Duplat, « Évolutions récentes en matière d'information des investisseurs : La nouvelle directive prospectus » in Financière regulering in de kering, Instituut Financieel Recht (ed.), Intersentia, 2012, p. 417 et s. ; M. Fyon, « L'information ponctuelle liée aux opérations financières » in L'information des actionnaires et du marché, Vanham & Vanham, Octobre 2012.

(54) C.J.C.E, 19 novembre 1991, Francovitch, aff. Jtes C-6/90 et C-9/90, Rec. p. 5375 ; P. Gilliaux, Les directives européennes et le droit belge, Bruxelles, Bruylant, 1997, p. 147 et s. ; M. Wathelet et J. Wildemeersch, Contentieux européen, Bruxelles, Larcier, 2010, p. 21.

(55) CBFA, Communication de la CBFA du 16 juin 2005 concernant la nouvelle politique de traitement des dossiers d'offre publique et d'admission à la négociation sur un marché réglementé à partir du 1er juillet 2005.

(56) FSMA, Communication de la FSMA du 21 juin 2012 concernant la politique de traitement des dossiers d'offre publique et d'admission à la négociation sur un marché réglementé à partir du 1er juillet 2012 ; E. Janssens, « Directive prospectus : nouvelles règles de la FSMA », Bilan, 31 juillet 2012/656, p. 2.

(57) Exposé des motifs, Doc. parl. Ch., 2005-06, 51, 2344/001, p. 11.

(58) La Loi Prospectus a pour objet de régir tant les offres publiques que les admissions à la négociation d'instruments de placement sur des marchés réglementés. Seules les offres publiques nous intéressent ici. La présente contribution n'examine pas non plus le sort des organismes de placement collectifs dont certains, les OPC dits « fermés », sont régis par la Loi Prospectus alors que d'autres, les OPC dits « ouverts », échappent au champ d'application de la Loi et étaient régis par la loi du 20 juillet 2004 relative à certaines formes de gestion collective de portefeuilles d'investissement. Cette loi a été abrogée pour l'essentiel de ses dispositions par la loi du 3 août 2012 relative à certaines formes de gestion collective de portefeuilles d'investissement qui la remplace. La loi du 3 août 2012 est entrée en vigueur le 19 octobre 2012.

(59) J. Peeters et T. Van Dyck, op. cit., p. 180.

(60) Exposé des motifs, Doc. parl. Ch., 2005-06, 51, 2344/001, p. 26.

(61) M. Duplat et Ph. Lambrecht, op. cit., p. 156.

(62) Ceci a d'ailleurs été confirmé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier dans sa circulaire 05/195 relative à l'entrée en vigueur de la loi relative au prospectus pour valeurs mobilières ; J. Frantzen, op. cit., p. 10.

(63) Exposé des motifs, Doc. parl. Ch., 2005-06, 51, 2344/001, p. 33.

(64) Exposé des motifs, Doc. parl. Ch., 2005-06, 51, 2344/001, p. 27.

(65) L. Dabin, op. cit., p. 67.

(66) J. Van Ryn et J. Heenen, Principes de droit commercial, t. III, 2e éd., Bruxelles, Bruylant, 1981, p. 94.

(67) M.-D. Weinberger, Gestion de portefeuille et conseil en investissement, Waterloo, Kluwer, 2008, p. 11.

(68) À titre d'exemple, voyez notamment la loi du 24 juillet 1991 relative à la dépossession involontaire des titres au porteur, l'arrêté royal n° 71 du 30 novembre 1939 relatif au colportage des valeurs mobilières et au démarchage des valeurs mobilières, la loi du 14 juillet 1991 sur les pratiques du commerce et sur l'information et la protection des consommateurs, les articles 468 et suivants du Code des sociétés relatifs aux titres dématérialisés.

(69) Pour être complet, précisons qu'à la faveur de la transposition en droit belge de la directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers (ci-après la « Directive MIFID »), l'arrêté royal du 27 avril 2007 a inséré la notion de valeur mobilière à l'article 2, 31° de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers.

(70) Exposé des motifs, Doc. parl. Ch., 2005-06, 51, 2344/001, p. 30 : « Cette notion d'instrument de placement a été préférée à celle d'instrument financier utilisée dans la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers car la notion d'instrument financier y est définie de manière limitative, avec une habilitation au Roi en vue de son extension éventuelle. Dans le cadre de la présente réglementation, il a paru préférable de conserver une notion distincte, couvrant une liste non exhaustive d'instruments de sorte que les investisseurs puissent toujours bénéficier d'un prospectus lorsque des instruments permettant d'effectuer un placement leur sont offerts ou lorsque l'admission de tels instruments à la négociation sur un marché réglementé est demandée et ce, même si les instruments en question sont d'un type nouveau et ne rentrent pas dans l'une des catégories existantes. [...] Enfin, un point supplémentaire a été ajouté à la liste, au titre de catégorie résiduaire, afin que, de manière générale, tous les instruments permettant d'effectuer un placement de type financier, quel qu'en soit les actifs sous-jacents soient visés ».

(71) P. Della Faille, op. cit., p. 8.

(72) M. Duplat et Ph. Lambrecht, op. cit., p. 172.

(73) M. Duplat et Ph. Lambrecht, op. cit., p. 171.

(74) P. Della Faille, op. cit., p. 9.

(75) Article 2, 1° e) iv) et v) de la Directive Prospectus.

(76) Article 2, 28° de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers et article 2 de l'arrêté royal du 3 juin 2007 portant les règles et modalités visant à transposer la directive concernant les marchés d'instruments financiers.

(77) J. Malherbe, Y. De Cordt, Ph. Lambrecht, Ph. Malherbe, op. cit., p. 1247.

(78) M. Duplat, « Évolutions récentes en matière d'information des investisseurs : La nouvelle directive prospectus » in Financiële regulering in de kring, Instituut Financieel Recht (ed.), Intersentia, 2012, p. 428.

(79) M.-D. Weinberger, op. cit., p. 5 et 130 et s. ; V. Colaert, « Welke bescherming voor welke belegger ? », Dr. banc. et fin., 2007/VI, n° 16, p. 402 ; W. Vandevorde, « De bescherming van de belegger herbekeken », Dr. banc. et fin., 2007/VI, n° IV A., p. 377.

(80) Sous la seule réserve du fait que sont des « accredited investors » les personnes qui remplissent les conditions légales sans que celles-ci ne doivent faire de demande particulière.

(81) J. Frantzen, op. cit., p. 16 ; P. Della Faille, op. cit., p. 12 ; J. Malherbe, Y. De Cordt, Ph. Lambrecht, Ph. Malherbe, op. cit., p. 1248 ; contra : J. Peeters et T. Van Dyck, op. cit., p. 194.

(82) Exposé des motifs, Doc. parl. Ch., 2005-06, 51, 2344/001, p. 29 ; J. Malherbe, Y. De Cordt, Ph. Lambrecht, Ph. Malherbe, op. cit., p. 1249.

(83) Exposé des motifs, Doc. parl. Ch., 2005-06, 51, 2344/001, p. 29.

(84) M. Duplat et Ph. Lambrecht, op. cit., p. 165.

(85) Exposé des motifs, Doc. parl. Ch., 2005-06, 51, 2344/001, p. 27.

(86) B. Frin, op. cit., p. 316.

(87) M. Coipel, « Droit des sociétés – Les sociétés privées à responsabilité limitée », Répertoire Notarial, Bruxelles, Larcier, 2008, p. 111 ; J. Malherbe, Y. De Cordt, Ph. Lambrecht, Ph. Malherbe, op. cit., p. 1244.

(88) Exposé des motifs, Doc. parl. Ch., 2005-06, 51, 2344/001, p. 28.

(89) J. Malherbe, Y. De Cordt, Ph. Lambrecht, Ph. Malherbe, op. cit., p. 1251.

(90) M. Duplat, « Évolutions récentes en matière d'information des investisseurs : La nouvelle directive prospectus » in Financiële regulering in de kring, Instituut Financieel Recht (ed.), Intersentia, 2012, p. 423.

(91) J. Malherbe, Y. De Cordt, Ph. Lambrecht, Ph. Malherbe, op. cit., p. 1243.

(92) Exposé des motifs, Doc. parl. Ch., 2005-06, 51, 2344/001, pp. 77-78.

(93) Au sujet de l'historique de l'Arrêté Royal et de ceux qui l'ont précédé, voyez C. Lewalle, « Quelques réflexions sur le caractère public des opérations financières après l'arrêté royal du 9 octobre 2009 relatif au caractère public de la sollicitation de fonds remboursables », Dr. Banc. fin., 2010/I, p. 19.

(94) C. Lewalle, op. cit., p. 28.

(95) C. Lewalle, op. cit., p. 28 ; J. Malherbe, Y. De Cordt, Ph. Lambrecht, Ph. Malherbe, op. cit., p. 1232.

(96) J. Malherbe, Y. De Cordt, Ph. Lambrecht, Ph. Malherbe, op. cit., p. 1229 ; J. Le Brun, « La protection de l'épargne publique et la Commission bancaire », R.P.D.B., Complément V, v° Épargne publique, Bruxelles, Bruylant, 1977, n° 41, p. 525.

(97) C. Lewalle, op. cit., p. 27 ; CJCE, 11 février 1999, C-366/97, Romanelli, Rec. C.J.C.E., p. I-855.

(98) C. Lewalle, op. cit., p. 27

(99) C. Lewalle, op. cit., pp. 27 et 29.

(100) Pour autant que la personne en question émette des instruments de placement ainsi que nous le verrons.

(101) Nous partageons l'opinion de Matthieu Duplat lorsqu'il écrit que « La notion doit être analysée sous un angle économique, quelle que soit par ailleurs la qualification juridique précise de la relation unissant ces différents intermédiaires (mandat, commission, etc.) », M. Duplat, « Évolutions récentes en matière d'information des investisseurs : La nouvelle directive prospectus », in Financiële regulering in de kering, Instituut Financieel Recht (ed.), Intersentia, 2012, p. 424.

(102) Exposé des motifs, Doc. parl. Ch., 2005-06, 51, 2344/001, p. 27.

(103) En page 5 de sa communication précitée du 12 juillet 2012, la FSMA

[précise que « si un tiers intervient, même à titre d'activité temporaire ou accessoire, et en quelque qualité que ce soit, à l'égard des investisseurs, dans le placement de l'offre publique pour le compte de l'émetteur, contre rémunération ou quelque avantage en nature que ce soit, octroyé directement ou indirectement par l'émetteur, il y a intermédiation au sens de l'article 13 de la loi du 16 juin 2006 ». Ce commentaire de la FSMA reprend les différents éléments de la définition d'intermédiation au sens de l'article 13 de la Loi Prospectus.](#)

La FSMA poursuit toutefois en précisant que « Dans la plupart des dossiers de crowdfunding, la plate-forme sur internet offre une vitrine aux émetteurs. Généralement, le public peut souscrire aux différents projets par l'intermédiaire de la plate-forme (mise à disposition des contrats, mise à disposition des bulletins de souscription, réception des fonds, etc.). Généralement également, les exploitants de la plate-forme perçoivent une commission sur les fonds levés. Il s'agit là d'indicateurs d'une intermédiation. Les dossiers doivent cependant faire l'objet d'une analyse au cas par cas ». Cette précision révèle que pour la FSMA, la possibilité de souscrire aux projets par l'intermédiaire de la plateforme et la perception d'une commission sur fonds levés sont deux indicateurs d'une intermédiation. Ce faisant, il est permis de se demander si, aux yeux de la FSMA, la seule perception par l'exploitant d'une plateforme d'une commission serait un indicateur d'une intermédiation, indépendamment du fait que la commission soit payée directement par l'investisseur à l'exploitant de la plateforme. Il conviendra donc d'être attentif à la position que la FSMA pourrait être amenée à adopter sur cette question dans le cadre de communications ultérieures ou de son prochain rapport annuel. Dans l'intervalle, c'est effectivement une analyse au cas par cas qui doit prévaloir.

[\(104\) La présente contribution n'a pas pour objet d'examiner l'application éventuelle aux intermédiaires de la loi du 21 décembre 2009 relative au statut des établissements de paiement, à l'accès à l'activité de prestataire de services de paiement et à l'accès aux systèmes de paiement.](#)

[\(105\) FSMA, Communication du 12 juillet 2012, op. cit., p. 8 ; CBFA, Rapport annuel du Comité de Direction, 2004, p. 57.](#)

[\(106\) FSMA, Communication du 12 juillet 2012, op. cit., p. 9.](#)

[\(107\) Petit Larousse Illustré 2011, Paris, Larousse, 2010, p. 542.](#)

(108) FSMA, Communication du 12 juillet 2012, op. cit., p. 4.

(109) La FSMA partage cette analyse en page 4 de sa Communication du 12 juillet 2012 : « Les projets de crowdfunding, par exemple dans le secteur artistique, où la contrepartie du financement n'est pas un produit financier mais un avantage en nature tel un exemplaire d'une œuvre d'art, ne comportent donc en principe pas d'offre publique d'instruments de placement ».

(110) Il faut toutefois être prudent car si de tels avantages en nature ne constituent assurément pas des produits de type financier, l'art comme le vin ont joué le rôle de « valeurs refuges » depuis la crise financière de 2008 en sorte que nombre d'investisseurs ont délaissé les marchés financiers traditionnels au profit d'investissements dans ces deux domaines. Par conséquent, il ne pourrait être exclu qu'un jeune viticulteur ou artiste décide de financer leur activité par le biais du crowdfunding en rémunérant les investisseurs par une partie de leur production vinicole ou artistique. La question de savoir s'il s'agirait d'instruments de placement mériterait alors d'être posée.

(111) Certes, le droit de créance de l'investisseur est conditionnel puisqu'il dépend de l'existence de bénéfices réalisés par l'œuvre mais cela n'est pas de nature à élever la qualification d'instrument de placement.

(112) FSMA, Communication du 12 juillet 2012, op. cit., p. 5.

(113) Il faut rappeler ici que l'émission d'un emprunt obligataire s'inscrit pour partie dans les deux premières catégories de crowdfunding que nous avons identifiées. En effet, à l'instar des actions, les obligations sont des valeurs mobilières au sens de l'article 4 § 1er, 1° de la Loi Prospectus. Elles confèrent également certains droits aux obligataires en termes de participation à la vie sociale au travers de l'assemblée générale des obligataires. En revanche, les obligations se rapprochent des contrats de prêt standardisés dès lors que, comme pour ces derniers, l'objet même de l'offre est de recevoir des dépôts de fonds remboursables au sens de l'article 1er de l'Arrêté Royal, ce qui n'est pas le cas des actions de société (n° 13).

(114) C. Lewalle, op. cit., pp. 27 et 29.

(115) FSMA, Communication du 12 juillet 2012, op. cit., p. 11.

Table des matières

Trois réformes à l'étude touchant à l'exercice de l'activité bancaire

par Michèle Grégoire

I. – Introduction

II. – Vers une concentration de la supervision bancaire entre les mains de la Banque Centrale Européenne

III. – Vers une modernisation du droit des garanties mobilières

IV. – L'adaptation de la loi du 31 janvier 2009 sur la continuité des entreprises (ci-après la « LCE »)

La jurisprudence d'après crise 2007 en matière d'opérations bancaires

par Jean-Pierre Buyle et Pierre Proesmans

I. – Introduction

II. – Responsabilités en cas de perte, de vol et d'utilisation frauduleuse d'un

[instrument de transfert électronique de fonds](#)

[III. – Responsabilités en matière d'exécution de virement](#)

[IV. – Responsabilités en matière d'ouverture de crédit](#)

[V. – Responsabilités en matière d'opérations sur instruments financiers](#)

[Observations finales](#)

[Le crowdfunding : un mode de financement issu de la pratique](#)

par David Raes

[I. – Introduction – Le rêve de Walt Disney](#)

[II. – Le crowdfunding – Notion](#)

[III. – Le modèle américain ?](#)

[IV. – Le crowdfunding en droit belge](#)

V. – Conclusion

Table des matières