

Louvain School of Management

L'avenir du crowdfunding immobilier en Belgique : Quelles sont les perspectives de développement possibles ?

Mémoire recherche réalisé par
Emilie François

en vue de l'obtention du titre de
Master 120 crédits en sciences de gestion, à finalité spécialisée

Promoteur
Bruno Colmant

Année académique 2017-2018

REMERCIEMENTS

Je tiens tout particulièrement à remercier mon promoteur, Monsieur Bruno Colmant, pour ses précieux conseils et pour son aide continue tout au long de la rédaction de mon mémoire.

Je tiens aussi à remercier mon maître de stage, Monsieur Stéphan Sonnevile, de m'avoir permis de faire partie de l'équipe d'Atenor pendant quelques mois. Mon expérience au sein de cette société de promotion immobilière m'a confortée dans mon choix de sujet de mémoire et m'a influencée à diriger celui-ci vers le crowdfunding immobilier.

J'aimerais aussi remercier Messieurs Simon Dejemepe, Joël Duysan, Frédéric Levy-Morelle, Sidney D. Bens, Jean-Baptiste van Ex, Marc Charles, Christophe Majois et Madame Mélanie De Roock d'avoir accepté de m'accorder un peu de leur temps pour répondre à mes questions et témoigner de leur expérience dans ces matières.

Je tiens aussi à exprimer ma gratitude envers Marie-Garance Nolet pour sa relecture et ses nombreux conseils.

Finalement, je tiens à remercier tous ceux qui m'ont, directement ou indirectement, aidée dans la rédaction de mon mémoire et plus particulièrement ma famille pour son soutien et ses encouragements tout au long de mes études.

TABLE DES MATIÈRES

Introduction	1
Partie I : Analyse de la littérature	4
1 Histoire du crowdfunding	5
1.1 Définition.....	5
1.2 Les raisons de l'apparition du crowdfunding	6
1.3 L'apparition crowdfunding.....	8
1.4 Le crowdfunding d'aujourd'hui	9
2 Les différentes catégories de crowdfunding	10
2.1 Le don sans contrepartie (Donation-based crowdfunding)	11
2.2 Le don avec contrepartie (Reward-based crowdfunding)	12
2.3 Le prêt (Lending-based crowdfunding).....	13
2.4 L'investissement ou la souscription au capital (Equity-based crowdfunding).....	14
3 Les parties prenantes du crowdfunding	16
3.1 Les demandeurs de fonds	16
3.2 Les investisseurs	17
3.3 Les plateformes	18
3.4 La position des banques vis-à-vis du crowdfunding	21
3.5 Le rôle de la FSMA	23
4 Le fonctionnement du crowdfunding	25
4.1 La structure d'une campagne de crowdfunding	25
4.1.1 L'identification de la plateforme.....	25
4.1.2 La mise en place du projet	26
4.1.3 La collecte de fond	27
4.1.4 Le transfert des fonds	27
4.1.5 Les contreparties des investisseurs	28
4.2 Les critères retenus par les plateformes dans la sélection des promoteurs.....	29
4.3 L'analyse et la gestion du risque des projets par les plateformes de crowdfunding	29
5 La législation concernant le crowdfunding	32

5.1	Les lois applicables aux activités de crowdfunding	32
5.1.1	La loi du 6 avril 1995	32
5.1.2	La loi du 16 juin 2006	33
5.1.3	La loi du 21 décembre 2009.....	34
5.1.4	La loi du 3 août 2012	34
5.1.5	La loi du 18 décembre 2016.....	35
5.1.6	La législation européenne	36
5.2	Les récentes modifications concernant la législation belge	36
5.2.1	L'augmentation du seuil de levée de fonds par projet	36
5.2.2	Le principe de Tax Shelter	38
6	Le cadre actuel du crowdfunding en Belgique	40
7	Conclusion de la première partie	42

Partie II : Analyse qualitative du crowdfunding immobilier en Belgique 45

1	Modalité de l'analyse qualitative	46
1.1	Méthodologie	46
1.2	Critères de sélection de l'échantillon	47
1.3	Présentation des personnes interviewées	48
1.3.1	Simon Dejemeppe (cfr. Annexe B.1).....	48
1.3.2	Sidney D. Bens (cfr. Annexe B.2)	48
1.3.3	Joël Duysan (cfr. Annexe B.3).....	49
1.3.4	Frédéric Levy-Morelle (cfr. Annexe B.4)	49
1.3.5	Marc Charles (cfr. Annexe B.5).....	50
1.3.6	Jean- Baptise Van Ex (cfr. Annexe B.6).....	50
1.3.7	Mélanie De Roock et Christophe Majois (cfr. Annexe B.7).....	50
2	Etude de l'analyse qualitative	52
2.1	Etat des lieux de l'immobilier en Belgique	52
2.1.1	Situation actuelle de l'immobilier	52
2.1.2	La promotion immobilière	53
2.1.3	Le métier de promoteur immobilier	55
2.2	Le crowdfunding immobilier	57

2.2.1	Le crowdfunding immobilier mondial	58
2.2.2	Le crowdfunding immobilier belge.....	60
2.3	Les sources de financement des promoteurs en Belgique	60
2.3.1	Le financement bancaire	62
2.3.2	La pré-commercialisation	64
2.3.3	Les fonds propres	65
2.4	Les structures de financement du crowdfunding immobilier en Belgique	66
2.4.1	Le financement du projet	66
2.4.2	La rémunération des investisseurs	67
2.5	Les avantages du crowdfunding immobilier	68
2.5.1	Les avantages du crowdfunding immobilier pour les promoteurs	68
2.5.2	Les avantages du crowdfunding immobilier pour les investisseurs.....	70
2.6	Les risques du crowdfunding immobilier.....	71
2.6.1	Les risques du crowdfunding immobilier pour les promoteurs	71
2.6.2	Les risques du crowdfunding immobilier pour les investisseurs	72
2.7	Zoom sur la difficulté de sortie du crowdfunding	74
2.7.1	L'absence de sortie anticipative	74
2.7.2	Les solutions possibles.....	75
3	Résultats de l'analyse qualitative	76
3.1	Les raisons du retard du crowdfunding immobilier en Belgique	76
3.1.1	Le contexte de taux d'intérêt particulièrement bas.....	76
3.1.2	Le manque de connaissance	76
3.1.3	Le manque d'éducation sur le prêt mezzanine	77
3.1.4	L'aversion au risque des investisseurs belges	77
3.1.5	Les limitations imposées par la législation belge.....	77
3.1.6	L'absence d'avantages fiscaux	78
3.1.7	La palce prépondérante des banques.....	79
3.1.8	Le nombre important de risques.....	79
3.1.9	Le nombre important d'alternatives d'investissement	80
3.1.10	Le nombre important d'alternatives de financement	80
3.1.11	La difficulté de sortie des investisseurs	81
3.1.12	Les dangers de la publicité.....	81

3.2 Les perspectives de développement du crowdfunding immobilier en Belgique	81
3.2.1 L'harmonisation de la loi belge à l'échelle européenne en matière de prospectus	82
3.2.2 L'harmonisation de la législation européenne en matière de crowdfunding	83
3.2.3 L'harmonisation de la fiscalité en matière de crowdfunding	84
3.2.4 L'allègement du contenu du prospectus.....	84
3.2.5 L'obligation d'une participation minimale des promoteurs.....	84
3.2.6 L'éducation des crowdfunders	85
3.2.7 L'amélioration des conditions de sorties des investisseurs.....	86
3.2.8 Le co-living et le co-working.....	87
3.2.9 L'amélioration des plateformes	87
 Limites de l'analyse	 89
 Conclusion générale	 91
 Bibliographie	 95
 Annexes A	 105
 Annexes B	 118

INTRODUCTION

L'abondance des ressources et l'explosion des nouvelles technologies ont poussé les dernières générations à développer des comportements de plus en plus individualistes. C'est ainsi que la génération des baby-boomers a progressivement laissé sa place aux générations futures qui ont entraîné avec elles une nouvelle vision de la vie. Nous voyons de nouvelles valeurs apparaître telles que le partage, la consommation collaborative, la production participative et la co-crédation. Dans ce prolongement, sont nés certains projets innovants tels que Uber, AIRBNB, Brantano, ect. Au même titre que ces derniers projets, le crowdfunding a naturellement vu le jour dans cette optique de créer un monde participatif en matière de financement.

Au fil du temps, cet engouement pour le crowdfunding a entraîné des changements dans le mode de financement des entreprises. Ce ne sont désormais plus uniquement les PME et start-ups qui se dirigent vers ce mode de financement mais bien toutes sortes d'entreprises ayant besoin de fonds. Les plateformes de crowdfunding se sont ainsi multipliées et certaines se sont spécialisées dans des domaines particuliers tels que l'immobilier, l'art, etc. Bien que le crowdfunding soit en évolution en Belgique, le crowdfunding immobilier belge reste, lui, quelque peu à la traîne. Il semble alors intéressant d'analyser l'état actuel du crowdfunding immobilier belge, de déterminer les causes de son retard et d'identifier certaines mesures qui pourraient aller en faveur de son développement dans les années à venir. Pour ce faire, ce mémoire sera divisé en deux parties : la première traitera du crowdfunding dans son ensemble et la deuxième se concentrera davantage sur le crowdfunding immobilier.

De façon plus précise, la première partie de ce mémoire aura pour objectif de procurer une vue d'ensemble de la littérature existante au sujet du crowdfunding. Certains aspects théoriques y seront donc expliqués tels que l'histoire du crowdfunding, son avènement, sa législation, etc. Cette analyse théorique recouvrira notamment les différents types de crowdfunding.

La deuxième partie sera focalisée sur le crowdfunding immobilier et prendra la forme d'une analyse qualitative qui tentera de définir les éléments qui pourraient aller en faveur de

l'évolution du crowdfunding immobilier dans les années à venir. Cette analyse sera effectuée en nous basant sur les entretiens que nous avons réalisés avec des intervenants impliqués dans ce mode de financement ou dans le monde de l'immobilier. Nous avons donc décidé de rencontrer des promoteurs immobiliers, des plateformes de crowdfunding, des acteurs du monde bancaire et des représentants de la FSMA, l'autorité des services et marchés financiers.

Ce mémoire se base sur trois hypothèses.

Premièrement, étant donné que le crowdfunding immobilier en Belgique prend principalement la forme de crowdfunding sous forme de prêt, c'est sur le crowdlending immobilier que notre analyse se focalisera dans la deuxième partie de ce mémoire. Deuxièmement, jusqu'ici le crowdfunding immobilier a principalement été destiné à financer des projets de promotion immobilière, c'est donc sur ce secteur de l'activité immobilière que nous nous concentrerons.

Troisièmement, étant donné qu'un mémoire est un travail de longue haleine, nos analyses ont été menées avant le projet de loi voté le 21 juillet 2018. Nos interviews ont donc été réalisées sur base de la précédente version de la Loi Prospectus, limitant les porteurs de projet à un seuil maximal de levée de fonds de 300.000 € et non pas de 5 millions comme c'est le cas depuis fin juillet.

Partie I :

Analyse de la littérature

Cette première partie fournit les informations de base nécessaires pour comprendre comment le crowdfunding est conçu ainsi que l'environnement dans lequel il évolue, afin d'appréhender correctement la deuxième partie de la thèse. Par conséquent, dans le premier chapitre de cette partie, nous proposons de définir le crowdfunding, d'expliquer les raisons de son apparition et de parcourir son évolution jusqu'à aujourd'hui. Dans le deuxième chapitre, nous examinerons les différentes typologies de crowdfunding existantes, à savoir le crowdfunding sous forme de don, de prêt et d'investissement. Le chapitre suivant sera alloué aux différentes parties prenantes du crowdfunding, à leurs motivations, leurs rôles et leurs rémunérations. Au chapitre quatre, nous expliquerons le fonctionnement du crowdfunding. Nous y étudierons aussi la structure d'une campagne de crowdfunding, les critères retenus par les plateformes dans la sélection des promoteurs et finalement l'analyse du risque des projets effectuée par les plateformes de crowdfunding. Dans le cinquième chapitre, nous aborderons la législation s'appliquant au crowdfunding ainsi que les récentes modifications concernant les réglementations. Enfin, dans le dernier chapitre, nous établirons le cadre actuel du crowdfunding en Belgique.

1 HISTOIRE DU CROWDFUNDING

1.1 Définition

Le crowdfunding, comme sa traduction littéraire l'indique, est un financement alternatif qui consiste à faire appel à la foule afin de financer un projet spécifique. (Onnée, S., Renault, S., 2014) Mieux connu sous le nom de « financement participatif », le crowdfunding est un terme anglo-saxon qui décrit les méthodes financières utilisées pour récolter les fonds nécessaires sans devoir recourir au soutien des banques. Cela consiste donc en une désintermédiation des banques qui peut prendre quatre formes différentes : la donation sans contrepartie, la donation avec contrepartie, le crowdlending et le crowdequity. (KPMG., 2014).

La Direction Générale des Entreprises définit le crowdfunding comme suit : « *Le financement participatif, ou crowdfunding, est un mécanisme qui permet de collecter les apports financiers - généralement des petits montants - d'un grand nombre de particuliers au moyen d'une plateforme sur Internet en vue de financer un projet.* »

Le crowdfunding met en relation deux parties distinctes : des porteurs de projets et des investisseurs particuliers. Les entreprises qui font appel au crowdfunding sont principalement des start-ups ou des petites entreprises à la recherche de fonds pour lancer ou développer un projet. En échange de ce financement, ces entreprises peuvent décider d'octroyer ou non une contrepartie aux investisseurs. Les investisseurs en question n'apportent généralement que de faibles montants, mais étant donné le nombre important d'investisseurs qu'il est possible de solliciter sur des plateformes en ligne, la somme finale des montants collectés peut rapidement atteindre quelques centaines de milliers d'euros. (Chauvaux, N., 2017)

Une troisième partie prenante du crowdfunding est tout naturellement la plateforme en ligne. Cette dernière existe par le biais de l'Internet et sert d'intermédiaire entre les investisseurs et les entrepreneurs. Elle va permettre aux deux parties d'entrer en contact et va encadrer tous les aspects relatifs aux échanges qui vont s'opérer entre eux.

1.2 Les raisons de l'apparition du crowdfunding

« *Le crowdfunding a Internet comme roues motrices, la fintech comme carburant et l'économie collaborative pour volant.* » Cette citation de C. Bertrand et B. Jakubowski décrit adéquatement les éléments qui sont à l'origine de l'avènement du crowdfunding. En effet, son apparition s'explique principalement par des raisons technologiques, économiques et sociales.

Premièrement, d'un point de vue social, ces 20 dernières années ont été marquées par un véritable changement dans les habitudes des individus. On identifie de plus en plus de partage, de consommation collaborative, de production participative, de co-création, etc. C'est ainsi que sont apparus de nouveaux projets tels que Uber, AIRBNB, Brantano, etc. (de Broqueville, O., 2017) Le crowdfunding s'installe entièrement dans cette logique de partage et de coproduction et va même plus loin. Certaines plateformes de crowdfunding immobilier françaises optent même pour l'intelligence collective. Ainsi, une fois que ces plateformes ont analysé un projet de promotion immobilière qui souhaite lever des fonds, elles vont demander l'avis des investisseurs avant de lancer la campagne de crowdfunding. Cela permet d'une part aux entrepreneurs d'obtenir des informations sur les préférences des investisseurs et d'autre part aux investisseurs de se sentir davantage concernés et impliqués dans le projet.

Deuxièmement, l'avènement du crowdfunding n'aurait pas pu être possible sans l'évolution de la technologie. Selon Joël Duysan, fondateur de la plateforme Beebonds, le crowdfunding est la conséquence du développement de l'Internet et de l'émergence des réseaux. Depuis quelques années, Internet fait partie de la vie quotidienne de la majorité de la population ; les réseaux de communication et les réseaux sociaux sont en pleine expansion.

Troisièmement, l'apparition du crowdfunding fut favorisé par certains facteurs d'ordres économique et financier tels que l'émergence des start-ups et des FinTechs. Pour comprendre cela, il est nécessaire de mettre une définition sur la notion de start-up et de PME, les deux types d'entreprises qui sollicitent le plus le crowdfunding. Selon le Larousse, une start-up est « *une jeune entreprise innovante, dans le secteur des nouvelles technologies* ». Une PME est quant à elle « *une entreprise d'importance petite et moyenne dans laquelle le chef d'entreprise assume personnellement et directement les responsabilités financières, techniques, sociales et morales de l'entreprise, quelle qu'en soit sa forme juridique* ».

A la lecture de ces définitions, nous comprenons que les grandes entreprises se dirigent moins vers le financement alternatif car elles n'en ont simplement pas besoin. Leur chiffre d'affaires et leur bilan annuel sont généralement solides et elles ont donc plus de facilités à obtenir un crédit bancaire. A l'inverse, une start-up fait face à une croissance future incertaine et une PME présente un chiffre annuel faible. Si les start-ups et les PME se tournent vers du financement externe, c'est généralement parce que leur financement interne n'est pas suffisant pour maintenir leur croissance. C'est ainsi qu'en 2014, plus de 65% des PME ont fait appel à un financement bancaire. (Harvie et al., 2013)

Cependant, au cours des dernières années, les banques sont devenues de plus en plus réticentes à accorder des crédits bancaires. Selon le CeFip, le Centre de Connaissance du Financement des PME, quatre raisons principales expliquent pourquoi les banques refusent une demande de crédit : un manque de sûreté, une capacité de remboursement insuffisante, un apport ou de fonds propres trop faible et le resserrement des conditions d'octroi suite aux réglementations de Bâle II et Bâle III. En Belgique, cette tendance de refus de crédit bancaire est d'autant plus problématique lorsqu'on sait que les PME et les start-ups participent fortement à la croissance économique du pays. Selon la plateforme Bolero Crowdfunding, les jeunes firmes stimulent la compétitivité et créent en moyenne 42% des nouveaux emplois. (Bolero Crowdfunding, 2017)

Faisant face à cette difficulté, les entreprises se sont progressivement tournées vers des sources de financement alternatif, telles que les sociétés de leasing ou de location-vente, les aides publiques, les investisseurs privés non bancaires, les sociétés de capital à risque, etc. Néanmoins, ces sources de financement alternatif ont aussi commencé à imposer des restrictions plus sévères à leurs conditions de financement. Ceci s'explique principalement par la crise financière de 2008 et par cette tendance d'aversion au risque qui n'a fait que s'accroître en Europe depuis lors. Il était de plus en plus compliqué pour les start-ups et les PME de lever des fonds. En réaction à ces difficultés, les start-ups et les PME se sont tournées vers le crowdfunding et des mesures d'accompagnement fiscales ont également été mises en place. Ce mode de financement ne concerne cependant pas exclusivement les start-ups et les PME. En effet, depuis la crise financière de 2008, d'autres entreprises, déjà considérées comme matures, se sont aussi dirigées vers le crowdfunding. (Chauvaux, N., 2017)

1.3 L'apparition du crowdfunding

Le crowdfunding n'est pas réellement un nouveau principe puisqu'en 1875, un appel à la population avait déjà été fait pour financer la Statue de la liberté, symbole emblématique de la liberté offert par la France aux Etats-Unis. Alors que la statue a été entièrement financée par le Comité de l'Union Franco-Américaine créée par la France, le socle devait lui être financé et réalisé par les Etats-Unis afin de recevoir la statue une fois achevée. (Nedmic, M., 2012) Cependant, fin des années 90, les Etats-Unis peinaient à trouver des investisseurs favorables au financement du projet. C'est alors que Joseph Pulitzer, fondateur du journal *The New York Word*, proposa de lancer le « *Pedestial fund* », une campagne de financement par la foule. Cette opération permit de récolter pas moins de 100 000\$ auprès de 125.000 investisseurs. (Taste, D., 2017) C'est ainsi que le financement alternatif a vu le jour pour la première fois.

Bien que ce principe ne soit donc pas réellement innovant, le terme « crowdfunding » fut utilisé pour la toute première fois sous l'appellation « crowdsourcing » en 2006 par Jeff Howe et Mark Robinson. Dans le *Wired Magazine* de juin 2006, ils ont défini ce terme de la façon suivante: « *Crowdsourcing represents the act of a company or institution taking a function once performed by employees and outsourcing it to an undefined network of people in the form of an open call. This can take the form of peer production (when the job is performed collaboratively), but is also often undertaken by sole individuals. The crucial prerequisite is the use of the open call format and the large network of potential laborers* ».

De manière simplifiée, le crowdsourcing est un modèle d'approvisionnement par lequel un crowdsourcer fait appel à la contribution des internautes pour mettre en commun des idées afin de développer les activités d'une entreprise. (de Broqueville, O., 2017) Cela permet aux entreprises de maintenir leur développement et de gagner du temps, tout en minimisant leurs coûts et en maximisant leurs profits. (Belleflamme et al., 2013).

Financement par la foule traditionnel, puis crowdsourcing et enfin crowdfunding, cette technique de financement alternatif ne cesse encore d'évoluer. Il existe cependant une grande différence entre le crowdfunding d'autrefois et celui d'aujourd'hui. A l'époque, l'information ne se propageait pas aussi rapidement qu'aujourd'hui et les entreprises disposaient de beaucoup moins d'outils de communication. Dans la majorité des cas, les entreprises devaient passer par la presse et les journaux afin d'attirer des investisseurs particuliers.

1.4 Le crowdfunding d'aujourd'hui

Depuis quelques années, avec le développement de l'Internet, l'information se propage beaucoup plus rapidement qu'avant et il est possible de toucher facilement un grand nombre d'investisseurs. C'est la raison pour laquelle le crowdfunding n'a fait que croître depuis 2006. Désormais, les entreprises qui cherchent à lever des fonds via un financement participatif utilisent non plus la presse mais bien des plateformes en ligne. (Germon, R., Maalaoui, A., 2015) Nous pouvons par exemple citer la plateforme américaine « Kickstarter¹ » ou la plateforme belge « MyMicroinvest² ». Le nombre de plateformes existantes est en réelle augmentation. Alors qu'elles n'étaient que de 1.700 en 2015, il en existe aujourd'hui plus de 2710 dans le monde. (Bolero Crowdfunding, 2017)

Cette évolution va de pair avec l'évolution du crowdfunding. A l'échelle mondiale, le crowdfunding a connu une croissance phénoménale de 2014 à 2015 et celle-ci s'est maintenue dans les années suivantes. Parmi les 134 milliards récoltés en 2015 par les plateformes de crowdfunding, la Chine comptabilisait à elle seule près de 95 milliards de dollars. Les Etats-Unis avaient quant à eux récolté 35 milliards de dollars et l'Europe un peu plus de 4 milliards de dollars. (Bolero Crowdfunding, 2017) En Europe, les pays les plus actifs en matière de crowdfunding sont le Royaume-Uni, la France, l'Espagne et l'Italie alors que le Royaume-Uni, en 2015, comptabilisait plus de 80% de l'activité du continent. (Baudino, H., 2016)

Pour citer quelques chiffres, depuis sa création en 2009, la plateforme Kickstrarter a contribué à l'engagement de près 15 millions de personnes à hauteur de 3,7 milliards de dollars et 144 943 projets ont été intégralement financés. (Kickstater, 2018) Ces données confirment donc que le crowdfunding est un mode de financement en croissance et qui est de plus en plus convoité. Le crowdfunding est d'ailleurs aujourd'hui à nouveau utilisé pour financer un projet qui concerne la Statue de la Liberté. En février 2017, l'Echo et De Tijd ont lancé la campagne « *Make America Shine Again* ». Cette campagne vise à lever des fonds afin de nettoyer et de restaurer « le plus grand symbole de liberté au monde ». (L'Echo, 2017)

¹ www.kickstarter.com

² www.mymicroinvest.com

2 LES DIFFERENTES CATEGORIES DE CROWDFUNDING

Les différentes catégories de crowdfunding ne cessent d'évoluer et certaines pratiques continuent à se développer. C'est le cas du « live crowdfunding » qui a récemment vu le jour. Ce type de crowdfunding s'opère à la fois dans un endroit public et sur une plateforme en ligne. Il permet de récolter des fonds sur la plateforme et directement lors de la présentation. A cette fin, des individus sont rassemblés dans une salle publique où le projet est présenté. L'orateur peut répondre à certaines questions et le public peut investir directement dans le projet sans devoir passer par la plateforme. Par ailleurs, le séminaire est aussi rediffusé en live sur la plateforme, ce qui permet aux investisseurs ne pouvant pas être présents à la présentation de pouvoir investir à distance. (Riga, M., 2014)

Il existe donc différents types de crowdfunding et ceux-ci varient généralement en fonction de ce que l'entreprise recherche et de ce qu'elle est prête à donner en contrepartie. Par exemple, un projet à but lucratif ne mènera naturellement pas au même type de crowdfunding qu'un projet à but non lucratif. Néanmoins, de manière générale, il existe trois catégories de crowdfunding : le financement participatif sous forme de don, de prêt ou d'investissement. Alors que la première catégorie de crowdfunding est considérée comme non financière, les deux autres sont considérées comme du crowdfunding financier.

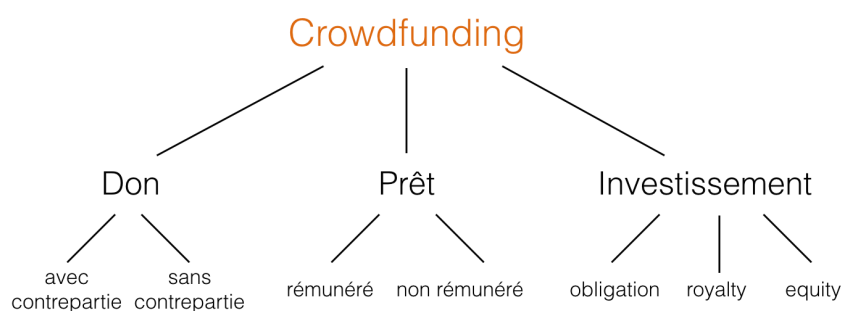


Figure 1: Les types de crowdfunding (Be-crowd, 2017)

Le financement participatif sous forme de don concerne principalement des projets de type artistique ou caritatif sans but lucratif. Il peut donner lieu à une contrepartie ou non, dans quels cas on le nommera respectivement *reward-based crowdfunding* ou *crowd-donating*.

Le financement participatif sous forme de prêt, appelé crowdlending, peut être rémunéré ou non et concerne principalement des projets économiques et financiers.

Finalement, le financement participatif sous forme d'investissement, appelé crowdequity, consiste en une prise de participation dans le capital de l'entreprise.

A l'échelle mondiale en 2015, c'est le crowdlending qui a collecté le plus de fonds. Bien que le *peer-to-peer lending* soit interdit en Belgique, c'est ce type de crowdlending qui a permis de récolter à lui seul pas moins de 61,7% des 134 milliards de dollars. (Bolero Crowdfunding, 2017)

	Etats Unis	Asie-Pacifique	Europe	Total	%
Actions	598.050.000	1.012.390.000	592.581.303	2.203.021.303	1,6 %
Prêts	33.720.000.000	92.751.730.000	3.957.486.745	130.429.216.745	96,8 %
- P2B	4.890.000.000	39.985.510.000	2.428.400.813	47.303.910.813	35,1 %
- P2P	28.830.000.000	52.766.220.000	1.529.085.932	83.125.305.932	61,7 %
Récompenses	658.370.000	910.740.000	165.872.516	1.734.982.516	1,3 %
Dons	215.560.000	166.310.000	33.310.413	415.180.413	0,3 %
Total	35.191.980.000	94.841.170.000	4.749.250.976	134.782.400.976	100,0 %
%	26,1 %	70,3 %	3,5 %	100,0 %	

Figure 2 : Répartition mondiale par type de crowdfunding (Bolero Crowdfunding, 2017)

2.1 Le don sans contrepartie (Donation-based crowdfunding)

Le crowdfunding sous forme de donation sans contrepartie consiste généralement en une donation financière d'un petit montant qui n'engendre aucune récompense. Ainsi, des donateurs transfèrent des fonds financiers vers une entreprise qui poursuit une campagne de crowdfunding pour un projet précis et celle-ci ne doit rien leur donner en retour. (Germon, R., Maalaoui, A., 2015)

Le profil des contributeurs du *donation-based crowdfunding* est celui de donateurs purs et simples. Ce sont généralement des personnes altruistes, généreuses et bienfaitantes qui s'investissent à long terme dans le développement du projet. (De Buysere et al., 2012).

Selon Paul Belleflamme, ce type de crowdfunding est le plus populaire car les contributeurs peuvent participer au bien commun en ne versant que des petits montants. Les campagnes de crowdfunding de ce genre atteignent souvent plus facilement leur objectif de financement que des projets purement financiers. (Belleflamme et al. 2013)

2.2 Le don avec contrepartie (Reward-based crowdfunding)

La donation avec contrepartie est un type de crowdfunding principalement utilisé pour le financement des bonnes causes, des projets artistiques, des inaugurations de produits, etc. C'est un principe simple par lequel les contributeurs reçoivent une récompense en échange de leur apport. Celle-ci est donnée par le collecteur de fonds et n'est pas d'ordre monétaire ; elle consiste le plus souvent en un service ou un bien lié au projet financé par la campagne de crowdfunding. (Germon, R., Maalaoui, A., 2015) Ces biens ou services ont souvent plus de valeur symbolique que de valeur économique et celle-ci augmente de façon proportionnelle en fonction des fonds qui ont été versés par les contributeurs. Une personne ayant versé 100€ recevra donc une récompense de valeur plus importante qu'une personne qui a versé 10€.

Les campagnes de crowdfunding sous forme de donation avec contrepartie peuvent aussi prendre la forme de campagne de crowdfunding sous forme de prévente. Selon la Commission européenne, ce principe de prévente s'applique lorsqu'un entrepreneur se tourne vers une plateforme de crowdfunding afin d'obtenir l'aide de la foule pour financer la production d'un produit. Sur cette plateforme, des contributeurs peuvent acheter virtuellement le produit en voie de production. Une fois réalisé, les contributeurs recevront automatiquement le produit en échange de leur participation. (Chauvaux, N., 2017)

Du côté des demandeurs de fonds, cette technique de prévente offre certains avantages. Premièrement, elle permet de diminuer les risques relatifs à la commercialisation future du produit. Si des individus contribuent à l'avance à la création d'un bien ou d'un service, cela signifie qu'ils manifestent un intérêt envers celui-ci. Ensuite, si le projet attire un nombre important de contributeurs, cela renforcera sa crédibilité auprès des sources de financement traditionnelles. Par la suite, l'entrepreneur pourra donc faire plus facilement appel à un crédit bancaire pour soutenir la croissance et la production du produit. (Cuignet, M., 2015)

Pour les investisseurs, le crowdfunding sous forme de prévente leur permet d'investir dans un produit qu'ils souhaitent obtenir dans l'avenir. Ils auront la possibilité de recevoir le produit en avant-première et surtout, ils auront généralement la possibilité de l'acquérir à un prix inférieur au prix du marché. (Belleflamme et al. 2013)

Si ces opérations permettent de trouver des liquidités supplémentaires pour l'entrepreneur, elles rognent néanmoins sa marge bénéficiaire et ne peuvent donc porter que sur une partie raisonnable du financement recherché.

2.3 Le prêt (Lending-based crowdfunding)

Le crowdfunding sous forme de prêt s'applique lorsque des investisseurs se rendent sur une plateforme de crowdfunding afin de prêter des fonds à des demandeurs de fonds qui souhaitent réaliser un projet. Ce type de crowdfunding peut prendre la forme d'un crowdfunding avec ou sans intérêts. Les prêts qui ne donnent lieu à aucun intérêt concernent principalement le financement de projets sociaux ; on les appelle alors des prêts sociaux. Inversement, les prêts qui entraînent des intérêts sont majoritairement utilisés pour financer des projets économiques. (Germon, R., Maalaoui, A., 2015) Ces intérêts peuvent être payés de façon annuelle si le prêt s'étale sur plusieurs années ou être versés au terme du prêt si le projet est de courte durée.

Bien que l'*equity crowdfunding* et le *reward-based crowdfunding* aient été les modes de financement participatif les plus utilisés, cette tendance change progressivement. Depuis quelques années, le crowdfunding sous forme de prêt attire de plus en plus les investisseurs. Cela s'explique par les rendements intéressants qu'offre ce mode de financement en échange de risques de défaut relativement faibles. Par exemple, en 2015 la plateforme Look&Fin offrait un taux de rendement de 8,13% contre un risque de défaut de 0,8%, ce qui est extrêmement attractif pour les investisseurs, surtout dans un contexte de taux d'intérêt extrêmement bas. (Cuignet, M., 2015)

C'est le crowdlending de manière générale qui sera d'ailleurs analysé plus en profondeur dans la deuxième partie de ce mémoire, étant donné qu'il s'agit de la forme la plus utilisée pour de la promotion immobilière. (Goy, D., Conus, D., 2016)

2.4 L'investissement ou la souscription au capital (Equity-based crowdfunding)

Le crowdfunding sous forme d'investissement prend la forme d'une souscription au capital et est principalement utilisé pour des projets entrepreneuriaux ou des projets sociaux. Dans la majeure partie des cas, l'investisseur reçoit des actions en échange des fonds en capital qu'il a investis auprès de la plateforme en ligne. C'est la raison pour laquelle le crowdfunding sous forme d'investissement s'appelle généralement du crowdequity. Cependant, comme illustré au schéma de la page 12, le crowdfunding sous forme d'investissement ne concerne pas uniquement les actions.

« Une entreprise peut lever des fonds en capital en échange d'actions, versement de royalties ou émissions d'obligations sur une plateforme d'investissement. » (Be Crowd, 2017)) Il existe dès lors trois types de crowdfunding sous forme d'investissement :

- L'equity crowdfunding : « L'equity crowdfunding permet aux particuliers d'investir dans le capital de start-ups ou d'un projet immobilier qu'ils choisissent eux-mêmes, devenant ainsi actionnaires de ces sociétés. En conséquence, les investisseurs sont à la fois acteurs et copropriétaires du projet, et perçoivent ainsi une partie des bénéfices et plus-values réalisés par l'entreprise. »
- Le royalty crowdfunding : « Le financement en royalties permet aux porteurs de projet de lever des fonds en échange de royalties : un pourcentage fixe du chiffre d'affaires versé trimestriellement, plafonné, et pendant une durée limitée. »
- Le crowdfunding obligataire : le crowdfunding obligataire est une activité spécifique qui donne droit à des revenus fixes ou variables selon les cas. (Be Crowd, 2017))

Qu'il s'agisse de l'equity crowdfunding, du royalty crowdfunding ou du crowdfunding obligataire, la première difficulté rencontrée lors du crowdfunding sous forme d'investissement est qu'il faut valoriser l'entreprise (« *pre-money* »). Etant donné que l'entreprise va céder une partie de son capital en échange des investissements, il faut en déterminer la valeur financière. Naturellement, les entrepreneurs feront en sorte de surévaluer l'entreprise afin d'obtenir des montants importants en échange de la proportion de capital cédée. La valorisation est donc une première démarche importante lors de laquelle les demandeurs de fonds et les investisseurs doivent se mettre d'accord sur un même chiffre de valorisation de l'entreprise.

Finalement, le crowdfunding sous forme d'investissement est un financement participatif qui est fortement réglementé en Belgique. Lorsque des projets atteignent un certain montant de financement, la FSMA (Financial services and Market Authority) doit approuver le projet de l'entreprise afin d'assurer l'intégrité des marchés financés et le respect des investisseurs. (De Buysere, 2012). La législation relative au crowdfunding sera expliquée plus précisément au point 8 de cette première partie du mémoire.

Du côté des investisseurs, ce type de financement participatif entraîne des avantages mais aussi des inconvénients. En termes d'avantage, il est possible pour les investisseurs de trouver des projets qui offrent une valorisation d'entreprise encore faible. Cela leur permettra d'acquérir des parts de l'entreprise à un prix inférieur à ce que l'entreprise vaudra dans le futur.

Quant aux inconvénients, les investisseurs font face à plusieurs risques. Premièrement, il peut être difficile d'appliquer son droit de vote, étant donné que les parts de l'entreprise sont achetées en ligne sur la plateforme par des investisseurs pouvant venir du monde entier. De plus, dans la majorité des cas, l'investisseur n'a pas de lien direct avec la société. Ses parts sont souvent consolidées dans un compartiment avec les autres parts levées par d'autres investisseurs auprès de la plateforme. Ce compartiment est généralement géré de façon collective par un responsable de la plateforme qui aura un droit de vote à l'AG, voire également un mandat d'administrateur. Deuxièmement, l'investissement effectué sur une plateforme de crowdfunding est très peu liquide, ce qui rend les conditions de sortie moins faciles que sur un marché traditionnel. (Chauvaux, N., 2017)

3 LES PARTIES PRENANTES DU CROWDFUNDING

Le financement participatif consiste en une rencontre entre plusieurs parties qui suivent des objectifs différents. D'un côté, les demandeurs de fonds cherchent de l'argent pour financer leurs projets. De l'autre côté, les investisseurs vont participer au financement de ces projets en apportant leurs contributions. Entre ces deux parties, les plateformes en ligne vont servir d'intermédiaires afin d'assurer le bon déroulement des transactions. Dans ce chapitre, nous allons examiner ces trois acteurs un à un ainsi que leur rôle. Nous évoquerons également la position adoptée par les banques vis-à-vis du crowdfunding ainsi que le rôle essentiel joué par l'autorité des marchés.

3.1 Les demandeurs de fonds

Comme nous l'avons relevé précédemment, les demandeurs de fonds ont de plus en plus de difficultés à trouver des fonds auprès des sources de financement traditionnelles. Ils doivent donc se tourner vers des sources de financement alternatives ou complémentaires, telles que le crowdfunding. Dans la majorité des cas, ce sont principalement des PME ou des start-ups qui font face à ce genre de problème car les banques sont réticentes à leur accorder des crédits bancaires. Cependant, il est aussi possible que des entrepreneurs ont simplement décidé de se tourner vers le financement par la foule car ce moyen était celui qui correspondait le mieux aux besoins et à la structure financière de leurs entreprises. Comme nous le verrons par la suite, le crowdfunding constitue non seulement une alternative au crédit bancaire mais peut également contribuer à renforcer la structure financière de l'entreprise, que ce soit sous la forme d'equity pour renforcer ses fonds propres, ou encore sous forme de prêt mezzanine (« *quasi-equity* ») subordonné au crédit bancaire afin de maximiser leur *return on equity*.

Au-delà des objectifs d'ordre financier, le crowdfunding permet de rencontrer une multitude de motivations différentes. Ces motivations peuvent être d'ordres financier, social, stratégique, etc. Le crowdfunding est en effet un moyen de collecter des fonds rapidement, un outil publicitaire incontestable, un instrument pour tester la commercialisation future d'un produit et fédérer des ambassadeurs au travers des investisseurs, etc. L'ensemble des motivations des entrepreneurs seront décrites de façon plus détaillée pas la suite.

3.2 Les investisseurs

Il existe une multitude d'investisseurs et ceux-ci peuvent avoir des motivations très différentes. Il en existe généralement trois : les motivations sociale, matérielle et financière.

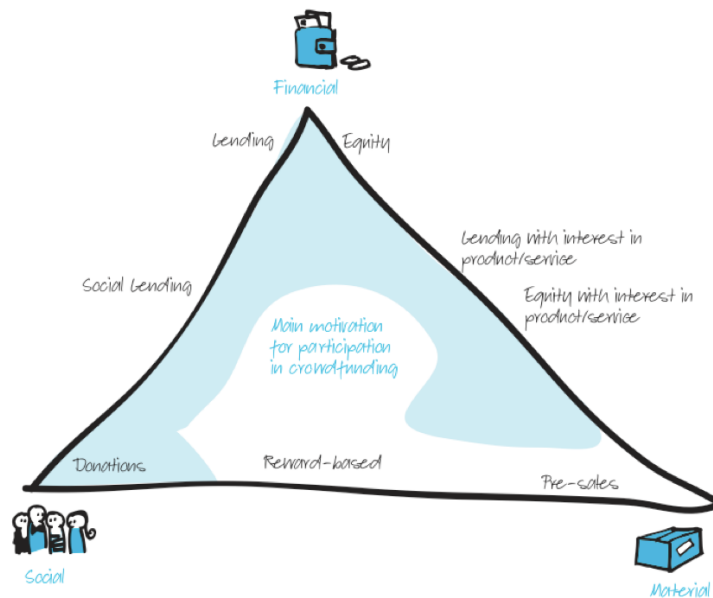


Figure 3: Typologie des motivations des investisseurs en fonction des types de crowdfunding
(De Buysere et al., 2012)

Cette figure met en évidence le lien qui existe entre les motivations des investisseurs et les types de crowdfunding.

Les investisseurs motivés par des raisons sociales vont souvent investir dans du crowdfunding sous forme de donation sans contrepartie. Il s'agit généralement d'investisseurs motivés par le sentiment émotionnel que leurs apportera leur investissement. Par ailleurs, le crowdfunding sous forme de donation offre la possibilité aux investisseurs d'être en lien direct avec la cause du projet. Les donateurs préfèrent souvent sélectionner eux-mêmes leurs projets plutôt que de faire un don à une ONG sans connaître les causes qui seront soutenues. De plus, les investisseurs poussés par une motivation sociale apprécient généralement le fait de partager des valeurs communes avec un groupe et développent un sentiment d'appartenance vis-à-vis de ce groupe. (Onnée, S., Renault, S., 2014) Parfois, des individus participent même à des projets de crowdfunding afin d'être mieux intégrés dans la communauté car ils estiment qu'il est socialement désirable de faire partie d'un groupe qui partage les mêmes idées et les mêmes valeurs. (Danmayr, F., 2013)

La motivation des investisseurs de crowdfunding sous forme de prévente est différente de celle des purs donateurs altruistes. Ils sont motivés par la récompense matérielle qui sera reçue en échange de leur apport. Dans le cas du crowdfunding sous forme de prévente, cela leur permet de recevoir le produit dont ils ont soutenu la production. (Chauvaux, N., 2017)

Il existe des investissements en crowdfunding qui combinent plusieurs motivations. Par exemple, le crowdfunding sous forme de donation avec récompense combine les deux motivations citées ci-dessus, à savoir la motivation sociale et la motivation matérielle. Outre le sentiment émotionnel, les investisseurs recevront une contrepartie en échange de leur participation. Cette contrepartie est symbolique et sa valeur économique est généralement inférieure au montant de la transaction effectuée par les donateurs. (Gerber, E., Hui, J., 2013)

Les personnes qui investissent dans du crowdlending ou dans du crowdequity sont souvent guidées par une motivation financière et par un souhait de rentabilité future. Elles sont intéressées par les retours économiques et par les taux d'intérêt que ces projets peuvent leur offrir. Ainsi, selon la plateforme Look&Fin, en 2016 le crowdlending offrait un rendement de près de 8% par an. (Galloy, P., 2017)

Concernant la rémunération, celle des investisseurs dépend du type de crowdfunding dans lequel ils investissent. Dans le cas du crowdfunding sous forme de donation, ils n'obtiennent rien hormis une certaine satisfaction personnelle. Dans le cas du crowdfunding sous forme de donation avec récompense, les investisseurs obtiennent le produit dont ils ont financé la production ou une récompense matérielle de valeur peu élevée. Ce n'est que dans le cas du crowdlending et le crowdequity que les investisseurs reçoivent réellement une rémunération monétaire.

3.3 Les plateformes

Le nombre de plateformes est en forte croissance et il en existe de toutes sortes. Elles varient en fonction de leur domaine d'application et du type de crowdfunding qui s'y opère. En effet, une plateforme dédiée à la collecte de fonds pour des activités sportives ne sera pas identique à une plateforme qui collecte des fonds pour des projets artistiques. De même, une plateforme qui favorise les dons sans contrepartie ne sera pas la même qu'une plateforme qui offre une

souscription au capital de l'entreprise en échange des fonds investis. En Belgique, il existe deux plateformes qui sortent du lot : Look&Fin et MyMicroinvest. Sur le montant total des fonds levés par des plateformes de crowdfunding en 2016, 43% furent récoltés par la plateforme Look&Fin et 19% par MyMicroinvest. (Bolero Crowdfunding, 2017)

Les plateformes de crowdfunding jouent un rôle d'intermédiaire entre les demandeurs de fonds et les investisseurs. De manière générale, elles sont chargées de récolter les fonds, de les faire remonter jusqu'aux porteurs de projet et ensuite de renvoyer les contreparties éventuelles vers les contributeurs. Cependant, leur rôle varie en fonction des différents types de crowdfunding. Par exemple, les plateformes de crowdfunding sous forme de donation sans contrepartie ne servent que de simples lieux de rencontre entre les demandeurs de fonds et les donateurs. Leur rôle se limite à transférer les fonds des donateurs vers les porteurs de projets. Etant donné qu'il n'y a pas de contrepartie, elles ne doivent plus rien transférer vers les prêteurs. A l'inverse, le crowdequity est une catégorie de crowdfunding qui demande beaucoup plus d'implication et de suivi des plateformes.

De manière générale, les plateformes se rémunèrent via un principe de commission prélevée sur le montant total des fonds récoltés. Le taux de commission varie généralement entre 5% et 10% (HelloCrowdfunding, 2017) mais dans les cas extrêmes, il peut aller de 2% à 25%. (Massolution, 2013) Cependant, bien que cette commission prélevée sur les fonds récoltés soit appliquée dans la majorité des cas, les sources de revenus dépendent d'une plateforme à l'autre.

A titre d'exemple, la plateforme de crowdfunding immobilier Beebonds se rémunère uniquement auprès des promoteurs, selon l'échelle de tarification ci-dessous (Duysan, J. (cfr. annexe B.3)) :

- De 1.000.000 à 2.499.999, la commission est de 6% ;
- De 2.500.000 à 3.999.999, la commission est de 5% ;
- De 4.000.000 à 5.999.999, la commission est de 4% ;
- Plus de 6.000.000, la commission est de 3%.

A l'inverse, la plateforme MyMicroinvest bénéficie de sources de revenus beaucoup plus complexes. Les différentes sources de revenus dépendent des activités de la plateforme. (Spreds, 2018)

- Les activités de crowdfunding offrent :
 - Des *frais de lancement de campagne* (en ce compris « due diligence ») à charge des entrepreneurs qui varient entre 1.495€ et 9.995€
 - Des *frais de crowdfunding* prélevés lorsque l'objectif de financement est atteint. Ces frais peuvent prendre deux formes différentes :
 - Pour du crowdequity, 12 % du montant souscrit par un investisseur
 - Pour du crowdlending, l'entrepreneur doit payer 4 % du montant levé au titre *placement fee* et puis 1 % par an au titre de *paying agent fee* sur toute la durée du prêt.

- Les activités d'administrateur délégué d'Inventures : Inventures SA a confié sa gestion des fonds à MyMicroinvest. Le montant total de ces fonds est de 14.647.792€ et un quart de celui-ci a été investi dans neuf sociétés différentes. Cette activité offre :
 - Des *frais de gestion de fonds* à hauteur de 2 % par an pendant 6 ans à chaque date d'anniversaire de la levée de fonds à laquelle la société a participé.
 - Une rémunération liée à la performance des investissements, pour autant que la performance soit supérieure à un niveau prédéfini (concept de *Carried Interest*).

- Les activités de speedfunding : MyMicroinvest organise des événements de speedfunding dans chaque pays où la plateforme est active. Le but de ces événements est de présenter certaines entreprises demandeuses de fonds. Cette activité génère des *frais de speedfunding* levés à hauteur de 6% des montants récoltés et ce à charge de l'entreprise présentée.

Finalement, MyMicroinvest perçoit aussi des sources de revenus additionnelles telles que des subsides des entités fédérées.

L'ensemble des revenus de la plateforme MyMicroinvest peut être représenté par le tableau suivant :

REVENUS	2015	2016	2017
Crowdfunding	343.000	1.910.000	4.189.000
Inventures	312.000	312.000	312.000
Speedfunding	87.000	45.000	99.000
Autres sources de revenus	132.000	320.000	60.000
Total	874.000	2.587.000	4.660.000

Figure 4 : Source de revenus de la plateforme MyMicroinvest (Spreds, 2018)

La rémunération des plateformes peut donc être simple ou complexe selon les cas. Par ailleurs, les niveaux de commission varient en fonction du type de projet et des zones géographiques. Les commissions prélevées par les plateformes en Amérique sont plus faibles que celles prélevées par les plateformes en Europe. Ce constat s'explique par la plus grande concurrence en Amérique qu'en Europe. (Massolution, 2013).

3.4 La position des banques vis-à-vis du crowdfunding

Depuis la crise financière de 2008, les banques se sont vues imposer de nombreuses contraintes par les autorités monétaires et ont sensiblement augmenté leurs restrictions et leurs conditions d'accès aux crédits bancaires. En parallèle, nous traversons une époque où l'esprit d'entreprendre est prédominant et où de plus en plus de personnes souhaitent lancer leur propre start-up, avec des besoins croissants de capital à risque et de financement.

Selon la plateforme Bolero crowdfunding, les banques en Belgique adoptent trois positions différentes face au crowdfunding.

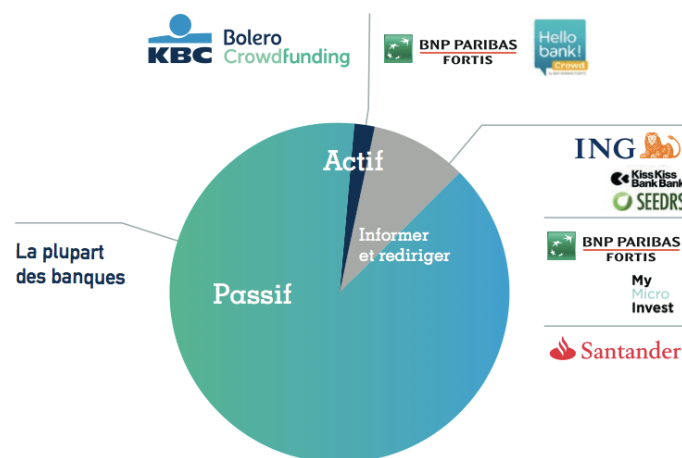


Figure 5 : 3 attitudes possibles des banques (Bolero Crowdfunding, 2017)

Premièrement, la grande majorité des banques optent pour un comportement passif vis-à-vis du crowdfunding. Elles sont conscientes que le crowdfunding constitue une source de financement alternatif pouvant permettre à leurs clients de diversifier leur portefeuille, mais n'estiment pas nécessaire pour autant de les en informer. Dans ce premier cas, ces banques considèrent le crowdfunding comme un concurrent direct (Bolero Crowdfunding, 2017). Les banques qui optent pour ce comportement passif redoutent généralement deux choses : le manque d'implication des entrepreneurs et la perte des clients. Les banques craignent en effet que le crowdfunding soit un moyen pour les demandeurs de fonds de limiter leurs apports personnels de fonds propres. (Dejemeppe, S. (cfr. annexe B.1)) Par ailleurs, elles estiment aussi qu'un partenariat avec des plateformes de crowdfunding pourrait représenter un risque dans le cas où les clients les tiendraient responsables de l'échec d'un projet et décideraient par conséquence de changer de banque. (Bolero Crowdfunding, 2017)

Deuxièmement, certaines banques optent pour un comportement d'information et de redirection. Elles vont informer leurs clients et vont les laisser libres d'investir en connaissance de cause, tout en insistant sur les risques et les opportunités que représente le crowdfunding. Ces banques entretiennent généralement un partenariat qui est mis en place avec une plateforme en ligne, comme c'est le cas pour la banque BNB Paribas Fortis en partenariat avec la plateforme MyMicroinvest. Cette approche proactive permet aux banques de trouver une nouvelle source de revenus tout en fidélisant ses clients.

Finalement, certaines banques choisissent d'opter pour un comportement actif au sein du marché du crowdfunding et décident de lancer leur propre plateforme de crowdfunding. Ce fut par exemple le cas de la banque KBC qui a lancé en 2014 la plateforme Bolero Crowdfunding. Les banques qui décident de s'occuper elles-mêmes du crowdfunding redirigent d'abord leurs clients vers leurs propres plateformes afin d'y récolter les premiers fonds et complètent ensuite le financement du projet en apportant un crédit bancaire. (D.Bens, S. (cfr. annexe B.2)) C'est un moyen pour la banque de s'assurer de disposer d'un niveau de garantie suffisant pour pouvoir accorder un crédit bancaire. Cette troisième position éventuelle des banques reste tout de même la moins développée à l'heure actuelle. (Bolero Crowdfunding, 2017)

A titre d'illustration de la relation entre les plateformes et les banques, la plateforme Beebonds applique une sorte de double partenariat.

Premièrement, Beebonds a besoin des banques pour que les investisseurs puissent rapatrier les produits financiers dans lesquels ils ont investi sur leurs comptes titres auprès de leur banque.

Deuxièmement, le financement d'un projet est conditionnel au crédit bancaire, c'est-à-dire qu'un projet ne sera financé par la plateforme que si la banque a préalablement accordé un crédit bancaire. La plateforme a décidé de procéder de cette façon car les banques possèdent des informations que nous n'avons pas spécialement. Si la banque n'accorde pas de crédit bancaire, c'est que sa décision est justifiée par des raisons précises. Les banques sont donc des partenaires à part entière qui permettent de renseigner de bons projets et de stocker les titres des investisseurs.

En résumé, le crowdfunding constitue clairement un risque pour les banques car il permet la désintermédiation, en offrant des alternatives au crédit bancaire, au placement de dette mezzanine et également au placement d'equity. Le crowdfunding est toutefois appelé à offrir de nouvelles sources de revenus pour les banques qui pourront innover en la matière.

3.5 Le rôle de la FSMA, l'Autorité des Services et Marchés Financiers

La FSMA est l'autorité qui est chargée de la protection des consommateurs des services financiers et de l'intégrité du marché financier en Belgique. Ce rôle se divise en six sous-catégories. La FSMA contrôle :

- les produits financiers et la publicité liée à ces produits financiers,
- les prestataires de services financiers et les intermédiaires financiers en banque et en assurance,
- les règles de conduite que les entreprises financières et les banques doivent respecter lorsqu'elles sont en relation avec des consommateurs,
- l'information financière diffusée par les sociétés, telle que le prospectus à émettre lors d'un appel public à l'épargne,
- la pension supplémentaire des travailleurs salariés ou indépendants dans le cadre de leurs activités professionnelles. La FSMA contrôle le respect de la législation et la santé financière des institutions de retraite professionnelle,
- l'éducation financière des épargnants et des investisseurs.

Depuis la loi entrée en vigueur le 1^{er} février 2017, le rôle de la FSMA a été légèrement modifié et accorde désormais le statut spécifique de « plateformes de financement alternatif » aux plateformes de crowdfunding de type financier qui ont comme objectif de commercialiser des instruments financiers ou des instruments de placement auprès du public. Le rôle de la FSMA est de vérifier que ces entreprises répondent aux critères établis par la loi pour obtenir cet agrément et ce statut spécifique. La FSMA opère ensuite les différents contrôles cités ci-dessous et s'assure que les plateformes respectent l'ensemble des règles de conduite qui leur sont imposées. Par ailleurs, au sein de la FSMA, un département est entièrement alloué au contrôle des plateformes afin de vérifier qu'une plateforme n'effectue pas d'appel à l'épargne publique sans en avoir eu l'autorisation. Le cas échéant, elle serait alors soumise à des sanctions administratives. (De Roock, M. (cfr. annexe B.7))

4 LE FONCTIONNEMENT DU CROWDFUNDING

Lorsqu'une entreprise souhaite lever des fonds auprès d'une plateforme de crowdfunding, sa démarche va s'articuler autour de plusieurs étapes. Il nous est paru plus intéressant d'analyser le fonctionnement du crowdfunding à travers l'œil des demandeurs de fonds.

4.1 La structure d'une campagne de crowdfunding

4.1.1 L'identification de la plateforme

Il existe une multitude de plateformes ; le choix de celle-ci est donc primordial et dépendra du domaine d'activité de l'entreprise et du type de crowdfunding qu'elle souhaite utiliser.

Concernant le domaine d'activité, certaines plateformes sont spécialisées dans l'immobilier, comme c'est le cas pour la plateforme Beebonds.³ D'autres sont spécialisées dans le monde de l'art, telles que la plateforme Mecen'Art.⁴ Une plateforme a même été créée qui soutient les activités sportives de haut niveau ; il s'agit de la plateforme Rising Track.⁵ Il existe donc un nombre important de domaines couverts par le crowdfunding.

L'entreprise devra également définir le *type de crowdfunding* et donc le type de *plateforme de crowdfunding* qu'elle souhaite utiliser. Cela dépendra de ce qu'elle est prête à donner en échange des fonds récoltés. Par exemple, dans le cas où l'entreprise n'est pas disposée à donner une contrepartie, elle sollicitera des donations simples. Inversement, si l'entreprise est prête à donner des obligations ou actions en contrepartie, elle se dirigera vers des plateformes de prêts ou de souscriptions au capital.

Le choix de la plateforme est donc une étape cruciale qui dépend du domaine d'activité de l'entreprise et du type de crowdfunding qu'elle souhaite opérer.

³ <https://www.beebonds.com/>

⁴ <http://www.mecenart.art/fr>

⁵ <https://www.risingtrack.com/fr>

4.1.2 La mise en place du projet

Selon la plateforme KissKissBankBank, leader européen du crowdfunding, une fois que l'entreprise a identifié sa plateforme, l'entrepreneur va devoir rédiger, promouvoir et alimenter son projet afin de mener à bien sa collecte de fonds.

L'entrepreneur va commencer par rédiger une *description du projet* afin de le proposer à la plateforme choisie. Il y mettra en évidence une présentation du projet, les opportunités et les risques du projet et le but de la collecte de fonds. Ensuite, l'entreprise devra déterminer son objectif de financement, c'est-à-dire le montant total des fonds qu'elle souhaite lever via sa campagne de crowdfunding. Elle déterminera aussi un délai endéans duquel les fonds devront être récoltés. Finalement, l'entreprise devra se positionner sur les contreparties qu'elle proposera aux contributeurs. (KissKissBankBank, 2017)

Une fois tout cela terminé, la plateforme doit encore faire son *due diligence* et approuver le projet. Tous les projets ne sont pas automatiquement publiés ; ceux-ci sont d'abord étudiés en profondeur (De Buysere et al. 2013). La majorité des plateformes travaillent selon un processus de sélection des projets. Les critères qui seront analysés sont par exemple l'historique commercial de l'entreprise, la solvabilité, la compétence de l'équipe dirigeante, la transparence, la capacité de remboursement, etc.

Naturellement, les critères de sélection varient selon le type de crowdfunding qui est exercé. Etant donné qu'un donateur n'attend rien en retour et qu'il rencontre alors peu de risques, un projet souhaitant lever des fonds sous forme de donation fera face à moins de contraintes de sélection qu'un projet qui souhaite faire appel à du crowdfunding sous forme de prêt ou de prise de participations.

Si le projet est accepté par la plateforme, une concertation aura lieu entre cette dernière et l'entrepreneur du projet afin de se mettre d'accord sur l'objectif de financement, le délai et les conditions de remboursement effectif du projet. Une étude a démontré que les projets qui ont connu le plus de succès sont ceux qui avaient un objectif de financement pas trop élevé et une durée de financement relativement courte.

4.1.3 La collecte de fonds

Une fois le projet accepté, l'entrepreneur va *promouvoir son projet*. Pour ce faire, celui-ci devra créer une communauté autour de son projet afin de sensibiliser le plus de monde possible et d'obtenir un grand nombre de contributions.



Figure 6 : Les cercles d'influence (KissKissBankBank, 2017)

D'après la figure ci-dessus, la première étape consiste à mobiliser l'entourage direct, c'est-à-dire la famille et les amis (« *friends and family money* »). Par la suite, ce premier cercle d'influence mobilisera le second cercle, qui est celui du relais d'influence, soit les amis de ses amis. Ces individus ne font pas directement partie de l'entourage de l'entrepreneur mais représentent un grand nombre de contributeurs potentiels. Finalement, le troisième cercle d'influence est celui du grand public. Ce sont principalement des inconnus auxquels les entreprises ne feront appel qu'en dernier recours. Ce dernier cercle d'influence est atteint par les entreprises à l'aide des réseaux de communications, des journalistes, des blogueurs, etc. Les réseaux sociaux tels que Facebook et Twitter ont en effet un rôle majeur dans la promotion des projets. (KissKissBankBank, 2017)

4.1.4 Le transfert des fonds

Il existe deux méthodes pour faire remonter les fonds jusqu'à l'entreprise créatrice d'une campagne de crowdfunding, la méthode « *All or nothing* » et la méthode « *Keep it all* ».

Dans le premier cas, les entrepreneurs doivent définir l'objectif de financement et le délai du projet, c'est-à-dire le montant total qu'ils souhaitent lever et le temps qui sera nécessaire pour

ce faire. Ils ne recevront rien jusqu'à ce que cette date ne soit atteinte. (Becquet, P., 2015) Une fois cette échéance arrivée, la plateforme analysera si le montant total des fonds que l'entreprise souhaitait récolter a été atteint ou non. Dans le cas positif, les fonds seront transférés à l'entreprise. Inversement, si l'objectif de financement n'a pas été atteint, l'entreprise ne recevra rien et les fonds seront reversés aux investisseurs. (Cumming et al. 2015)

La deuxième méthode est celle du « *Keep it all* ». Dans ce cas-là, les fonds seront transférés à l'entreprise peu importe si l'objectif de financement est atteint ou non. Les contributions sont traitées instantanément au moment de la transaction et sont directement transférées au compte de l'entreprise à l'origine de la campagne de crowdfunding. (Cumming et al. 2015)

D'après une étude de l'Université York de Toronto et de l'Université Lille Nord de France, la méthode « *All or nothing* » serait préférable à la méthode « *Keep it all* », bien que cette deuxième méthode soit majoritairement répandue. Les entrepreneurs qui optent pour une méthode « *All or nothing* » doivent absolument atteindre leur objectif de financement ; dans le cas contraire, ils seraient forcés de tout recommencer. Ceux-ci seront donc plus motivés et plus impliqués dans leurs campagnes.

4.1.5 Les contreparties des investisseurs

Une fois le projet terminé, les investisseurs obtiendront le plus souvent une contrepartie. Celle-ci dépend naturellement du type de crowdfunding auquel ils ont participé. Dans un crowdfunding sous forme de donation sans contrepartie, les investisseurs ne percevront rien en retour. A l'inverse, si ils ont participé à un *reward-based crowdfunding*, ils recevront une contrepartie matérielle telle que le DVD du film financé à travers la levée de fonds.

Ce n'est que dans le cas du crowdequity et du crowdlending que les investisseurs obtiendront une contrepartie financière. Celle-ci dépendra à nouveau du type de crowdfunding financé. Selon les cas, cette contrepartie financière peut prendre la forme d'un dividende, d'un coupon, d'un remboursement de mise de départ ou d'une plus-value.

4.2 Les critères retenus par les plateformes dans la sélection des promoteurs

Les plateformes de crowdfunding ont généralement un processus de sélection des porteurs de projets qui souhaitent lever des fonds. Elles analysent certains facteurs tels que le niveau de fonds propres, l'endettement, le chiffre d'affaires, le cash-flow etc. (Bessière V., Stephany E., 2014) Par exemple, la plateforme Look&Fin procède à une analyse de critères d'éligibilité avant d'entamer l'analyse d'un dossier avec une série de critères qui doivent être rencontrés. Un porteur de projet doit avoir un chiffre d'affaires supérieur à un million d'euros, un historique commercial de minimum 3 ans et un EBIDTA de plus de 50.000€ sur son dernier exercice. Ce n'est qu'une fois ces critères validés que le dossier sera analysé de façon plus approfondie avant d'être présenté au comité de crédit. (Levy-Morelle, F. (cfr. annexe B.4))

Les projets de crowdfunding immobilier ont des critères d'éligibilité différents d'une plateforme à l'autre. A titre d'exemple, la plateforme de crowdfunding immobilier Beebonds choisit ses projets de façon très minutieuse. Cette plateforme procède par une analyse détaillée des projets, faite par Philippe Opsomer, ancien CFO d'Immobel, qui agit en qualité d'expert indépendant. Il a pour mission d'analyser une série de critères de sélection pour chaque projet proposé à la plateforme : l'existence d'un financement bancaire en place, la publication de rapports d'activité trimestriels, un permis purgé de tout recours, etc. Si tous ces critères ont été respectés, une convention de collaboration est signée et un montant de 6.000€ est facturé au promoteur pour le « *due diligence* ». Une fois tout ce processus terminé, la plateforme peut commencer à structurer les produits financés qui seront proposés aux investisseurs futurs. (Duisan, J. (cfr. annexe B.3))

4.3 L'analyse et la gestion du risque des projets par les plateformes de crowdfunding

Le crowdfunding est confronté à certains risques tels que le risque de fraude, le risque de défaut, le risque opérationnel, etc. Ceux-ci seront d'ailleurs expliqués de façon plus détaillée par la suite. Dans ce chapitre, nous allons d'abord analyser la manière dont les plateformes analysent et gèrent les différents risques qui peuvent être rencontrés par les investisseurs lors de la campagne en ligne d'un projet.

Une fois qu'un promoteur a rempli tous les critères de sélection pour lever des fonds sur une plateforme, celle-ci va procéder à un *due diligence* plus approfondi avant de négocier les termes et conditions de la levée de fonds avec les demandeurs de fonds.

Par exemple, la plateforme Look&Fin fonctionne via un algorithme d'une trentaine de critères pour évaluer les projets de prêt. Chaque projet accepté sur la plateforme va passer à travers cet algorithme afin d'obtenir un rating. Ce rating varie de A à E en fonction du risque du projet et va déterminer un taux d'intérêt dépendant du risque du projet. Ensuite, en fonction de la structure du prêt, ce taux d'intérêt va être bonifié ou, au contraire, se voir appliquer un malus. Au plus un projet est risqué, au plus les plateformes vont devoir offrir un taux d'intérêt élevé aux investisseurs. Par exemple, au plus le terme est long, au plus le taux d'intérêt va être pénalisé car cela représente un risque plus élevé. Le rating dépend aussi du type de prêt ; par exemple, un prêt *bullet* est plus risqué qu'un prêt amortissable et son taux d'intérêt sera donc davantage pénalisé. A l'inverse, si un promoteur a un historique de plusieurs décennies, il est considéré comme moins risqué, son taux d'intérêt va être bonifié et sera moins élevé. (Levy-Morelle, F. (cfr. annexe B.4))

Une fois le risque analysé, les plateformes vont tenter de gérer celui-ci de la meilleure façon afin. (Vintray, A., 2016) Par exemple, afin de protéger les investisseurs contre le risque de défaut des demandeurs de fonds, les plateformes exigent souvent des entreprises de créer des SPV spécifiques à chaque projet. Cette structure, qui permet de protéger les investisseurs dans le cas où la société du promoteur tomberait en faillite, sera expliquée de façon plus détaillée par la suite.

Afin de renforcer un peu plus la gestion du risque des investisseurs, certaines plateformes effectuent même des tests auprès des investisseurs afin de s'assurer que ceux-ci disposent des connaissances et de l'expérience nécessaire pour investir sur une plateforme de crowdfunding. Depuis le 1^{er} février 2017, c'est d'ailleurs la FSMA qui est en charge de s'assurer que les investisseurs soient effectivement soumis à ces tests de connaissance.

Il est important de mentionner que même si les cas de fraude sont rares, cela reste toujours un risque éventuel pour les investisseurs. Il est en effet possible que certains projets soient des arnaques, que les escrocs disparaissent sans jamais donner de nouvelles ou qu'ils annoncent

ne plus avoir l'argent nécessaire pour rembourser les investisseurs. Selon le rapport effectué par la plateforme Bolero Crowdfunding en 2017, les plateformes ne sont pas responsables dans ce cas de fraude. Le rôle des plateformes est de jouer l'intermédiaire entre les entrepreneurs et les investisseurs afin de collecter les fonds nécessaires au financement d'un projet. Leur rôle s'arrête donc une fois que le projet a été complètement financé et que les modalités juridiques ont été accomplies. Dès lors, la plateforme n'est nullement responsable de la tournure que prend l'utilisation des fonds par la suite puisque sa mission s'achève une fois la campagne de crowdfunding terminée. Demandeurs et apporteurs de fonds ont donc tout intérêt à se tourner vers des plateformes réputées qui seront davantage sélectives dans le choix des projets proposés. (Vintray, A., 2016)

5 LA LEGISLATION CONCERNANT LE CROWDFUNDING

A l'heure actuelle, il n'existe pas de réglementation qui vise spécifiquement le crowdfunding en Belgique. Une série de lois s'appliquent au crowdfunding mais celles-ci n'ont pas été créées initialement dans ce but ; elles ont été pensées pour organiser certains aspects économiques relatifs au financement participatif ou aux offres publiques et se sont par la suite étendues au crowdfunding.

En Belgique, les entreprises qui pratiquent le crowdfunding tombent sous la tutelle de la FSMA, the *Financial Services and Markets Authority*, et doivent respecter ses directives en matière de législation financière. Si ces entreprises ne respectent pas les réglementations imposées par la FSMA et agissent en dehors de ce qui est prévu par la loi, elles sont soumises à des sanctions pénales et administratives. (De Roock, M. (cfr. annexe B.7))

Il existe plusieurs lois auxquelles les entreprises actives dans le crowdfunding doivent se soumettre. Etant donné que ce mémoire n'a pas pour but d'analyser l'aspect légal du crowdfunding, nous allons les parcourir de façon rapide.

5.1 Les lois applicables aux activités de crowdfunding

5.1.1 La loi du 6 avril 1995

« *Loi du 6 avril 1995 relative au statut et au contrôle des entreprises d'investissement.* »

Cette première loi vise à accorder le statut d'institution de crédit ou d'entreprise d'investissement aux entreprises qui pratiquent plusieurs activités d'investissement ou qui fournissent des services d'investissement à titre professionnel. (De Prez et al, 2014)

Les plateformes de crowdfunding doivent donc être soumises à cette loi étant donné qu'elles offrent au public la possibilité d'acquérir des parts dans un projet en échange d'une commission. (De Prez et al, 2014)

5.1.2 La loi du 16 juin 2006 (Loi Prospectus)

« 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. »

La loi du 16 juin 2006, communément appelée « La Loi Prospectus », est entrée en vigueur en mai 2014 et concerne les offres publiques de valeurs mobilières et les offres publiques d'instruments de placement en Belgique. (De Prez et al., 2014)

Une offre est publique lorsqu'elle prend la forme d'« *une communication adressée, sous quelque forme et par quelques moyens 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, cela 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.* » (De Prez et al., 2014).

Si les porteurs de projets se trouvent dans le cas d'une offre publique telle que décrite ci-dessus, la loi impose la rédaction et la publication d'un prospectus. Celui-ci doit être approuvé par la FSMA et a pour but d'informer les investisseurs sur l'état de la société et du projet en question. Ils doivent pouvoir y trouver des informations quant à la situation financière de l'entreprise, son patrimoine, ses perspectives, etc. (Culot, H., 2016)

A l'origine, la législation considérait qu'une offre qui remplissait les conditions citées ci-dessus devait faire l'objet d'un prospectus lorsqu'elle concernait plus de 150 personnes et qu'elle avait pour but de lever plus de 100.000€. Ensuite, le 25 avril 2014, le législateur belge a modifié ces conditions afin de promouvoir le crowdfunding. Jusqu'il y a peu, une offre était alors considérée comme publique lorsqu'elle concernait plus de 150 personnes et qu'elle avait pour but de lever des fonds pour plus de 300.000€. Finalement, depuis le 21 juillet 2018, une offre est considérée comme publique lorsqu'elle concerne plus de 150 personnes et qu'elle vise à lever plus de 5 millions d'euros.

5.1.3 La loi du 21 décembre 2009

« 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. »

Cette loi s'applique aux intermédiaires qui assurent les services de paiement entre deux parties. Elle indique que ces intermédiaires doivent obtenir un agrément de la part de la Banque Nationale de Belgique afin d'obtenir le statut d'établissement de paiement pour pouvoir exercer leurs activités. (De Prez et al., 2014).

Les plateformes de crowdfunding sont donc soumises à cette loi puisqu'elles se chargent de transférer des fonds entre les porteurs de projets et les apporteurs de fonds.

5.1.4 La loi du 3 août 2012 (Loi OPC)

« Loi du 3 août 2012 relative à certaines formes de gestion collective de portefeuilles d'investissement. »

Plus connue sous le nom de « La Loi OPC », cette loi concerne les organismes de placement collectif qui doivent être créés lors d'une gestion collective de portefeuilles. Un OPC peut être défini comme *« une entité ayant pour but l'investissement collectif de moyens financiers, par le biais d'une offre de valeurs mobilières, recueillies auprès des investisseurs. »* (De Prez et al., 2014) Ces organismes doivent être inscrits auprès de la FSMA pour pouvoir entamer leurs activités.

Les plateformes de crowdfunding sont soumises à cette loi puisqu'elles offrent la possibilité à des investisseurs de *« souscrire à une participation dans les entités au sein desquelles les fonds sont récoltés et gérés de manière collective, conformément au principe de répartition des risques. »* (De Prez et al., 2014).

5.1.5 La loi du 18 décembre 2016

« Loi du 18 décembre 2016 organisant la reconnaissance et l'encadrement du crowdfunding et portant des dispositions diverses en matière de finance. »

La loi de 18 décembre 2016 fut créée afin de mettre en place une réglementation et un contrôle des activités de financement alternatif. Cette loi est entrée en vigueur le 1^{er} février 2017 et indique que l'activité de crowdfunding est désormais sous la supervision de la FSMA. Le but de cette loi est de rassurer l'investisseur quant à la transparence de la plateforme avec laquelle il interagit. Celle-ci est désormais sécurisée et propose des projets de qualité.

La loi s'applique aux personnes physiques ou morales désireuses de fournir des services de financement alternatif sur le territoire belge à titre d'activité professionnelle habituelle, complémentaire ou accessoire. A travers un système d'agrément, cette loi vise à octroyer un statut juridique officiel à ces personnes physiques ou morales. Par ailleurs, la loi vise notamment à mettre en place certaines règles telles que des règles de fonctionnement, de supervision et de sanction. C'est ainsi que la FSMA doit s'assurer du respect de celles-ci et de la sécurité des investisseurs. (Van Gysel, R., 2017)

Concernant le crowdfunding, à travers cette loi, le législateur souhaite octroyer un statut particulier aux plateformes de crowdfunding. Cependant, ce nouveau principe de contrôle ne s'applique pas à tous les types de crowdfunding ni à tous les types de plateformes. Cela ne concerne que les plateformes de crowdfunding financier et le crowdlending. Les plateformes de crowdfunding sous forme de donation et de récompense ne sont pas soumises à ce contrôle de la FSMA. (Bolero Crowdfunding, 2017) Afin d'obtenir ce statut de plateforme de financement alternatif, les plateformes doivent déposer une demande auprès de la FSMA. Cette dernière vérifiera ensuite que la plateforme répond à un ensemble de conditions telles que des conditions de compétences, de capacité informatique, d'assurance, etc. Toutes les plateformes de financement alternatif doivent posséder ce statut, sans lequel elles ne peuvent pas faire d'offre publique. Les plateformes existantes avant l'apparition de cette loi doivent donc aussi déposer une demande d'agrément auprès de la FSMA. Une fois le statut obtenu, elles devront ensuite payer une contribution annuelle de 2.500€ pour rémunérer la FSMA de ses services et devront par ailleurs respecter certaines règles de conduite. Ces règles sont celles du MiFID (Markets in Financial Instruments Directive) et sont relatives aux services d'investissement (FSMA, 2017).

5.1.6 La législation européenne

D'après nos différents entretiens, la législation européenne est l'un des problèmes majeurs rencontrés lors des opérations de crowdfunding car il n'existe pas encore de réglementation qui soit commune à l'ensemble des pays de l'Union européenne. Chaque pays applique ses propres règles au sein de ses frontières, ce qui complique forcément l'application de ce mode de financement. Qu'il s'agisse des montants maximums et minimums ou des conditions de sécurité des investisseurs, le fait que ces éléments varient d'un pays à l'autre représente un frein considérable au développement du crowdfunding cross-border. Les plateformes qui souhaiteraient s'étendre à l'international sont alors fortement dissuadées ; il en va de même pour les demandeurs de fonds qui souhaiteraient atteindre des investisseurs étrangers sur des plateformes étrangères et pour des apporteurs de fonds qui souhaiteraient financer des projets étrangers sur des plateformes étrangères. (Riga, M., 2014)

Heureusement, la situation s'améliore étant donné que le 8 mars 2018, la Commission européenne a proposé un projet de loi de règlement européen concernant le crowdfunding. Si cette loi est votée, elle offrirait un statut européen pour les plateformes de crowdfunding qui serait additionnel aux statuts nationaux déjà existants. Cependant, les négociations entre la Commission, le Conseil et le Parlement vont à peine débiter et le processus européen d'adoption des règlements prend du temps puisque les trois instances doivent se mettre d'accord. Il n'est donc pas certain que cette loi verra le jour et, si tel est le cas, ce ne sera pas immédiat. (De Roock, M. (cfr. annexe B.7))

5.2 Les récentes modifications concernant la législation belge

5.2.1 L'augmentation du seuil de levée de fonds par projet

Il existe deux plafonds différents lors d'un financement de projet auprès d'une plateforme de crowdfunding : un seuil maximal d'apport par projet en tant qu'investisseur et un seuil maximal de levée de fonds par projet en tant que demandeur de fonds. Jusqu'à la fin de l'année 2016, ces deux plafonds étaient respectivement de 1.000€ et 100.000€. Ensuite, à partir du 1^{er} janvier 2017, les investisseurs pouvaient apporter maximum 5.000€ par projet pour une levée de fonds limitée à 300.000€.

Depuis le 21 juillet 2018, ces seuils ont encore été modifiés suite à l'harmonisation de la loi belge en matière de prospectus avec la législation européenne. (Lauwers M., 2018) Le projet de loi « *relatif aux offres au public d'instruments de placement et aux admissions d'instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés* » a en effet été adopté le 5 juillet 2018 à la chambre des représentants de Belgique par 11 voix et 2 abstentions. Cette loi permet désormais aux campagnes de crowdfunding en Belgique de lever jusqu'à 5 millions d'euros sans prospectus. Les offres publiques souhaitant récolter plus que ce montant devront émettre un prospectus et celles souhaitant récolter moins de ce montant devront publier une note informative. (Klaps J., Deseyn R., 2018)

Par ailleurs, la loi adoptée le 5 juillet 2018 précise aussi que si les titres de la société du demandeur de fonds sont destinés à être traités sur une plateforme MTF⁶ ou sur un marché boursier, alors le seuil sera élevé à 8 millions. Cependant, cette partie de la loi n'entrera en vigueur qu'à partir de 2019. (Lauwers, M., 2018) Le seuil de levée de fonds sans prospectus est donc passé de 300.000€ à 5 millions depuis le 21 juillet 2018. Cette augmentation va permettre au crowdfunding de devenir un véritable outil professionnel et aux PME matures de poursuivre leur financement à travers le crowdfunding.

Il existe cependant des techniques pour contourner ces plafonds. Un demandeur de fonds peut décider d'agir autrement que selon une offre publique telle que décrite à l'article 3 de la loi du 16 juin 2006. Il peut par exemple décider de faire une offre privée, c'est-à-dire une offre qui s'adresse à un nombre réduit de 150 personnes maximum. Dans ce cas-là, le demandeur de fonds ne doit pas rédiger de prospectus et n'est pas soumis aux différents plafonds imposés par la loi, il va donc pouvoir proposer des tickets d'un montant supérieur à 5.000€ (De Roock, M. (cfr. annexe B.7)) C'est ce que fait la plateforme Look&Fin ; elle adresse d'abord une offre à un nombre d'investisseurs restreint et ciblé en espérant que ceux-ci s'y souscrivent. Ensuite, elle propose son offre à tous les particuliers de la plateforme de crowdfunding, et dans ce cas, le plafond maximum par investisseur s'applique. (Dejemeppe, S. (cfr. annexe B.1))

⁶ Une plateforme MTF (*multilateral trading facility*) est un marché boursier alternatif.

La plateforme Beebonds utilise aussi des méthodes alternatives à la Loi Prospectus étant donné qu'elle n'a pas encore reçu d'agrément de la part de la FSMA. Son premier projet fut donc financé en ne s'adressant qu'à des investisseurs avertis qui ont apporté chacun un montant minimum de 100.000€. Cette première levée de fonds de 1,5 millions fut alors entièrement financée par trois ou quatre investisseurs. Le deuxième projet de Beebonds a été financé par des investisseurs institutionnels et, finalement, son troisième projet a été financé par 86 personnes parmi les 150 investisseurs ciblés à qui l'offre avait été proposée. (Duysan, J. (cfr. annexe B.3)) La plateforme Beebonds a donc récolté des fonds en contournant la Loi Prospectus à trois reprises. Selon Simon Dejemeppe, le fait de n'adresser son offre qu'à un nombre limité d'investisseurs qui disposent des moyens et du profil adéquat pour soutenir le projet, n'est pas vraiment une forme de crowdfunding. Ces investisseurs apporteront généralement l'entièreté des fonds nécessaires au projet et celui-ci ne sera donc pas proposé à tous les particuliers. Etant donné qu'il n'y a pas réellement d'appel à l'épargne publique, ce financement n'est pas vraiment considéré comme du crowdfunding mais plutôt comme un appel de fonds privé de façon limitée. (Dejemeppe, S. (cfr. annexe B.1))

5.2.2 Le principe de Tax Shelter

Selon l'article 48 de la loi-programme du 10 août 2015, le principe de Tax Shelter s'applique notamment aux sommes affectées à de nouvelles actions ou parts d'une société acquises par le biais ou non d'une plateforme de crowdfunding agréée par la FSMA ou par une autorité similaire d'un autre Etat membre de l'EEE⁷. En d'autres mots, les investisseurs qui soutiennent des start-ups ou des PME via des plateformes de crowdfunding bénéficient d'un avantage fiscal. (Alvarez Campa, R., Bailleux, A., 2016) Le but est d'encourager les investissements à destination des PME et autres microentreprises qui débutent afin de soutenir leurs croissances. Cet avantage fiscal ne s'applique que au crowdfunding financier et est à différencier lorsqu'il s'agit d'une opération de crowdequity ou de crowdlending.

Lorsqu'un investisseur investit dans du crowdequity et reçoit des actions en échange de sa transaction, il peut bénéficier d'une réduction d'impôt de 30% du montant investi lorsqu'il investit dans une start-up ou PME et d'une réduction d'impôt de 45% du montant investi lorsqu'il investit dans une microentreprise. (Culot, H., 2016) L'incitant fiscal est plus

⁷ Espace Economique Européen

avantageux dans le cas d'une microentreprise car celle-ci fait face à plus de risques qu'une start-up ou une petite ou moyenne entreprise. (Grégoire, 2017)

Concernant le crowdlending, lorsqu'un prêteur met son argent à disposition d'une start-up ou d'une jeune entreprise, celui-ci va bénéficier d'une exonération du précompte immobilier sur les intérêts d'un prêt de 15.000 euros maximum par an dans une microentreprise ou d'une PME. (Bolero Crowdfunding, 2017)

Ce principe de Tax Shelter comporte tout de même certaines exceptions. Par exemple, les dirigeants d'entreprises sont exclus de l'avantage octroyé par le principe de Tax Shelter concernant les actions ou parts qu'ils détiennent dans leurs propres sociétés. De plus, tous les projets présents sur les plateformes de crowdfunding ne sont pas tous sous le régime du Tax Shelter, comme c'est le cas par exemple du crowdfunding immobilier. (Masset, E., 2017)

Il existe donc un certain nombre de conditions à respecter afin de bénéficier de ce principe de Tax Shelter en tant qu'investisseur. Cependant, nous n'entrerons pas dans les détails étant donné que ce principe n'est pas le sujet de notre mémoire et que celui-ci ne s'applique pas au crowdfunding immobilier, sujet principal de la deuxième partie de ce mémoire. Retenons uniquement qu'un incitant fiscal a été mis au point à partir de février 2017 au sujet du crowdfunding permettant aux investisseurs en crowdlending et crowdequity d'obtenir une réduction fiscale à l'IPP⁸. (Bolero Crowdfunding, 2017)

⁸ Impôt des personnes physiques

6 LE CADRE ACTUEL DU CROWDFUNDING EN BELGIQUE

De nos jours, le marché belge du crowdfunding est en pleine croissance et est dominé par trois plateformes qui détiennent ensemble pas moins de 70%. Ces plateformes sont MyMicroinvest, Bolero Crowdfunding (KBC) et Look&Fin.

Pour citer quelques chiffres, en 2015, la Belgique a récolté 10,2 millions d’euros via des plateformes de crowdfunding. D’après une analyse effectuée par Douw et Koren, en 2016, les demandeurs de fonds en Belgique ont récolté pas moins de 29,9 millions d’euros par le biais de plateformes de crowdfunding, ce qui représente une hausse de 194% par rapport à 2015. (Bolero Crowdfunding, 2017) Sur les 29,9 millions d’euros récoltés en 2016, 70% des investissements prenaient la forme de crowdfunding sous forme de prêt, ce qui fait du crowdlending la forme de crowdfunding la plus répandue. (Galloy, P., 2017)

La position de la Belgique vis-à-vis de ses voisins en 2015 peut être représentée par la figure ci-dessous.

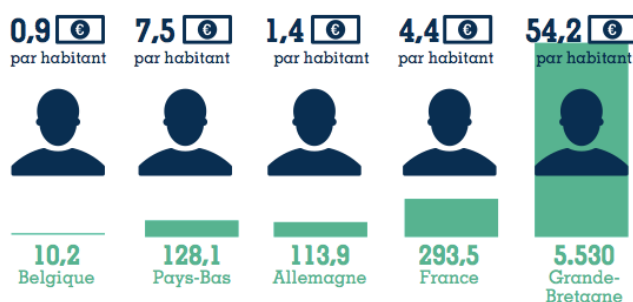


Figure 7 : Le crowdfunding en Belgique et dans les pays voisins en millions d’euros.
(Bolero Crowdfunding, 2017)

Cette figure confirme que la Belgique conserve énormément de retard en comparaison avec ses voisins. Selon le rapport de l’étude « Bolero Crowdfunding » effectuée en 2017 par la banque KBC, plusieurs raisons peuvent expliquer cela.

Premièrement, il existe une différence culturelle entre ces différents pays étant donné que la Belgique conserve une grande aversion au risque.

Deuxièmement, le crowdfunding en Belgique n'est en croissance que depuis quelques années, ce qui signifie qu'il n'est pas encore connu de tous. Certains Belges n'investissent pas encore dans des plateformes de crowdfunding car ils ne connaissent pas (bien) ce mode de financement.

Troisièmement, alors que les incitants fiscaux relatifs au crowdfunding sont en place depuis quelques années dans les pays voisins, ceux-ci n'ont été instaurés en Belgique que depuis le 1^{er} janvier 2017.

Finalement, le retard de la Belgique s'explique aussi par le fait que la loi belge impose une limite au montant qui peut être investi sur une plateforme de crowdfunding. Ainsi, jusqu'en 2016, les investisseurs belges ne pouvaient pas investir plus de 1000€ par personne, ce qui représentait un frein, autant pour les investisseurs que pour les demandeurs de fonds.

7 CONCLUSION DE LA PREMIERE PARTIE

Pour conclure cette première partie théorique, rappelons que le crowdfunding est un mode de financement qui consiste à faire appel à la foule pour financer un projet spécifique. Cet appel public à l'épargne se fait le plus souvent via Internet au travers d'une plateforme qui assure les interactions entre les demandeurs de fonds et les investisseurs. Il existe différents types de crowdfunding qui varient en fonction du but de la collecte de fonds et de la façon dont les investisseurs seront rémunérés ou récompensés. Les différents types de crowdfunding sont le crowdfunding sous forme de don avec ou sans récompense, le crowdfunding sous forme de prêt et le crowdfunding sous forme de prise de participation. Il existe ensuite d'autres formes de crowdfunding telles que la prévente ou le live crowdfunding. (Mercadier, H., 2015)

Le crowdfunding est un secteur d'activité qui est en pleine expansion. Du côté des porteurs de projets, il s'agit d'un mode de financement alternatif ou complémentaire au crédit bancaire. Depuis la crise de 2008, les conditions d'obtention d'un crédit bancaire sont devenues de plus en plus strictes. Certaines start-ups et PME n'ont alors eu d'autre choix que de se tourner vers ce mode de financement alternatif. (Chauvaux, N., 2017)

Pour les investisseurs, le crowdfunding est aussi un mode d'investissement intéressant. De nos jours, l'épargne ne rapporte pas grand-chose et la bourse est un investissement qui reste peu certain. Le crowdfunding devient alors un mode d'investissement alternatif qui offre un taux de rentabilité très attractif.

En termes d'inconvénients, la plus grosse limitation que connaît le crowdfunding dans son expansion est qu'il n'existe à l'heure actuelle aucune réglementation européenne à son sujet. Chaque pays applique ses propres règles pour encadrer ce mode de financement alternatif et il y a un manque d'harmonisation entre les différents pays européens. Ce manque de réglementation complique fortement le développement et l'internationalisation des plateformes de crowdfunding. Par ailleurs, en Belgique, aucune réglementation n'est expressément conçue pour le crowdfunding. Ce secteur d'activité est soumis à la tutelle de la FSMA et au respect de certaines lois mais celle-ci n'ont pas été créées initialement à cette fin. La législation belge impose tout de même certaines restrictions à ce mode de financement, telles que des seuils maximaux, afin que le crowdfunding reste un mode de financement

alternatif et ne remplace pas les sources de financement traditionnelles. Les banques ont d'ailleurs saisi l'importance que prenait le crowdfunding au cours des dernières années. Certaines ont décidé de rester passives face à ce mode de financement, d'autres ont choisi de créer des partenariats avec des plateformes en ligne et finalement certaines banques ont même voulu devenir actives dans ce mode de financement et ont lancé leurs propres plateformes de crowdfunding.

Finalement, bien que le crowdfunding soit en expansion en Belgique, son développement reste relativement lent par rapport à ses voisins tels que la France ou l'Angleterre. Le domaine d'activité qui marque le plus ce retard de la Belgique est le secteur du crowdfunding immobilier. Celui-ci s'est fortement développé en France, en Angleterre et aux Etats-Unis, alors qu'il reste très peu utilisé, à ce jour, en Belgique. Dans la deuxième partie de ce mémoire, nous allons donc essayer de déterminer, via une étude qualitative, les raisons du retard du crowdfunding immobilier en Belgique ainsi que les facteurs qui pourraient aller en faveur du développement de celui-ci dans les années à venir.

Partie II :

Analyse qualitative

Après avoir analysé la littérature existante au sujet du crowdfunding de manière générale, nous allons désormais nous concentrer sur le crowdfunding immobilier en Belgique. Ce mémoire a pour objectif de comprendre les raisons du retard du crowdfunding immobilier en Belgique et d'identifier les facteurs qui pourraient aider ce mode de financement à se développer davantage. De plus, cette partie du mémoire analysera plus particulièrement le crowdfunding appliqué à la promotion immobilière résidentielle, étant donné que c'est cette branche de l'immobilier qui fait principalement appel au crowdfunding. Nous ferons par ailleurs l'hypothèse que le crowdfunding immobilier prend la forme du crowdlending, les projets immobiliers présents sur les plateformes étant effectivement le plus souvent financés par des prêts.

Dans cette partie, nous commencerons par expliquer notre méthodologie ainsi que les critères de sélection utilisés pour définir notre échantillon. Nous poursuivrons avec une présentation des personnes interviewées et nous terminerons par une analyse des résultats et une mise en évidence des éléments pertinents à notre sujet. Finalement, nous tenterons d'apporter des pistes de réponse à notre problématique, soit de répondre à la question suivante : « Quelles sont les perspectives de développement possibles du crowdfunding immobilier en Belgique ? » Pour conclure, nous tâcherons de déterminer les limites de notre travail et de formuler une conclusion générale.

1 MODALITÉS DE L'ANALYSE QUALITATIVE

1.1 Méthodologie

En analysant la littérature existante au sujet du crowdfunding, nous nous sommes rendu compte qu'il existait énormément de données qualitatives et quantitatives au sujet de ce financement participatif. Cependant, ces données sont beaucoup moins nombreuses concernant le crowdfunding immobilier en Belgique. Ce secteur d'activité est relativement nouveau et il n'existe en Belgique qu'un nombre réduit de plateformes de crowdfunding dédiées à l'immobilier. C'est la raison pour laquelle nous avons opté pour une analyse qualitative et non pas quantitative.

Pour mener à bien cette analyse, un stage de 3 mois a d'abord été réalisé au sein de l'entreprise Atenor, société de promotion immobilière spécialisée dans les projets urbains d'envergure, afin de se familiariser avec le monde de l'immobilier. Par la suite, des interviews ont été réalisées avec des acteurs du crowdfunding immobilier méticuleusement sélectionnés. Ces rencontres se sont effectuées en face-à-face ou par téléphone selon les disponibilités de nos interlocuteurs. Pour chacun d'entre eux, un questionnaire d'une quinzaine de questions fut rédigé et adapté à la personne et à son poste. Par exemple, pour les promoteurs actifs dans le monde du crowdfunding immobilier, nos questions ont été davantage basées sur leur expérience vis-à-vis de ce mode de financement. A l'inverse, pour les investisseurs qui n'utilisent pas le crowdfunding, nous les avons interrogés sur les raisons de ce choix. Cependant, de manière générale, nous avons essayé de conserver des questions semblables afin d'obtenir des avis différents sur un même sujet.

Finalement, toutes les interviews ont été enregistrées et retranscrites par la suite, à l'exception de l'interview de Monsieur Sidney D. Bens qui ne le souhaitait pas. Ainsi, nous avons pu interagir entièrement avec notre interlocuteur et ne pas rester focalisé sur ce que nous écrivions. Les retranscriptions complètes de toutes ces interviews sont reprises en annexe de ce mémoire.

1.2 Critères de sélection de l'échantillon

Afin de parcourir les différents aspects du crowdfunding immobilier, nous avons décidé de rencontrer des acteurs venant de secteurs d'activités différents. Certains sont des acteurs directs du crowdfunding, d'autres ne le pratiquent pas du tout.

Nous avons commencé par sélectionner plusieurs plateformes que nous souhaitions rencontrer. C'est ainsi que nous avons obtenu un entretien avec Monsieur Frédéric Levy-Morelle, CEO de la plateforme Look&Fin, qui constitue un acteur incontournable du crowdfunding en Belgique. Ensuite, nous nous sommes dirigée vers une plateforme spécialisée dans le crowdfunding immobilier et nous avons alors rencontré Monsieur Joël Duysan, fondateur de la plateforme Beebonds.

Nous avons également contacté des promoteurs immobiliers afin de nous informer sur l'état actuel de l'immobilier en Belgique. Nous avons contacté deux grands promoteurs immobiliers, choisis sur base de leur importance sur le marché immobilier belge. Nous avons alors rencontré Simon Dejemeppe, Acquisition Manager chez Eaglestone et Sidney D. Bens, CFO chez Atenor. Ceux-ci nous ont expliqué les raisons pour lesquelles ils n'utilisaient pas le crowdfunding comme source de financement.

Nous nous sommes ensuite tournée vers des promoteurs qui ont fait appel au crowdfunding immobilier. Cependant, comme le crowdfunding immobilier en Belgique n'est pas très développé, nos choix de section étaient assez limités. Nous avons alors demandé conseil aux plateformes citées-ci dessus et nous avons été redirigée vers Monsieur Marc Charles (GIA Promotion) qui nous a partagé son expérience.

Pour terminer, nous avons trouvé pertinent de prendre en compte l'avis de deux acteurs externes mais indispensables au bon fonctionnement du crowdfunding, à savoir la FSMA et les banques. Nous avons alors rencontré Madame Mélanie De Rock et Monsieur Christophe Matois, professionnels au sein de la FSMA, ainsi que Monsieur Jean-Baptiste van Ex, chef des activités immobilières à la banque de Groof Petercam, recommandé par Monsieur Bruno Colmant. Jean-Baptiste Van Ex nous a partagé un sentiment quelque peu moins enthousiaste que nos autres interlocuteurs au sujet du crowdfunding immobilier en Belgique.

1.3 Présentation des personnes interviewées

Ce chapitre a pour but de présenter les personnes que nous avons eu la chance de rencontrer et d'expliquer ce qu'elles ont apporté à notre analyse.

1.3.1 Simon Dejemeppe (cfr. Annexe B.1)

Simon Dejemeppe est Acquisition Manager chez Eaglestone, société spécialisée dans le développement et l'investissement immobilier en Belgique et au Luxembourg.

Il nous a éclairée sur la raison pour laquelle Eaglestone ne se finance pas par le biais de plateforme en ligne. Cette raison est principalement la limitation imposée par la FSMA quant à la levée de fonds. Au-delà du cadre réglementaire, Simon Dejemeppe estime que d'autres raisons peuvent expliquer le retard du crowdfunding immobilier en Belgique. Par ailleurs, selon lui, certains points devraient être améliorés afin que le crowdfunding immobilier évolue positivement en Belgique dans les années à venir. Ces points d'attention seront davantage développés par la suite.

1.3.2 Sidney D.Bens (cfr. Annexe B.2)

Sidney Bens est le CFO d'Atenor, une société de promotion immobilière spécialisée dans des projets urbains de grande envergure. Sidney Bens nous a permis de comprendre pourquoi la société Atenor n'utilise pas les plateformes de crowdfunding immobilier. La raison principale est que cette société, en tant que promoteur réputé et coté en bourse, dispose déjà de suffisamment de sources de financement. Par ailleurs, Atenor construit principalement des bâtiments de bureaux ; ce secteur d'activité n'est pas toujours compatible avec le crowdfunding.

Selon Sidney Bens, le crowdfunding reste toutefois une alternative adéquate de financement pour les plus petits promoteurs qui accèdent moins facilement aux sources de financement traditionnelles. Ses réponses à nos questions nous ont permis de mettre en évidence certains avantages du crowdfunding immobilier qui seront expliqués dans la suite de ce mémoire. Sidney Bens reste cependant sceptique quant au développement du crowdfunding immobilier dans les années à venir.

1.3.3 Joël Duysan (cfr. Annexe B.3)

Joël Duysan est le fondateur de Beebonds, une plateforme de crowdfunding lancée en 2016 qui vise à associer la recherche du rendement et le financement de projets à impact socio-économique. Afin de créer un produit naturellement positif pour la société, la plateforme Beebonds a décidé de placer, à chaque projet financé, une ruche d'abeilles auprès d'un apiculteur.

Une deuxième particularité de la plateforme Beebonds est le lancement d'un produit financier qui peut être rapatrié sur le compte titre des investisseurs. Ces produits financiers ont en outre chacun un code ISIN qui leur permet d'être vendus sur un marché secondaire. Les investisseurs ne sont alors pas confrontés au problème de liquidité qu'ils connaissent sur les plateformes traditionnelles.

Par ailleurs, le financement d'un projet est conditionnel à la participation de la banque. Ainsi, le choix de Beebonds d'accepter ou non un projet sur sa plateforme dépendra toujours de la décision du comité de crédit d'une banque.

Une particularité supplémentaire relative à la plateforme Beebonds est que celle-ci n'a pas encore d'agrément et ne peut alors pas faire appel à l'épargne publique. Elle procède donc selon les différentes exceptions possibles à la Loi Prospectus telles que limiter son appel de financement à un maximum de 150 investisseurs.

Finalement, Joël Duysan estime que le crowdfunding immobilier a un véritable potentiel en Belgique. Selon lui, c'est l'immobilier collectif, soit ce qui est relatif au co-working et au co-living, représente la perspective de développement la plus opportune.

1.3.4 Frédéric Levy-Morelle (cfr. Annexe B.4)

Frédéric Levy-Morelle est le CEO de la plateforme de crowdfunding Look&Fin qui fut créée en 2012. C'est la première plateforme en ligne de financement des PME en Belgique. Selon cet ancien diplômé de Solvay Business School, le crowdfunding immobilier est un secteur en croissance. 15 à 20% du portefeuille actuel de la plateforme Look&Fin réside dans l'immobilier.

A travers cette interview, Frédéric Lévy-Morelle nous a aidé à comprendre le processus de sélection des projets mis en place par la plateforme Look&Fin ainsi que le processus de gestion du risque permettant de déterminer le niveau de risque d'un projet et le taux d'intérêt correspondant.

1.3.5 Marc Charles (cfr. Annexe B.5)

Marc Charles est agent immobilier chez GIA Promotion et s'est occupé du financement du projet « Les Terrasses de Gatti », un projet de 29 appartements pour un montant dépassant les 10 millions. Ce projet a été financé en faisant appel au crowd (la foule) via la plateforme Look&Fin et plus récemment via la plateforme Beebonds. Celles-ci ont permis de lever respectivement 500.000€ et 1,7 millions d'euros. Selon Marc Charles, le crowdfunding immobilier est un outil incontestable qu'il recommande à tout entrepreneur.

1.3.6 Jean- Baptise Van Ex (cfr. Annexe B.6)

Jean Baptiste Van Ex est le chef des activités immobilières au sein de la banque De Groof Petercam. Selon lui, la promotion immobilière n'est pas un secteur d'activité adapté au crowdfunding. Ce secteur nécessite des fonds élevés que le crowdfunding ne peut pas lui apporter. De plus, les promoteurs immobiliers ont accès à une multitude de sources de financement plus avantageuses que le crowdfunding et les investisseurs ont, eux aussi, plusieurs alternatives de placement immobilier qui offrent plus de sûreté et de garantie. Selon lui, le crowdfunding immobilier n'est donc pas amené à se développer en Belgique. Ce type de financement alternatif est davantage adapté aux PME et aux start-ups qui lancent de nouveaux projets innovants et qui sont menées par de nouveaux entrepreneurs.

1.3.7 Mélanie De Roock et Christophe Majois (cfr. Annexe B.7)

Afin de clôturer nos interviews, nous avons rencontré deux professionnels de la FSMA, l'autorité des services et des marchés financiers, en charge de la protection des consommateurs des services financiers et de l'intégrité du marché financier. Mélanie De Roock est en charge de la supervision des entreprises listées dans le registre de la FSMA et de la surveillance des marchés financiers. Christophe Majois, quant à lui, occupe actuellement le rôle d'économiste au sein de la FSMA.

Cette interview nous a permis de comprendre le rôle de la FSMA ainsi que les différentes lois dont elle assure l'application. Par ailleurs, selon Mélanie De Roock, les différents projets de loi qui ont été proposés en ce début d'année pourraient favoriser le développement du crowdfunding immobilier belge dans les années à venir.

2 DÉVELOPPEMENT DE L'ANALYSE QUALITATIVE

2.1 Etat des lieux de l'immobilier en Belgique

Avant d'entamer une analyse plus précise du crowdfunding immobilier, il est important de décrire en quelques mots la situation actuelle de l'immobilier en Belgique. Nous continuerons ensuite en relevant certains points importants concernant la promotion immobilière en Belgique et nous terminerons par décrire le métier de promoteur immobilier dans le contexte du crowdfunding.

2.1.1 Situation actuelle de l'immobilier

L'immobilier est un secteur d'activité extrêmement développé en Belgique et toujours en évolution. Cela s'explique majoritairement par la croissance démographique que connaissent nos grandes villes. En Belgique, et principalement à Bruxelles, le rythme de vente est maintenu à une très bonne cadence. Celui-ci est majoritairement conduit par des investisseurs qui ont entre 55 et 65 ans et qui cherchent à rentabiliser leur argent. Comme l'épargne ne rapporte rien et que la bourse est risquée, ils optent pour des investissements immobiliers. (Dejemeppe, S. (cfr. annexe B.1))

Dans le monde de l'immobilier, il existe deux types d'acheteurs : les investisseurs-occupants qui habitent le bien qu'ils achètent et les investisseurs-acquéreurs qui le mettent en location afin d'obtenir un revenu locatif. (D.Bens, S. (cfr. annexe B.2)) Le rythme de vente dépend de ce deuxième type d'acheteurs et du rythme locatif car le marché immobilier passe de plus en plus d'un marché acquisitif à un marché locatif. Les raisons de ce changement sont économiques et sociologiques. De nos jours, les mentalités sont différentes, les gens sont plus flexibles et mobiles et ne disposent pas nécessairement des finances pour s'offrir un bien immobilier. Ils vont donc souvent louer un logement au lieu d'en acheter un. (Van Ex, J.B. (cfr. annexe B.6)) Heureusement, la demande locative est élevée à Bruxelles. Eric Verlinden, CEO de Trevi, soulignait d'ailleurs que, dans les années à venir, il y aurait plus de 70% de locataires à Bruxelles. Cette estimation s'explique par le fait que l'augmentation de la population entraîne une augmentation de la demande et donc une augmentation des prix. (Dejemeppe, S. (cfr. annexe B.1))

Par ailleurs, le prix des biens immobiliers dépend de l'évolution de quatre facteurs : la capacité d'emprunt des ménages, le pouvoir d'achat des ménages, l'inflation et la fiscalité. Si les prix des biens immobiliers sont en hausse pour le moment, c'est parce que ces quatre facteurs se portent bien. Les taux d'intérêt sont relativement bas, la capacité d'emprunt des ménages augmente alors et ces derniers peuvent emprunter plus et donc acheter plus. Cet effet concerne les investisseurs-occupants mais un phénomène semblable s'applique aux investisseurs-acquéreurs. Un taux d'intérêt bas représente pour eux aussi un avantage car il signifie que l'immobilier devient un investissement intéressant en matière de rentabilité. Actuellement, on constate un double effet positif : premièrement, les taux sont bas donc les investisseurs-occupants ont tendance à acheter plus, deuxièmement, l'immobilier devient un actif plus intéressant que d'autres pour ce qui est du rendement. (Van Ex, J.B. (cfr. annexe B.6))

2.1.2 La promotion immobilière

Le secteur immobilier est un domaine d'activité qui compte un grand nombre de métiers tels que celui de promoteur immobilier, d'agent immobilier, de courtier, d'expert foncier, etc. Etant donné que le crowdfunding immobilier a, jusqu'ici, principalement été destiné à financer des projets de promotion immobilière, c'est sur cette activité que nous nous focaliserons et non pas sur le secteur immobilier dans son ensemble. (Bourse Direct, 2016)

Alors qu'un agent immobilier joue uniquement un rôle d'intermédiaire entre un vendeur et un acheteur ou entre un propriétaire et un locataire, le promoteur immobilier détient lui un rôle à part entière qui s'étend de la construction du bien jusqu'à sa commercialisation.

Selon le droit belge, il n'existe pas réellement de définition juridique de la promotion immobilière. Cependant, Henry et Pottier ont proposé la définition suivante : « *La promotion immobilière est le contrat ou l'ensemble de contrats par lequel une personne s'engage à procurer, selon un programme qui doit être précisément déterminé, un immeuble futur, achevé ou presque achevé, en se réservant l'initiative et la maîtrise du projet à ses différents stades, dans le but de retirer un bénéfice de la vente du terrain et/ou du coût réel des travaux* ». Le rôle d'un promoteur est donc d'acquérir un terrain bâti ou non, de rénover l'immeuble existant ou d'en construire un et de le commercialiser. La promotion immobilière concerne aussi bien des immeubles résidentiels que des bureaux ou des immeubles mixtes.

En plus de se concentrer sur le métier de promoteur immobilier, ce mémoire se focalisera sur l'activité de production de logements qui est davantage susceptible d'être financée par le crowdfunding que les projets de bureaux. (Dejemeppe, S. (cfr. annexe B.1))

Cependant, selon Joël Duysan, le crowdfunding pourrait néanmoins être utile dans le bureau pour financer des espaces de co-working : il y aurait un double avantage à financer ce genre de projet. Premièrement, ce financement reste un moyen comme un autre de placer son argent et d'obtenir un rendement. Deuxièmement, les levées de fonds pourraient solliciter des investisseurs qui contribueraient à la location des locaux, voire qui les loueraient eux-mêmes.

Quoi qu'il en soit, à l'heure actuelle, le crowdfunding immobilier concerne principalement le secteur résidentiel. Ainsi, en 2017 en France, sur le montant total des fonds collectés par du crowdfunding, 78% concernait des projets résidentiels, 7% des aménagements, 5% des commerces et 4% de l'immobilier tertiaire. (Business Immo, 2018)

Pour en revenir à la promotion immobilière, l'activité de production de logement est devenue, au cours des dernières années, une activité privée et non plus publique. La majorité des projets de logements en Belgique sont le fait d'acteurs privés tels que des promoteurs privés ou des propriétaires-occupants. Dessouroux et Romainville ont représenté ce propos par la figure suivante.

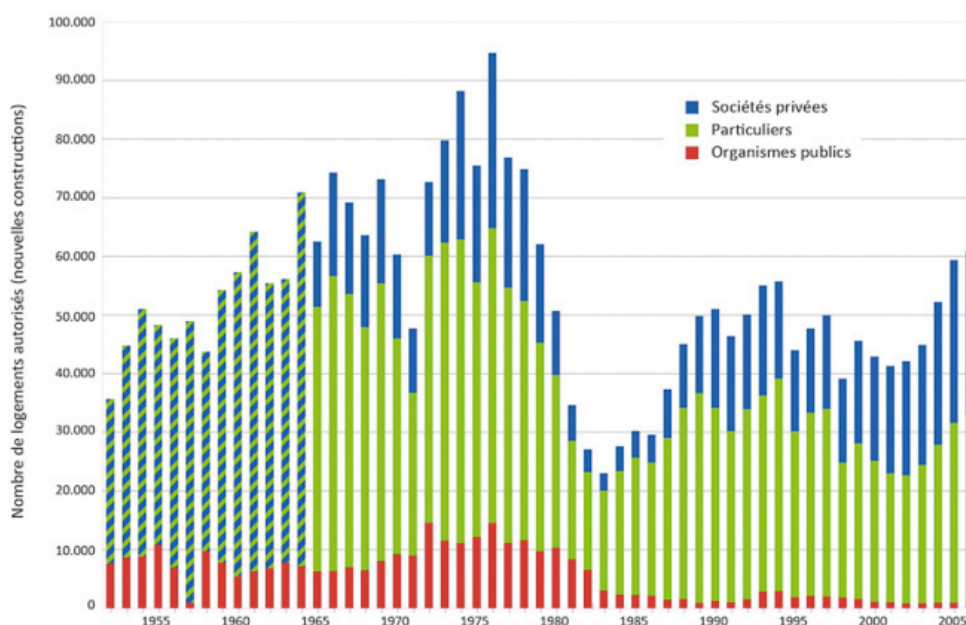


Figure 8 : Evolution du nombre de logements autorisés par filière de production. (Dessouroux C. et Romainville A., 2011)

Nous pouvons faire ressortir de ce graphique que les permis de construction de logements des organismes publics (en rouge) sont en décroissance depuis quelques années et que celle-ci s'est accentuée à partir de 1975. Par ailleurs, ce graphique nous indique aussi que les sociétés privées se sont vu accorder de plus en plus de permis de nouvelles constructions à partir des années 1980. Ceci confirme donc que la promotion immobilière tend à devenir un secteur d'activité pour les acteurs privés au détriment des acteurs publics.

Comme nous l'avons expliqué précédemment, la croissance du secteur immobilier dépend du rythme de vente qui dépend lui-même du rythme locatif. C'est sans aucun doute la capitale de la Belgique, Bruxelles, qui connaît le plus haut niveau d'activité locative de logements du pays. En effet, la majorité des personnes vivant à Bruxelles louent un logement ; il n'y a en réalité que 43% de la population qui sont des propriétaires occupants dans la capitale. De plus, Bruxelles a connu une explosion démographique qui a entraîné un besoin supérieur en matière de logement. La population en Belgique ne cesse d'augmenter, les pouvoirs publics estiment même que celle-ci pourrait atteindre 13 millions de personnes d'ici 2060, alors qu'elle n'était que de 11,3 millions en 2016. A Bruxelles, la population serait amenée à augmenter de 28% entre 2016 et 2060. (Bureau fédéral du Plan, 2017)

En réaction à cela, les acteurs privés renforcent leurs moyens financiers afin de pouvoir soutenir cette hausse de besoin de logement. Cependant, depuis la crise de 2008, les banques ont ajouté de plus en plus de contraintes à l'obtention d'un crédit bancaire. Les promoteurs doivent alors se tourner vers d'autres sources de financement et c'est ainsi qu'ils ont commencé à se diriger vers le financement participatif et le crowdfunding immobilier.

2.1.3 Le métier de promoteur immobilier

Afin de saisir l'enjeu du sujet de notre mémoire, nous allons tenter de mieux cerner le rôle de promoteur immobilier, nous allons ensuite décrire les différentes étapes selon lesquelles ce métier s'effectue et nous terminerons par les objectifs des promoteurs.

La notion de promoteur immobilier se trouve dans le prolongement de la définition qui a été donnée ci-dessus. Selon Immoweb, le premier site immobilier belge, « *un promoteur immobilier est un professionnel qui a pour mission de financer, de développer et de construire à risque un projet immobilier sur un terrain, avec l'intention de revendre ou de*

louer l'immeuble à un ou plusieurs acquéreurs. » Cependant, dans la majorité des cas, la promotion immobilière a pour but de vendre les biens. Il est néanmoins possible que ceux-ci soient loués, le temps d'obtenir les permis, de détruire et reconstruire le bâtiment et de finir toutes les phases du projet.

Le métier de promoteur immobilier s'articule autour de quatre étapes : rechercher des terrains attractifs, établir une étude de faisabilité, procéder à la construction et commercialiser le projet. Trouver des terrains est donc la première étape d'une promotion immobilière ; le promoteur doit continuellement s'informer pour saisir les opportunités de terrains les plus avantageuses. Le prix est un critère important car si le terrain est à un prix abordable, la promotion a plus de chances d'être rentable. A l'inverse, si le prix est trop élevé, le promoteur devra laisser tomber l'acquisition ou développer un projet plus rentable.

Une fois les termes du contrat établis, une étude de faisabilité devra être réalisée afin de déterminer le niveau de rentabilité du projet. Le promoteur devra ensuite entreprendre des demandes de permis d'urbanisme et de construction. Pour les projets de grande envergure, ces demandes peuvent prendre énormément de temps. De plus, ce genre de projets nécessite souvent de passer d'éventuels concours, surtout lorsqu'ils se situent dans la région de Bruxelles-Capitale. Une fois ces étapes réalisées, le promoteur devra faire un appel d'offre afin de choisir l'entrepreneur qui sera responsable de la construction ; c'est ce qui permettra de lancer la troisième phase d'une promotion immobilière, à savoir la construction. Les appartements seront ensuite commercialisés avec de la prévente sur plan. Finalement, une fois le projet terminé, la commercialisation se poursuivra. (Dejemeppe, S. (cfr. annexe B.1))

Le but ultime du métier de promoteur immobilier est d'obtenir une rentabilité. Cet objectif n'est pas toujours facile à atteindre car les terrains et les bâtiments à racheter en vue d'une démolition/construction ou d'une rénovation sont extrêmement chers, et ce d'autant plus dans la région de Bruxelles-Capitale. Cela représente une part importante du budget total accordé à la réalisation du projet. Généralement, le promoteur doit acheter le terrain avec ses propres fonds propres en sollicitant une aide éventuelle de la banque. Ce n'est qu'après avoir acquis le terrain, mené des études de faisabilité et obtenu les permis nécessaires qu'il pourra proposer le projet à la pré-commercialisation. Ce processus s'étale donc sur quelques années, d'autant plus que l'obtention de permis prend généralement entre 10 et 24 mois en fonction de la région où cette demande est sollicitée. (Dejemeppe, S. (cfr. annexe B.1))

Pour obtenir la meilleure rentabilité possible, les promoteurs vont essayer de maximiser leur « *return on equity* », c'est-à-dire la rentabilité de leurs fonds propres. Ce ratio mesure la rentabilité comptable pour l'actionnaire, il compare ce que rapporte l'entreprise à l'actionnaire par rapport à sa mise de fonds propres. (de Rongé, Y., 2015) Ce ratio se calcule en divisant les bénéfices obtenus par les fonds propres investis. Dès lors, si l'actionnaire, c'est-à-dire le promoteur, souhaite maximiser son *return on equity*, il est préférable que sa mise de fonds ne soit pas trop élevée pour diviser les bénéfices par un petit dénominateur. C'est l'effet de levier qui permettra au promoteur d'avoir un *return on equity* satisfaisant. Si le promoteur fait appel à des sources de financement externes telles que la banque ou le financement participatif structuré sous forme de mezzanine (subordonné au crédit bancaire mais moins cher que l'equity), cela lui permet de diminuer son apport en fonds propres et d'augmenter son ROE.

2.2 Le crowdfunding immobilier

Le crowdfunding immobilier est une alternative de financement qui permet aux promoteurs immobiliers de faire appel à la foule afin de récolter les fonds nécessaires à la réalisation de projets immobiliers. (L'Expert comptable, 2017) La littérature fait état de différentes catégories de crowdfunding immobilier : i) le co-investissement immobilier locatif, ii) l'investissement immobilier en peer-to-peer, et iii) l'investissement en promotion immobilière.

Le co-investissement locatif est une première rubrique de l'immobilier qui fait appel au crowdfunding. Selon la plateforme Bolero Crowdfunding, ce principe est assez simple : « *les investisseurs achètent à plusieurs un bien destiné à être loué. Ils deviennent ainsi (co)-propriétaires immobiliers pour un investissement compris entre 2 000 et 10 000 euros.* » On fait ici référence à des projets immobiliers qui nécessitent le soutien d'un certain nombre d'investisseurs qui vont s'assembler afin d'acquérir un bien immobilier. Une fois le projet réalisé, le bien immobilier est mis en location et les investisseurs obtiennent un rendement. Etant donné que ce type de projet nécessite un certain laps de temps avant d'être réalisé, les investisseurs s'engagent pour une période de plusieurs années, leurs titres sont donc très peu liquides. Le marché de l'investissement locatif reste un secteur qui est moins sollicité par le crowdfunding comparé au secteur de la promotion immobilier.

L'investissement immobilier en peer-to-peer s'est récemment tourné vers le financement participatif. Ce prêt de particulier à particulier s'applique par exemple lorsqu'un particulier souhaite lever des fonds sur une plateforme afin de rénover sa maison. Cependant, en Belgique, le peer-to-peer lending est interdit ; la loi oblige que seules les banques et autres personnes morales agréées soient autorisées à prêter des liquidités. (Coloot, A., 2016) Néanmoins, la première plateforme de peer-to-peer lending belge fut récemment créée. Cette plateforme fut d'abord refusée par la FSMA en référence à la législation mentionnée ci-dessus, mais fut ensuite approuvée en janvier 2017 suite à certaines adaptations. Ces modifications ont fait de Mozzeno une plateforme de « *Indirect peer-to-peer lending* ». Ce modèle nécessite la présence d'une entité juridique qui émettra des titres de créance sous forme de contrats de prêt. Le particulier ne prêtera donc pas directement à l'autre particulier via la plateforme. Au lieu de cela, le particulier emprunteur demandera un prêt à la plateforme de prêt et les investisseurs investiront dans des billets émis par la plateforme elle-même. Il n'y a donc pas de relation contractuelle entre l'emprunteur et l'investisseur, seulement avec la plateforme. Selon son rapport d'activité sur les premiers mois, la plateforme Mozzeno a accordé 100 prêts pour un montant total de 443.945€. Cependant, le pourcentage de ce montant destiné à des projets immobiliers ne s'élève qu'à 9,27%. L'investissement immobilier en peer-to-peer n'est donc que très peu utilisé jusqu'à présent.

L'investissement en promotion immobilière via des plateformes en ligne consiste en un investissement de type marchand de biens en échange d'un rendement intéressant. Ce type d'investissement est à différencier de l'investissement locatif puisque le but recherché est de vendre le bien, le plus souvent via un SPV spécifique au bien. Lorsqu'un investisseur souhaite investir dans de la promotion immobilière via une plateforme, il a le choix d'investir dans un projet immobilier précis ou dans un promoteur immobilier et donc indirectement dans un portefeuille de plusieurs projets. (Romet, Q., 2018)

2.2.1 Le crowdfunding immobilier mondial

Au niveau mondial, le crowdfunding immobilier aurait permis de récolter pas moins de 2,57 milliards de dollars (soit 2,36 milliards d'euros) en 2015, ce qui représente une hausse de 150% par rapport à l'année 2014. (Massolution, 2015) Le crowdfunding immobilier est né aux Etats-Unis et s'est ensuite étendu en Europe (Koregraf, 2017).

Au Royaume-Uni, le crowdfunding immobilier est fortement développé. C'est d'ailleurs le seul pays européen à proposer plusieurs types d'investissement immobilier sur des plateformes de crowdfunding. On y trouve des projets de promotion immobilière mais aussi des investissements locatifs, ce qui n'est pas encore permis par la loi en France et dans les autres pays européens. (Koregraf, 2017) En 2015, sur les 1,5 milliards de livres investis sous forme de prêts participatifs, 609 millions de livres concernaient du crowdfunding immobilier. (Zhang, B et al., 2015)

En France, le crowdfunding immobilier est aussi en pleine évolution. Selon une étude effectuée par Crowdimmo, l'activité des plateformes de crowdfunding immobilier connaissait en 2017 une croissance de 54% contre 40% pour les autres types de plateformes. Par ailleurs, en France, le nombre de plateformes de crowdfunding immobilier n'a fait qu'augmenter. Il était de 27 en 2015 contre 42 fin juin 2017. (Mahinc C., Magnier C., 2017) Il existe néanmoins deux plateformes qui sortent du lot en France, WISEEB et Anaxago. Elles comptabilisent à elles seules pas moins de 50% des fonds récoltés par le crowdfunding immobilier destiné à financer de la promotion immobilière. Par ailleurs, le nombre d'investisseurs est lui aussi en croissance en France ; cette augmentation s'explique principalement par le fait que le seuil minimum du montant investi par investisseur a diminué en France au cours des deux dernières années. Celui-ci est passé de 1000€ à 100€ par investisseurs. Le crowdfunding immobilier est donc devenu accessible à un plus grand nombre d'investisseurs. (Dejemeppe, S. (cfr. annexe B.1))

Cette croissance du crowdfunding immobilier à l'échelle mondiale peut s'expliquer par plusieurs raisons. Premièrement, l'immobilier est un investissement qui est relativement accessible. Les projets immobiliers sont généralement décrits et expliqués de façon détaillée et tout individu est supposé capable de les comprendre. Deuxièmement, le crowdfunding immobilier permet à des investisseurs d'obtenir un rendement très attractif en comparaison au rendement proposé par les comptes d'épargne traditionnelle avec des risques qui restent relativement plus faciles à appréhender que dans d'autres domaines d'activité.

2.2.2 Le crowdfunding immobilier belge

Bien que la croissance du crowdfunding immobilier en Belgique soit inférieure à la croissance mondiale, celle-ci reste néanmoins positive. Frédéric Lévy-Morelle, CEO de Look&Fin, affirme d'ailleurs que la demande pour ce secteur d'activité augmente et que le crowdfunding immobilier représente aujourd'hui 15 à 20% du portefeuille de la plateforme. Look&Fin fut d'ailleurs la première plateforme à lever des fonds pour une promotion immobilière belge.

A titre d'illustration d'un projet de crowdfunding immobilier en Belgique, nous pouvons citer le projet des « Terrasses de Gatti », partiellement financé par la plateforme Look&Fin. Ce projet résidentiel comptait 29 appartements pour un coût total de 10.850.000€. Pour financer cela, le promoteur immobilier, Marc Charles, a fait appel à différentes sources de financement, que la plateforme Look&Fin a résumé comme suit :

- un prêt bancaire roll-over pour un montant de 7.500.000 €.
- un apport en fonds propres de 1.150.000 €.
- des préventes d'appartements sur plan pour un montant de 1.700.000 €.
- un prêt *in fine* complémentaire de 500.000 € structuré via Look&Fin.

Ce promoteur a donc utilisé le crowdfunding afin de financer son projet et a pu récolter pas moins de 500.000€ par ce mode de financement. (Look&Fin, 2016) Ce montant se divise en deux parties. D'une part, 100.000€ ont été récoltés auprès du grand public avec un apport maximum de 2.000€, d'autre part, 400.000€ ont été récoltés auprès de co-investisseurs qui ont apporté des montants allant de 2.000 à 40.000.

2.3 Les sources de financement des promoteurs en Belgique

Les entreprises disposent généralement de deux sources de financement, le financement interne et externe. Le financement interne prend majoritairement la forme d'autofinancement utilisé dans le but de financer les activités courantes d'une entreprise. La capacité d'autofinancement des entreprises dépend des cash-flows qui ont été générés ainsi que des bénéfices qui n'ont pas été distribués. Il est essentiel que l'entreprise ait un résultat opérationnel suffisant pour couvrir son besoin en fonds de roulement et ses investissements. Par la suite, les bénéfices mis en réserve et le fond de roulement positif constitueront tout deux les ressources d'autofinancement disponibles. (Harvie et al, 2013)

Par ailleurs, les entreprises se tournent vers des sources de financement externe telles que le crédit bancaire, l'émission obligataire, le leasing, les sociétés de capital à risque, etc. Ces sources de financement externe peuvent être sollicitées dans deux cas, soit pour trouver une source de financement alternative à l'autofinancement, soit pour trouver une source de financement additionnelle à l'autofinancement.

- Source *alternative* à l'autofinancement : Il peut parfois être plus avantageux pour les promoteurs de conserver leurs disponibilités de fonds propres. Ils vont alors tenter de trouver une source de financement alternative permettant de financer un projet sans épuiser leurs fonds propres personnels.
- Source *additionnelle* à l'autofinancement : Lorsque les capacités d'autofinancement ne sont pas suffisantes pour financer un projet, les promoteurs cherchent souvent une source de financement complémentaire à leurs apports.

Peu importe leurs buts, les promoteurs préféreront souvent obtenir un crédit bancaire plutôt que de lever des fonds via une plateforme de crowdfunding pour de la dette mezzanine. De même, ils préféreront souvent ces deux options plutôt que d'utiliser leurs disponibilités en fonds propres. Cela s'explique par la théorie du coût moyen pondéré, connue sous le nom de WACC (*Weighted Average Cost of Capital*). Cette théorie explique que le coût de la dette est plus faible que le coût des fonds propres et qu'une entreprise préférera donc obtenir un crédit bancaire afin de minimiser le coût du capital, d'augmenter le rendement sur les fonds propres et d'avoir une structure de capital la plus avantageuse qui soit. (Damodaran, 2008) Cette théorie prend son sens lorsqu'on sait que le taux d'intérêt exigé par les banques (1 à 3%) est inférieur au taux exigé sur les plateformes de crowdfunding (7 à 12%), qui est lui-même sensiblement inférieur au return escompté par les promoteurs sur leur equity (20%).

De manière générale, le coût total d'un projet immobilier spécifique est assumé par trois sources de financement : les fonds propres, le financement bancaire et la pré-commercialisation.

La promotion immobilière est un secteur que les banques suivent beaucoup en Belgique. Le financement bancaire représente en moyenne 70% du financement nécessaire à la réalisation du projet. Les banques exigent souvent 15% de fonds propres et 15% de pré-commercialisation.

Selon nos différents entretiens, la répartition du coût total d'un projet peut être représenté comme suit :

Répartition budget projet X	Proportion
Coût total	100%
Banque	70%
Pré-commercialisation	15%
Fonds propres (Promoteur & Crowdfunding)	15%

Couverture du coût total : 100%

Ces taux restent néanmoins très théoriques et varient en fonction de chaque projet et du profil des promoteurs. Certains promoteurs ont une bonne crédibilité et sont forts pour prévenir leur projet. Ils peuvent alors atteindre jusqu'à 40% de taux de commercialisation. D'autres projets rendent les banques plus frileuses car ils sont trop innovants ou trop risqués ; dans ce cas, les banques exigeront que le promoteur apporte plus que 15% de fonds propres. Ces taux sont donc amenés à varier d'un cas à l'autre. (Dejemeppe, S. (cfr. annexe B.1))

Il est préférable que la somme des fonds apportés par la banque, la pré-commercialisation, le promoteur et les crowdfunders soit supérieure au coût total car cela signifie que ce dernier est entièrement couvert, avec une marge de manœuvre pour le promoteur, ce qui représente une sécurité supplémentaire pour les crowdfunders.

Nous allons désormais nous pencher de façon plus détaillée sur chacune des sources de financement intervenant dans le financement d'un projet de promotion immobilière.

2.3.1 Le financement bancaire

La promotion immobilière est un secteur qui attire fortement les banques car les rendements y sont intéressants et le rythme de vente y est soutenu. Dès lors, à partir du moment où un promoteur a une certaine crédibilité et qu'il propose des projets attirants, les banques vont être demandeuses. (Dejemeppe, S. (cfr. annexe B.1)) Etant donné que le marché bancaire belge est très compétitif, les promoteurs peuvent demander des conditions de financement auprès de plusieurs banques afin de les mettre en concurrence. Si les projets sont intéressants, les banques vont réagir en offrant des taux relativement bas.

Les banques financent rarement les acquisitions des terrains mais plutôt la construction du projet. Ce sont donc elles qui portent le plus grand risque, ce qui explique pourquoi elles sont remboursées en premier lieu. Deux garanties sont liées au financement bancaire : la garantie d'achèvement émise par la banque et la garantie à première demande que la banque demande au promoteur.

La garantie d'achèvement est une garantie donnée par une banque dans le cadre d'un financement de projet. Selon le courtier en assurance CEA Belgau, « *une garantie d'achèvement s'applique à toute convention portant engagement de construire, faire construire ou de procurer un tel immeuble lorsqu'il s'agit au moins partiellement d'une habitation.* » Par cette garantie, la banque s'engage à apporter les fonds nécessaires à la construction du bâtiment dans le cas où le promoteur tomberait en faillite. Cela signifie que si la construction s'élève à 15 millions, la banque doit s'engager à apporter 15 millions. Par ailleurs, la banque s'engage aussi à trouver un nouveau promoteur pour reprendre le projet des mains du promoteur en faillite. Cette garantie est une sécurité pour les investisseurs de voir le projet terminé. Cependant, les investisseurs font toujours face au risque que le promoteur qui reprend le projet exige une décote des titres de créances. Celui-ci reprend en effet un projet qu'il ne connaît pas et qui peut cacher des vices. Il peut alors par exemple facturer 10% de plus pour s'assurer une marge de sécurité. (Dejemeppe, S. (cfr. annexe B.1))

En réaction au risque que doit supporter la banque, elle va exiger une garantie à première demande. Cette garantie se définit comme « *l'acte en vertu duquel un bénéficiaire est susceptible d'exiger le paiement d'une somme d'argent déterminée auprès d'un organisme garant, et ce dès la première demande.* » (Droit-finances, 2018) Cette garantie lui permet de faire appel au promoteur pour rembourser sa dette dans certaines limites pré-négociées. Lorsqu'une banque finance un projet, elle apporte des fonds dans un *special purpose vehicle* créé pour le projet en question. Si le projet ne se déroule pas comme espéré, il est possible que le SPV ne dispose pas suffisamment de capital pour rembourser la dette de la banque. Dans ce cas, la banque peut utiliser sa garantie à première demande et s'adresser au promoteur afin que celui-ci lui rembourse ce qui lui est dû. Cela permet de rassurer la banque quant à son remboursement futur tout en séparant les risques liés aux différents projets. (Dejemeppe, S. (cfr. annexe B.1))

Pour résumer, les banques apportent donc une *garantie d'achèvement* en se tenant responsables d'apporter le budget nécessaire à la construction du projet, et exigent parfois en contrepartie une garantie à *première demande* afin d'être assurées quant à leur remboursements futurs.

2.3.2 La pré-commercialisation

Selon le promoteur immobilier français Sofiralp, le taux de pré-commercialisation se définit comme « *le taux de vente d'un bien immobilier avant le début de sa construction : les acheteurs réservent leur bien « sur plan* ». Cela consiste en quelque sorte à faire payer en partie la construction de l'immeuble par les acquéreurs finaux. Si le taux de pré-commercialisation est de 25%, cela signifie que la construction de l'immeuble est financée à 25% par les acquéreurs. (Dejemeppe, S. (cfr. annexe B.1))

Ce taux de pré-commercialisation varie généralement aux alentours de 15% mais peut atteindre plus de 50% dans certains cas. Il permet au promoteur de récolter des fonds pour financer son projet mais aussi d'analyser l'attractivité du bien qu'il offre sur le marché. Si le taux de pré-commercialisation est élevé, cela indique qu'il suscite l'intérêt des acquéreurs.

La pré-commercialisation est soumise à certaines règles, dont la loi du 9 juillet 1971 mise en place suite au scandale de Etrimo en 1960. Etrimo était à l'époque le plus grand producteur de logement en Europe ; dans les années 60, il modifia sa politique pour vendre des appartements bon marché. Plus de 1.000 ménages s'étaient alors endettés afin d'acquérir ces logements. Par la suite, Etrimo tomba en faillite entraînant avec lui un grand nombre de ces ménages. C'est donc dans le but de ne plus faire face à ce genre de situation que la « loi Breyne » fut votée. (Leonardi, P., Lempereur, J., 2014) Selon la Fédération des Entrepreneurs Généraux de la Construction (FEGC), cette loi vise à « *protéger le candidat-bâisseur ainsi que le candidat-acheteur d'une habitation à construire ou en voie de construction contre les clauses abusives prévues dans les contrats et contre le risque d'insolvabilité du cocontractant. Afin d'assurer cette protection, la plupart des dispositions de la loi sont impératives de telle sorte que l'on ne peut pas y déroger.* » Cela signifie que lorsqu'un promoteur commercialise un projet sous la forme d'une vente sur plan, il doit demander une garantie d'achèvement auprès d'une banque ou d'une société d'assurance dans le but de couvrir les coûts de construction et de protéger les acquéreurs.

En Belgique, les promoteurs ont plus de difficultés à atteindre un taux de pré-commercialisation aussi important qu'en France ; généralement, il ne dépasse pas les 50%. Cela s'explique par le fait que ces préventes représentent un engagement ferme et inconditionnel de la part des acquéreurs. Une fois l'acte de vente signé, ils ne peuvent pas se retirer sans frais, contrairement à la France. Si ils décident de se retirer, ils doivent payer un acompte qui compte approximativement pour 10% du prix de vente du bien.

Pour résumer, la pré-commercialisation se passe en trois étapes. D'abord, les courtiers signent des offres de pré-commercialisation avec des investisseurs. Pendant cette période d'offre, c'est-à-dire entre la première et la dernière offre signée, les acquéreurs peuvent se retirer. Ensuite, une fois les compromis signés, ils ne peuvent plus se retirer sans pénalité. Le promoteur a ensuite quatre mois pour signer l'acte de vente reprenant l'ensemble des ventes. C'est à cause de ce laps de temps réduit que le promoteur doit d'abord attendre d'avoir toutes les offres des acquéreurs souhaitées avant de pouvoir démarrer la phase de compromis. (Dejemeppe, S. (cfr. annexe B.1))

2.3.3 Les fonds propres

La troisième source de financement est celle des fonds propres. Les promoteurs ont besoin d'un niveau de fonds propres important car celui-ci est utilisé pour financer l'acquisition du terrain et la construction du projet. Si un promoteur décide d'acquérir un terrain avec un permis de bâtir, la banque se portera garante pour apporter des fonds. A l'inverse, si l'acquisition concerne un terrain sans permis de bâtir, les banques seront plus réticentes car cela représente un risque supplémentaire. Les promoteurs devront alors financer l'acquisition du terrain avec leurs fonds propres. Concernant la construction, il est rare que les banques en financent l'entièreté, les promoteurs devront donc à nouveau mobiliser des fonds propres afin de mener cette opération. (Dejemeppe, S. (cfr. annexe B.1))

Les promoteurs qui se tournent vers le crowdfunding immobilier ont généralement des capacités d'apport en fonds propres personnels limitées. C'est la raison pour laquelle ils se tournent vers un cercle d'investisseurs pour obtenir des prêts privés, des prêts de la famille ou des amis. Le problème est que ces réseaux d'investisseurs privés sont assez restreints. Les promoteurs se tournent alors souvent vers le crowdfunding immobilier. (Charles, M., 2018)

Les fonds propres sont donc composés à la fois des fonds des promoteurs et des fonds collectés auprès d'intervenants externes et généralement structurés sous forme de mezzanine, donc subordonnés au crédit bancaire. La banque considère alors ces apports financiers comme du « *quasi-equity* » faisant partie des fonds propres.

Il est important que ce ne soit pas uniquement les crowdfunders qui apportent les fonds nécessaires à la réalisation du projet mais que le promoteur en apporte lui aussi une partie. Le niveau de fonds propres apportés par le promoteur montre son niveau d'engagement et son implication dans le projet. Il faut donc que ce montant soit suffisamment significatif pour prouver que le promoteur croit en son projet et que celui-ci est crédible. Cependant, les promoteurs vont chercher à maximiser leur *return on equity*, ce qui signifie qu'ils vont essayer de minimiser leurs apports personnels de fonds propres en faisant appel à des investisseurs externes. (L'Expert comptable, 2017) C'est ainsi que les crowdfunders apporteront parfois plus de fonds propres que les promoteurs.

2.4 Les structures de financement du crowdfunding immobilier en Belgique

2.4.1 Le financement du projet

La structure financière d'une campagne de crowdfunding immobilier varie en fonction des projets et des promoteurs. Cela dépend du montant total des fonds que ces derniers souhaitent lever et du nombre d'années sur lesquelles s'écoulera le projet. La structure de financement dépend aussi du nombre d'intermédiaires qui existent entre les crowdfunders et la société à l'origine de la promotion du projet.

Dans la majorité des cas, la structure de financement commence par la création d'une société spécifiquement dédiée au projet à financer. C'est ce qu'on appelle un *special purpose vehicle*. Selon le journal français LesEchos, un SPV peut être défini comme une « *société créée dans un but bien précis et qui n'existe que tant que ce but doit être réalisé. Par exemple, dans le cas d'une titrisation, une société qui achète des créances à une entreprise, permettant à cette entreprise de trouver ainsi un financement, l'entité ad hoc se refinançant en émettant à son tour des titres de dettes et de capital auprès d'investisseurs.* » (LesEchos)

Le financement d'un projet ne se fera donc pas via la holding mais bien via des apports dans le SPV qui y est dédié. (Dejemeppe, S. (cfr. annexe B.1)) Cela permet aux intervenants de ne pas investir dans toute la société du promoteur mais uniquement dans un projet spécifique. Dès lors, si un projet tombe en faillite, cela ne concerne que le SPV qui est chargé de le financer et cela n'aura aucun impact sur les autres SPV. (Duysan, J. (cfr. annexe B.3)) De manière concrète, les investisseurs prêteront leur argent à la plateforme, qui elle investira ensuite dans le SPV du projet en question. Il n'y a donc généralement pas de lien direct entre les investisseurs et le promoteur d'un projet. (Charles, M. (cfr. annexe B.5))

Cette structure de financement n'est cependant pas la seule à exister et d'autres structures évolueront certainement dans les années à venir.

2.4.2 La rémunération des investisseurs

Les intérêts que les investisseurs perçoivent varient généralement entre 7% et 12% et les modalités de paiement peuvent varier selon les cas. Par exemple, la plateforme Look&Fin verse des intérêts à ses investisseurs sur base mensuelle alors que les investisseurs de Beebonds reçoivent des intérêts annuels. (Charles, M. (cfr. annexe B.5))

Concernant le remboursement de la mise de départ des investisseurs, il est important de mentionner qu'il n'y a aucun remboursement avant l'échéance de la dette, qui s'étend généralement sur plus de 3 ans.

Par ailleurs, il existe une subordination de la dette qui engendre un ordre de remboursement. C'est d'abord la dette bancaire, appelée « *dette senior* », qui sera remboursée. Ensuite ce seront les fonds propres des intervenants externes, appelés « *dette mezzanine* », et finalement ce sont les fonds propres apportés par le promoteur, appelés « *equity* », qui seront servis en dernier. Cet ordre de remboursement entraîne que les créanciers mezzaneurs ont moins de garantie de remboursement que les créanciers bancaires. Cependant, en contrepartie, ils ont droit à un intérêt qui est nettement supérieur. (Riga, M., 2014)

Dans la pratique, selon Frédéric Lévy-Morelle, si un promoteur acquiert un terrain et décide d'y construire 100 appartements, cela va lui prendre entre 12 et 18 mois. Ensuite, il y aura un an de commercialisation durant lequel le promoteur essayera de vendre les appartements qui

n'ont pas été pré-vendus. En théorie, les 70 premiers appartements vendus vont servir à rembourser la banque, les 15 suivants serviront à rembourser les fonds propres en commençant par le crowdfunder et puis seulement le promoteur. Finalement, les 15 derniers représenteront la marge bénéficiaire du promoteur. (Lévy-Morelle, F. (cfr. annexe B.4))

2.5 Les avantages du crowdfunding immobilier

Le crowdfunding offre de nombreux avantages ; c'est la raison pour laquelle il est très populaire et ne cesse de se développer.

2.5.1 Avantages du crowdfunding immobilier pour les promoteurs

Le premier avantage qu'offre le crowdfunding est naturellement l'accès à des fonds alternatifs. Le crowdfunding permet aux promoteurs de récolter des fonds lorsqu'ils n'y parviennent pas via des sources de financement traditionnelles. C'est donc une alternative qui répond aux besoins de financement des promoteurs dans un monde de plus en plus réglementé et rigide. (Lambert et Schwienbacher, 2010)

Le plus souvent, les promoteurs se tournent vers le crowdfunding dans le but de trouver des fonds alternatifs pour renforcer le haut de bilan (fonds propres) des SPV avec de la dette mezzanine. Ceci leur permet non seulement de diminuer leurs apports personnels en fonds propres mais aussi de réduire le coût de financement moyen des SPV. En effet, le rendement demandé par les mezzaneurs est généralement de l'ordre de 7 à 12%, ce qui est sensiblement inférieur au return escompté par les promoteurs sur leur equity (20%).

Un deuxième avantage qu'offre le crowdfunding est la rapidité avec laquelle les fonds peuvent être récoltés. Look&Fin affirme même sur sa plateforme que « les particuliers financent une PME plus vite que les banques ». A titre d'exemple, GIA Promotion a pu lever 500.000€ pour son projet « les Terrasses de Gatti » en moins de 24 heures sur la plateforme Look&Fin. (Charles, M. (cfr. annexe B.5))

De plus, le crowdfunding est un outil qui permet d'ouvrir les portes à d'autres types de financement. Les plateformes permettent aux promoteurs de ne pas épuiser leurs fonds propres et de renforcer leur solidité en matière de capital. Par la suite, les promoteurs auront

plus de crédibilité auprès des sources de financement traditionnelles et pourront donc faire appel à d'autres financements tels qu'un financement bancaire. (Dejemeppe, S. (cfr. annexe B.1))

A l'inverse d'un financement bancaire, les promoteurs ne doivent donner aucune garantie aux crowdfunders. Les banques et les investisseurs institutionnels exigent généralement des mandats, des hypothèques et toutes sortes d'autres suretés. Les crowdfunders, eux, n'ont en général pas de recours à l'hypothèque et sont de plus subordonnés aux prêts bancaires. (Charles, M. (cfr. annexe B.5))

Le crowdfunding est un outil publicitaire incontestable qui permet de créer une tendance autour d'un produit. (Belleflamme et al., 2010) En effet, grâce à l'Internet et au développement des réseaux de communication, un projet peut être rapidement connu du grand public. (cfr. supra p.28) Les investisseurs jouent donc un rôle de promotion et de sensibilisation qui est essentiel au succès de la campagne d'un projet. Par ailleurs, une plateforme attractive et dynamique peut facilement attirer la presse et les journalistes. C'est le cas de la plateforme MyMicroinvest qui fait souvent parler d'elle.

Les plateformes en ligne peuvent aussi servir d'outil de commercialisation et de vitrine aux projets. Par exemple, un crowdfunder pourrait se dire qu'en plus de prendre un ticket dans le projet, il achèterait bien lui aussi un appartement. (Dejemeppe, S. (cfr. annexe B.1))

Le crowdfunding immobilier permet aux promoteurs d'attirer des investisseurs à investir au-delà de la plateforme. Certains investisseurs pourraient par exemple prendre un ticket dans le projet via la plateforme, tout en participant, à côté de cela, au co-investissement.

Le crowdfunding permet aux promoteurs de tester leur projet. Si la campagne attire énormément d'investisseurs, cela signifie que le projet les intéresse. A l'inverse, si la campagne de crowdfunding est un échec, cela signifie que le produit n'intéresse pas le grand public, ce qui n'est pas encourageant. (Bolero Crowdfunding, 2017) Le crowdfunding permet donc de tester et de diminuer l'incertitude relative à la commercialisation future du projet. (Belleflamme et al., 2010)

Finalement, le crowdfunding permet de soutenir l'économie. En permettant le développement des promoteurs, ou des entreprises en général, le crowdfunding génère de nouveaux emplois et stimule l'économie. De plus, le crowdfunding est une opportunité de mobilité des capitaux. Etant donné que des investisseurs étrangers peuvent investir sur nos plateformes belges, cela signifie que de l'épargne étrangère entre en Belgique. D'ailleurs, sur la plateforme Look&Fin, un investisseur sur deux est étranger. (Dejemeppe, S. (cfr. annexe B.1))

2.5.2 Les avantages du crowdfunding immobilier pour les investisseurs

Le crowdfunding immobilier permet aux investisseurs, d'investir dans l'immobilier sans devoir pour autant acquérir un bien, ce qui nécessite des montants plus importants et demande surtout un suivi qui est contraignant. C'est ce qui a fait le succès des certificats immobiliers dans les années 80. On peut donc raisonnablement s'attendre à ce que le crowdfunding immobilier, et le crowdequity en particulier, prennent un essor en Belgique.

Etant donné que la plupart des projets financés par crowdfunding se font via un SPV spécifiquement créé pour chaque projet, les investisseurs ne sont pas directement exposés au risque de faillite des autres projets financés par le promoteur. (cfr. supra p.69) Ils peuvent donc cantonner leur analyse aux risques associés au projet sans trop se soucier du profil de risque des autres projets portés sur le bilan du promoteur. (Dejemeppe, S. (cfr. annexe B.1))

Selon la législation imposée au crowdfunding immobilier, une banque se doit d'octroyer une garantie d'achèvement. Par cette garantie, la banque s'engage à financer l'entièreté de la construction du projet en cas de faillite du promoteur. Les investisseurs sont donc rassurés de voir le projet construit et achevé. (cfr. supra p.65) Cette garantie est obligatoire devant la loi et en cas d'absence, l'investisseur est en droit de dénoncer le contrat. (Dejemeppe, S. (cfr. annexe B.1))

Par ailleurs, le crowdfunding immobilier est un investissement relativement aisé à appréhender pour les investisseurs. Il ne s'agit pas d'investir dans des start-ups technologiques ni dans une société immobilière qui aurait de nombreux projets. Le crowdfunding immobilier permet aux investisseurs de se faire rapidement une idée du projet et de suivre son évolution et son développement en temps réel. (Dejemeppe, S. (cfr. annexe

B.1)) Ce sont des projets concrets et les investisseurs peuvent se déplacer physiquement sur les lieux afin de voir à quoi ressemble le projet. (Charles, M. (cfr. annexe B.5))

Finalement, un dernier avantage est le taux de rendement intéressant pour les investisseurs qu'offre le crowdfunding immobilier, au même titre que les autres types de crowdfunding, avec des rendements de l'ordre de 7 à 12% pour des prêts mezzanines. (cfr. supra p.64)

2.6 Les risques du crowdfunding immobilier

2.6.1 Les risques du crowdfunding immobilier pour les promoteurs

Si le crowdfunding immobilier est un outil publicitaire incontestable, il contraint le promoteur à donner un maximum d'informations sur le projet offert et sur sa société de promotion. (De Buysere et al, 2012) Ces informations, qu'elles soient bonnes ou mauvaises, sont alors accessibles à une audience beaucoup plus large que dans le cas d'un emprunt bancaire. Dès lors, si un projet rencontre des difficultés ou ne se déroule pas comme prévu, cela peut fortement dégrader l'image du promoteur. En effet, le projet se trouve sur Internet et est accessible à tous, les forums vont en parler et il y a un risque que la presse s'en mêle. (Duysan, J., 2018)

De plus, les promoteurs doivent préparer des descriptions détaillées des projets proposés sur les plateformes de crowdfunding. (cfr. supra p.27) Les promoteurs doivent alors être conscients qu'en proposant publiquement leurs projets sur une plateforme de crowdfunding accessible à tous, ils risquent de se faire voler leurs idées. Les promoteurs encourent donc un risque de violation du droit de propriété intellectuelle. (European Banking Authority, 2013).

Les promoteurs font aussi face à un risque de liquidité. En effet, deux méthodes existent pour faire remonter les fonds jusqu'au promoteur : la méthode « *All or nothing* » et la méthode « *Keep it all* ». Selon la première technique, les promoteurs doivent atteindre leurs objectifs de financement avant de se voir transférer les fonds des investisseurs de la part de la plateformes de crowdfunding. Il est possible que ces projets n'atteignent jamais leurs objectifs de financement, que les fonds soient restitués aux investisseurs et que les demandeurs de fonds ne touchent rien. Dans ce cas, ils auront investi du temps et de l'argent sans retour. (cfr. supra p.28)

Par ailleurs, les promoteurs font face au risque de défaut ou de faillite de la plateforme. Il est tout à fait envisageable qu'une plateforme fasse faillite et ne puisse plus maintenir son activité d'intermédiaire entre les investisseurs et les demandeurs de fonds. Etant donné que la plateforme s'occupe de la coordination des opérations de paiement, son défaut représenterait un risque important pour les promoteurs. D'une part, ils rencontreraient des difficultés quant à l'obtention des fonds récoltés par la plateforme ; d'autre part, ils auraient des difficultés à respecter leurs engagements vis-à-vis des investisseurs. (European Banking Authority, 2013)

2.6.2 Les risques du crowdfunding immobilier pour les investisseurs

Les investisseurs font face au risque de crédit, c'est-à-dire au risque que leurs apports ne soient jamais remboursés ou que leurs intérêts ne soient jamais perçus. A l'inverse de la banque, les investisseurs n'ont en effet aucune garantie concernant leurs investissements sur des plateformes de crowdfunding. (cfr. supra p.71) Ce risque de crédit peut être lié au risque de défaut de la plateforme. Par exemple, si un projet « *All or Nothing* » n'atteint pas son objectif de financement, les investisseurs devraient être remboursés et dans le cas où la plateforme tomberait en faillite, les investisseurs auraient des difficultés à retrouver leurs fonds. (European banking Authority, 2013) De plus, bien que celui-ci soit plus rare, ce risque de crédit peut aussi être lié à un risque de fraude. Il est en effet possible que certains projets soient des arnaques, que les escrocs disparaissent sans jamais donner de nouvelles et que les investisseurs ne soient pas remboursés. (cfr. supra p.32)

Deuxièmement, les investisseurs font aussi face au risque de défaut du promoteur. Bien que ce risque soit limité lorsque le projet est financé via un SPV, les investisseurs peuvent tout de même être affectés par une faillite du promoteur. (Branellec, G., Onnée, S., 2017) Lorsqu'un projet est financé par le biais d'un SPV, il est séparé de la société mère et peut donc continuer seul en cas de faillite du promoteur. Néanmoins, un projet immobilier demande une série d'actions du promoteur qui en assure la gestion. En cas de faillite du promoteur, la gestion du projet devrait être reprise par un tiers. Ce tiers reprendrait alors un projet immobilier en plein milieu de chantier et ferait face à différents risques (vices dans la construction, mauvaise estimation des coûts globaux du projet, etc). Il pourrait alors exiger une décote des titres de créances des investisseurs ou facturer un pourcentage plus élevé pour s'assurer une marge de sécurité. (cfr. supra p.65)

Par ailleurs, selon le principe de subordination auquel le crowdfunding immobilier est soumis, la banque sera toujours remboursée avant les mezzaneurs, c'est-à-dire les crowdfunders. Dès lors, dans le cas d'une faillite ou d'une réorganisation judiciaire, il est possible qu'une fois la dette bancaire remboursée, les promoteurs n'aient plus suffisamment de capital pour rembourser l'ensemble des crowdfunders. (Crofun, 2017) (Dejemeppe, S. (cfr. annexe B.1))

Les investisseurs font aussi face au risque d'asymétrie de l'information. Le crowdfunding immobilier n'offre pas toujours la meilleure transparence du risque. Beaucoup d'investisseurs se lancent dans ce type de financement sans comprendre que le taux de rentabilité élevé qu'offre le crowdfunding va de pair avec un risque qui est tout aussi élevé. (Bessière, V., Stephany, E., 2014) Les analyses de risque de certaines plateformes sont très transparentes, comme la plateforme Look&Fin, (cfr. supra p.31) mais d'autres le sont beaucoup moins. De plus, les plateformes n'ont pas toutes les mêmes critères de sélection quant à la qualité de projet. Les investisseurs font donc face au risque d'investir dans un projet qu'ils croient sécurisé et méticuleusement analysé, alors que cela pourrait ne pas être le cas. (European Banking Authority, 2013)

Les investisseurs font face aux risques relatifs à chaque pays, étant donné qu'il n'existe à ce jour pas encore d'harmonisation législative européenne concernant le crowdfunding immobilier. (cfr. supra p.37) Cela signifie que chaque pays applique ses propres règles et conditions et dispose d'une réglementation concernant la protection des investisseurs qui lui sont propres. Les investisseurs ne sont donc pas autant protégés qu'ils le souhaiteraient et surtout qu'ils le penseraient. (European banking Authority, 2013)

Finalement, les investissements effectués sur une plateforme de crowdfunding sont très peu liquides et les conditions de sortie ne sont pas aussi faciles que sur un marché traditionnel. C'est un sujet sensible du crowdfunding auquel sera entièrement consacré le point suivant. (Riga, M., 2014)

Le crowdfunding immobilier est donc un investissement risqué car les investisseurs financent le haut du bilan et ne sont pas les premiers à être remboursés. A l'inverse de la banque, les investisseurs n'ont presque aucune garantie dans le crowdfunding ; c'est la raison pour laquelle ils bénéficient de taux de rendement très intéressants. (Charles, M. (cfr. annexe B.5)) Etant donné ce risque important, les plateformes conseillent souvent aux crowdfunders de

diversifier leurs investissements et d'investir seulement 10% maximum de leurs fonds dans des projets de crowdfunding. Par ailleurs, la loi belge impose que les plateformes mentionnent le taux de défaut de leurs projets afin d'éviter que les investisseurs n'investissent de trop gros montants qu'ils seraient susceptibles de perdre.

2.7 Zoom sur la difficulté de sortie du crowdfunding

2.7.1 L'absence de sortie anticipative

Il peut arriver qu'un investisseur souhaite retirer de façon anticipative les fonds qu'il a investis dans un projet immobilier ; cependant, il s'agit d'une opération que le crowdfunding ne permet pas. Il n'existe bien souvent aucun marché secondaire permettant d'échanger ou de revendre les créances relatives au crowdfunding immobilier et au crowdfunding de manière générale. (Bolero Crowdfunding, 2017)

De plus, des conventions d'actionnaires sont parfois établies afin de réglementer ces échanges de créances. Celles-ci peuvent imposer un droit de préemption (« *drag-alone* ») ou même prévoir l'inaliénation des titres, ce qui représente un grand désavantage pour les investisseurs. Par exemple, si un parent décède, ses héritiers sont obligés de rester dans le projet de crowdfunding et ne peuvent pas en sortir, alors que bien souvent, ils aimeraient récupérer le cash et ne pas rester bloqués dans un projet qui ne les intéresse pas. (Duysan, J. (cfr. annexe B.3))

La sortie des investisseurs est néanmoins parfois possible mais ne se fait pas souvent sous la forme de négociations et d'échanges entre des acheteurs et des vendeurs. Dans certains cas, la sortie des investisseurs peut même se faire sans que ceux-ci en aient réellement fait la demande. Les investisseurs seraient par exemple contraints de sortir du projet si une entreprise concurrente décide de faire l'acquisition du projet dans lequel ils ont investi. Ce serait aussi le cas si le promoteur immobilier à l'origine du projet déciderait de faire une introduction en bourse ou tomberait soudainement en faillite. (Bolero Crowdfunding, 2017)

Cette préoccupation de sortie des investisseurs concerne principalement le crowdfunding sous forme de prêt et de prise de participation, c'est-à-dire le crowdlending et le crowdequity. Etant donné que le crowdfunding immobilier se fait majoritairement sous forme de crowdlending, ce secteur d'activité est bien entendu aussi affecté par cet inconvénient.

Cependant, cet avis n'est pas partagé par tous les acteurs du monde financier. Frédéric Levy-Morelle estime qu'il n'y a pas réellement de problème de sortie dans le cas de l'immobilier. Les investisseurs savent que le financement d'un projet de promotion immobilière est structuré sur du long terme. S'ils ne souhaitent pas que leur argent soit bloqué pour une si longue période, ils doivent se rendre compte que l'investissement immobilier n'est pas adapté à eux.

2.7.2 Les solutions possibles

Certaines plateformes ont pris conscience de ce frein majeur au développement du crowdfunding et ont tenté d'y trouver une solution. C'est le cas de la plateforme de crowdfunding immobilier Beebonds qui a tenté de remédier à ce manque de liquidité en donnant un code ISIN à ses produits financiers émis en échange des transactions des investisseurs (cfr. supra P.51). Ce code permet aux investisseurs de vendre leurs obligations sur le marché « *Expert Market* » présent sur le marché Euronext. C'est un marché vendeur où le processus de vente se passe par un double ordre bancaire. D'une part, l'investisseur détenant le produit financier avec un code ISIN donne un ordre de vente à sa banque et d'autre part, un acheteur donne parallèlement un ordre d'achat à sa banque. C'est une solution innovante qui permet aux investisseurs de récupérer leur mise de façon anticipative (Duysan, J. (cfr. annexe B.3))

De plus, la nouvelle technologie du « *Blockchain* » pourrait constituer une révolution pour les échanges de titres en marché secondaire dans les années à venir. Ce point sera développé dans le dernier chapitre de ce mémoire, soit les perspectives d'avenir du crowdfunding immobilier en Belgique. (Bolero Crowdfunding, 2017)

3 RÉSULTATS DE L'ANALYSE QUALITATIVE

3.1 Les raisons du retard du crowdfunding immobilier en Belgique

Nous arrivons progressivement à l'aboutissement de ce mémoire qui a pour objectif d'identifier des pistes de développement possibles du crowdfunding immobilier en Belgique. Avant cela, il est essentiel de bien comprendre les raisons du retard du crowdfunding immobilier en Belgique.

A l'heure actuelle, le crowdfunding immobilier reste un mode de financement peu développé en Belgique. Les risques du crowdfunding immobilier que nous avons décrits jusqu'à présent peuvent bien évidemment être à l'origine de ce faible développement. Par ailleurs, nos différentes interviews ont permis de mettre en évidence certains points supplémentaires.

3.1.1 Le contexte de taux d'intérêt particulièrement bas

Comme nous l'avons observé, le crowdlending immobilier prend essentiellement la forme de dette mezzanine (subordonnée au crédit bancaire) avec des taux de l'ordre de 7 à 12% mais avec un facteur de risque non négligeable pour l'investisseur car la dette mezzanine est subordonnée au crédit bancaire. (Goy, D., Conus, D., 2016)

A ce jour, le crowdlending immobilier comme alternative au crédit bancaire (en premier rang) ne s'est guère développé pour des raisons évidentes qui sont essentiellement liées au contexte de taux d'intérêt qui restent historiquement bas. Il est évident que si les taux d'intérêt bancaires devaient se relever à des niveaux supérieurs à 4-5%, les crowdlenders seraient alors intéressés à prêter à ces conditions. En effet, prêter en « premier rang » avec, en plus, une hypothèque et un return de 4 à 5% deviendrait une opportunité d'investissement en bon père de famille qui tendrait à se généraliser.

3.1.2 Le manque de connaissances

Enormément d'acteurs sont peu informés sur le crowdfunding de manière générale. Certains investisseurs en ignorent même l'existence et quelques entrepreneurs ne le considèrent pas comme une source de financement à part entière.

Ce manque de connaissances et d'expertise se ressent aussi auprès des plateformes. Les plateformes sont continuellement à la recherche d'un nouveau modèle, plus efficace. C'est la raison pour laquelle certaines plateformes apparaissent, disparaissent, se spécialisent sur un seul type de crowdfunding ou amènent même de nouvelles structures de financement comme c'est le cas avec la plateforme Beebonds.

3.1.3 Le manque d'éducation sur le prêt mezzanine

En addition au fait que beaucoup de personnes ignorent l'existence du crowdfunding, Frédéric Levy-Morelle estime qu'il y a aussi un manque d'éducation sur le prêt mezzanine en Belgique. En comparaison avec la France, la Belgique est un pays qui est beaucoup moins familier avec les prêts mezzanines de manière générale. (Levy-Morelle, F. (cfr. annexe B.4))

3.1.4 L'aversion au risque des investisseurs belges

A l'inverse des Américains qui ont foi en la technologie, la croissance et le développement, les Européens exercent une culture de précaution face aux risques. Nous pouvons d'ailleurs citer cette phrase de l'Institut Delors à ce sujet : « *Les Européens ont une culture du contrôle ex ante, les Américains ex post. L'UE, qui promeut le principe de précaution, chercherait à réguler le risque de manière proactive, alors que les États-Unis, qui s'y opposent, attendraient d'avoir la preuve d'un risque avant de formuler des nouvelles normes.* » (Wiener, J. et al., 2014)

Le crowdfunding immobilier n'est donc pas totalement compatible avec la mentalité des investisseurs belges étant donné le niveau de risque qu'il entraîne pour les investisseurs. Le Belge est généralement assez prudent, il préfère limiter sa prise de risque et conserver son compte épargne, même si il ne lui rapporte que très peu. (Charles, M. (cfr. annexe B.5))

3.1.5 Les limitations imposées par la législation belge

A l'inverse de la France, en Belgique, le crowdfunding immobilier est très peu encadré quant à la législation. Il n'existe pas de réglementation qui soit expressément créée pour réguler ce mode de financement. (cfr. supra p.33) Certaines lois s'appliquent au crowdfunding mais celles-ci n'ont pas été initialement établies dans ce but. (Dejemeppe, S. (cfr. annexe B.1))

Ces lois limitent d'ailleurs fortement l'utilisation du crowdfunding. Par exemple, selon la loi du 26 juin 2006, lorsqu'un promoteur finance un projet sur une plateforme de crowdfunding, un double seuil s'applique. En effet, sans rédaction d'un prospectus, les porteurs de projets ne peuvent lever des fonds que jusqu'à un montant maximal de 300.000€ (jusqu'il y a peu⁹) et les investisseurs sont eux aussi limités à un apport maximal de 5.000€ par projet. (cfr. supra p.34)

Le seuil d'investissement maximal par investisseur et par projet a pour but de protéger les investisseurs et d'éviter que ceux-ci n'investissent une trop grande partie de leurs avoirs dans ce mode de financement considéré comme risqué. Quant au seuil de levée de fonds maximal par demandeur de fonds et par projet, le but recherché est de conserver le crowdfunding comme financement alternatif, c'est-à-dire un financement à petite échelle. Cependant, le seuil maximal de 300.000€ qui était imposé jusqu'il y a peu représentait une véritable limite pour les promoteurs immobiliers qui nécessitent des montants relativement plus élevés pour financer leurs projets. Les seuils imposés par la législation belge font de la promotion immobilière un secteur d'activité qui n'est pas adapté à du financement par la foule. (Van Ex, J.B. (cfr. annexe B.6))

3.1.6 L'absence d'avantages fiscaux

Bien que la législation ait appliqué un principe de Tax Shelter au crowdfunding et plus précisément au financement des start-ups et des jeunes entreprises, ce principe ne s'applique à l'immobilier. En effet, selon l'article 48 de la loi-programme du 10 août 2015, pour bénéficier d'une réduction lors de l'acquisition de nouvelles actions ou parts d'entreprises qui débutent, la société doit répondre simultanément à différentes conditions. L'une d'entre elles est la suivante : « *La société n'est pas une société dont l'objet social principal ou l'activité principale est la construction, l'acquisition, la gestion, l'aménagement, la vente, ou la location de biens immobiliers pour compte propre, ou la détention de participations dans des sociétés ayant un objet similaire, ni une société dans laquelle des biens immobiliers ou autre droits réels sur de tels biens sont placés (...)* ». (Loi-programme du 10 août 2015)

⁹ Depuis le 21 juillet 2018, la loi permet de lever des fonds sans prospectus à hauteur de 5 millions par projet.

Il n'y a donc pas d'incitant fiscal pour le crowdfunding immobilier en Belgique. A l'inverse, en France, les investisseurs qui financent des projets immobiliers sur une plateforme de crowdfunding peuvent bénéficier d'une réduction d'impôt, ce qui les incite davantage à se diriger vers ce mode de financement. (Duysan, J. (cfr. annexe B.3))

3.1.7 La place prépondérante des banques

Proportionnellement à la taille du pays, le niveau de concurrence bancaire de la Belgique est très élevé. A partir du moment où un promoteur a une certaine renommée et qu'il propose de bons projets, il est presque certain d'obtenir un crédit bancaire. A l'inverse, en France par exemple, le marché du financement de la promotion immobilière est beaucoup plus frileux. Un promoteur belge est donc moins susceptible de se tourner vers le crowdfunding immobilier qu'un promoteur français étant donné qu'il peut obtenir le soutien d'une banque plus facilement. (Dejemeppe, S. (cfr. annexe B.1))

Par ailleurs, bien que certaines banques considèrent le crowdfunding comme une source complémentaire à leur activité, cet avis n'est pas partagé par toutes les institutions financières. Certaines banques participent au développement du crowdfunding ; c'est le cas de la banque BNP Paribas Fortis et son pacte de partenariat avec la plateforme MyMicroinvest, ou de la banque KBC qui a lancé sa propre plateforme de crowdfunding, BoleroCrowdfunding. Cependant, la majorité des banques conservent un comportement passif face au crowdfunding et n'estiment pas nécessaire d'informer leurs clients quant à l'existence de cette source de financement alternatif. (cfr. supra p.23) Les banques peuvent donc aussi être à l'origine du retard du crowdfunding immobilier en Belgique. (Riga, M., 2014)

3.1.8 Le nombre important de risques

Le crowdfunding immobilier en Belgique reste un investissement risqué et ce risque est d'ailleurs parfois plus élevé que dans d'autres pays.

Par exemple, en Belgique, lorsqu'un promoteur veut lancer un projet, il doit d'abord acheter le terrain et ensuite réaliser les demandes de permis. Cela prend donc énormément de temps et il est possible que les promoteurs n'obtiennent jamais de permis de construire.

En France, lorsqu'un promoteur achète un terrain, il ne s'engage à le payer qu'à partir du moment où le vendeur aura obtenu un permis de bâtir ; ainsi, lorsque les crowdfunders apportent leurs participations dans le financement d'un projet, le risque est déjà fortement réduit étant donné que le promoteur a déjà obtenu ses permis. (Dejemeppe, S. (cfr. annexe B.1))

3.1.9 Le nombre important d'alternatives d'investissement

La Belgique est un territoire de petite taille qui est fortement développé. L'activité immobilière y est dense et il existe une multitude de techniques pour investir dans l'immobilier. Il y a par exemple les sociétés immobilières règlementées (SIR), plus communément connues sous le nom de SICAFI, qui sont cotées en bourse et offrent des rendements intéressants. Etant donné que ce sont des entreprises présentes sur le marché Euronext, elles offrent des investissements transparents et liquides. (Majois, C., 2018)

Outre les SIR, l'immobilier belge offre de belles opportunités d'investissement direct. L'investissement direct consiste à acheter un appartement ou une maison et à le louer par la suite pour obtenir des rentrées sous forme de revenus locatifs. (Majois, C., 2018)

Citons aussi les activités bancaires d'investissement immobilier. Les banques qui structurent des activités d'investissements en immobilier sont très contrôlées et organisées, elles travaillent d'ailleurs souvent en accord avec un cabinet d'avocat. Les investisseurs font donc face à moins de risques et ont plus confiance en ce type d'investissement qu'en des plateformes en ligne. Les investisseurs vont alors souvent préférer se diriger vers une banque plutôt que vers des plateformes de crowdfunding pour investir dans l'immobilier. Il existe ainsi en Belgique énormément d'alternatives pour investir dans l'immobilier et cela peut expliquer que le crowdfunding immobilier reste un peu à la traîne. (Van Ex, J.B. (cfr. annexe B.6))

3.1.10 Le nombre important d'alternatives de financement

Si les investisseurs disposent de plusieurs alternatives d'investissement, cela s'applique aussi au financement des promoteurs. Ils ont accès à une multitude de sources de financement et le crowdfunding n'est souvent pas la première vers laquelle ils se dirigent. (Van Ex, J.B. (cfr.

annexe B.6)) Le promoteur immobilier belge Atenor bénéficie par exemple de l'accès à plusieurs sources de financement telles que l'autofinancement, les banques, le marché financier, les investisseurs institutionnels, les private placements, les fonds de pensions, les assurances, etc. Il n'est donc pas intéressant pour eux de se diriger vers du crowdfunding immobilier où les montants de levées de fonds sont limités et où les taux d'intérêt exigés par les investisseurs sont plus élevés. (D. Bens, S. (cfr. annexe B.2))

3.1.11 La difficulté de sortie des investisseurs

Etant donné qu'un projet immobilier prend quelques années à se concrétiser, les apports des investisseurs sont généralement bloqués pour un certain temps et il est presque impossible pour eux de les récupérer de façon anticipative. (cfr. supra p.77) Ce problème de liquidité des titres représente un frein important pour les investisseurs en crowdfunding immobilier.

3.1.12 Les dangers de la publicité

Les plateformes de crowdfunding immobilier représentent un outil publicitaire à double tranchant. Les plateformes de crowdfunding permettent de donner un maximum d'informations au marché. Cependant, elles sont obligées de publier toutes les informations relatives aux projets, qu'elles soient bonnes ou mauvaises. (cfr. supra p.74) Dès lors, si un projet tourne mal, l'ensemble du public en sera informé et pour le peu que la presse s'en mêle, cela peut fortement dégrader l'image du promoteur. (Levy-Morelle ,F. (cfr. annexe B.4)

3.2 Les perspectives de développement du crowdfunding immobilier en Belgique

Nous arrivons au terme de notre recherche qui consiste à déterminer les perspectives qui pourraient aider le crowdfunding immobilier à se développer dans les années à venir.

Selon nos recherches, les plateformes s'investissent de plus en plus afin d'établir un modèle de gestion de risque efficace. A l'avenir, ces plateformes analyseront les différents risques de façon encore plus minutieuse et les communiqueront avec le plus de transparence possible. Les investisseurs feront donc face à des risques mieux gérés, et le taux d'intérêt que les promoteurs devront leur verser sera réduit. Les deux parties seront alors davantage

intéressées par ce type de financement. Selon le rapport de Massolution en 2015 concernant le crowdfunding immobilier, « l'intérêt croissant des investisseurs pour les plateformes de financement participatif prouve que le financement participatif est une source légitime de fonds par rapport aux banques traditionnelles. »

Selon nos interviews, il y a néanmoins certains éléments qui pourraient favoriser le développement du crowdfunding immobilier en Belgique dans les années à venir.

3.2.1 Harmonisation de la loi belge à l'échelle européenne en matière de prospectus

Jusqu'à fin juillet, la loi du 16 juin 2006 limitait le seuil de levée de fonds sans prospectus à 300.000€ par projet, ce qui est relativement faible pour financer des projets de promotion immobilière qui s'élèvent généralement à plusieurs millions. (cfr. supra p.34) Etant donné que ce montant était assez restrictif, le crowdfunding ne concernait alors principalement que des projets immobiliers de petite taille. Selon Joël Duysan, c'est la raison pour laquelle l'offre de projets immobiliers sur les plateformes de crowdfunding est relativement faible.

De plus, si les promoteurs souhaitent lever plus que le seuil imposé, ils doivent rédiger un prospectus, ce qui est une opération coûteuse dont le prix varie entre 10.000 et 15.000€. C'est la raison pour laquelle certains promoteurs décident de ne pas opter pour du crowdfunding.

Cependant, la situation quant à la réglementation s'améliore étant donné le projet de loi publié le 12 juin 2018 concernant une harmonisation de la loi belge en matière de prospectus avec la législation européenne adopté le 5 juillet 2018. (cfr. supra p.38) Cette loi est entrée en vigueur le 21 juillet et n'oblige désormais de rédiger un prospectus qu'à partir du seuil de 5 000 000€ par projet.

Cette évolution du seuil de levée de fond par projet pourrait considérablement modifier la place du crowdfunding dans le financement de projet de promotion immobilière.

Selon le rapport fait au nom de la Commission des Finances et du Budget, « *les obligations légales d'application pour les entreprises qui souhaitent se financer en faisant appel au grand public sont désormais sensiblement assouplies. Cette nouvelle approche sera moins onéreuse pour les entreprises, tout en assurant l'information correcte des investisseurs.* » Ce changement permettra de donner l'accès au crowdfunding à des promoteurs plus importants et

de financer des projets d'un montant largement supérieur sans devoir déboursier des sommes importantes à la rédaction de prospectus. (Levy-Morelle, F. (cfr. annexe B.4)) Ce changement pourrait amener des plateformes de crowdfunding traditionnelles à se tourner davantage vers des projets de promotion immobilière. (De Roock, M. (cfr. annexe B.7))

3.2.2 L'harmonisation de la législation européenne en matière de crowdfunding

A l'heure actuelle, chaque pays dispose de ses propres règles et lois en matière de crowdfunding (cfr. supra p.37), ce qui rend l'investissement au-delà des frontières difficile pour les investisseurs. Par ailleurs, cette différence au niveau des régulations entraîne une différence de croissance du crowdfunding d'un pays à l'autre. C'est ainsi que l'Angleterre et la France ont connu un développement du crowdfunding plus rapide que les autres pays européens. Si cela concerne le crowdfunding de manière générale, cela s'applique bien entendu aussi au crowdfunding immobilier.

Une des pistes éventuelles à suivre pour soutenir le développement du crowdfunding immobilier en Belgique serait alors d'harmoniser la législation européenne en matière de crowdfunding. L'objectif serait de mettre en place des règlements et des lois qui s'appliqueraient à l'ensemble des pays européens et de faire du crowdfunding un secteur professionnel. (Bolero Crowdfunding, 2017) Simon Dejemeppe explique par exemple que l'Europe pourrait prévoir une réglementation imposant un certain profil auquel les promoteurs devraient répondre afin d'accéder à une plateforme. Certains promoteurs ne sont pas scrupuleux et ne sont pas systématiquement bloqués par les plateformes de crowdfunding. Il faudrait qu'il y ait des critères de sélections imposés par la loi afin de contrôler et de sélectionner tous les promoteurs de la même façon sur toutes les plateformes à travers l'Europe. (Dejemeppe, S. (cfr. annexe B.1))

Toutefois, comme expliqué précédemment, la situation s'améliore étant donné que la Commission européenne a proposé un projet de loi de règlement européen concernant le crowdfunding. Ce règlement offrirait un statut européen pour les plateformes de crowdfunding qui serait additionnel aux statuts nationaux déjà existants. Cependant, rien ne garantit que ce projet de loi sera un jour approuvé et si tel est le cas, cela ne sera pas immédiat. (De Roock, M. (cfr. annexe B.7))

3.2.3 L'harmonisation de la fiscalité en matière de crowdfunding

L'harmonisation de la fiscalité devrait se faire à deux échelles. D'une part, il faudrait harmoniser la fiscalité à l'échelle européenne afin que chaque pays offre les mêmes incitants fiscaux aux crowdfunders. D'autre part, il faudrait une harmonisation de la fiscalité belge afin que le crowdfunding immobilier bénéficie du Tax Shelter au même titre que le crowdfunding dédié à financer des start-ups. (cfr. supra p.39)

Cela supposerait bien entendu que les autorités décident de soutenir l'immobilier, ce qui n'est peut-être pas indispensable dans l'état actuel des choses. Le principal objectif du Tax Shelter est de soutenir le développement des start-ups et jeunes entreprises car celles-ci vont permettre de créer de l'emploi et de faire tourner l'économie. Cependant, les promoteurs immobiliers se portent bien actuellement et n'ont pas nécessairement besoin de ce soutien. Il est donc peu probable que ce principe de Tax Shelter soit étendu à l'immobilier.

3.2.4 L'allègement du contenu du prospectus

Une autre suggestion de Simon Dejemeppe serait de revoir le contenu et le niveau de détail du prospectus afin, d'une part, de fournir aux investisseurs des informations de la façon la plus correcte possible et, d'autre part, de les rendre plus lisibles et plus accessibles à l'ensemble des investisseurs. A ce jour, le prospectus est un document extrêmement complexe qui n'est pas facilement compréhensible par tous les investisseurs. Il serait donc bénéfique de mettre en place un prospectus qui soit plus allégé quant à son contenu.

3.2.5 L'obligation d'une participation minimale des promoteurs

Selon Simon Dejemeppe, il faudrait imposer aux promoteurs d'apporter un montant minimum de fonds propres personnels dans les projets qu'ils souhaitent financer via des plateformes de crowdfunding. Ce montant minimum représente une sécurité supplémentaire pour les investisseurs. Le promoteur reste l'actionnaire du projet, il devrait donc être obligé d'apporter des fonds afin de prouver qu'il croit en son projet et qu'il n'hésite pas, lui aussi, à y participer.

A titre d'exemple, nous pouvons citer le projet « *Queen's View II* » financé en partie par la plateforme Spred (ex-MyMicroinvest). Bien que ce projet ne soit pas un projet immobilier belge puisqu'il se situe à Cannes, il est un bon exemple illustratif. (cfr. annexe A.3)

Chiffres clés	Coût d'acquisition de l'immeuble (commission incluse) :	EUR 37,5m
	Travaux de rénovation :	EUR 5,0 m (EUR 2.500 / m ²)
	Frais de transaction :	EUR 2,0 m
	Prêt hypothécaire :	EUR 35,0 m
	Montant restant à financer :	EUR 7.5 m

Figure 9 : Chiffres clés du financement du projet « *Queen's Views II* ». (Spreds, 2018)

Le coût total de ce projet est de 37,5 millions. La banque va financer à hauteur de 35 millions et le promoteur va faire un emprunt mezzanine de 7,5 millions. Dans ces 7,5 millions, 6 millions ont été placés auprès de clients sophistiqués. Le million et demi manquant sera levé auprès de la plateforme. Ces emprunts seront ensuite remboursés à un taux d'intérêt annuel brut de 10,00 % sur les 18 premiers mois et de 11,00 % sur les 6 derniers mois. Les intérêts seront capitalisés et leur paiement sera concomitant au remboursement du principal.

Auprès de la plateforme, les investisseurs peuvent prendre un ticket de 5.000€ maximum pour une levée de fonds limitée à 300.000 euros. Parallèlement, un autre comportement permet d'investir des multiples de 100.000 euros.

Nous voyons qu'à travers cette structure de financement, le promoteur n'apporte aucun apport personnel. Son coût total de 42,5 millions d'euros va être financé par de la dette bancaire à hauteur de 35 millions et par de la dette mezzanine à hauteur de 7,5 millions. Le fait que le promoteur ne se « mouille » pas directement en participant au financement de son projet entraîne un sentiment de méfiance du côté des investisseurs. Une solution serait alors d'imposer aux promoteurs d'apporter un montant minimal d'equity, évoluant proportionnellement à l'objectif de financement.

3.2.6 L'éducation des crowdfunders

Un risque majeur rencontré dans le crowdfunding en général est que les investisseurs manquent d'expérience et de connaissances dans ce domaine d'activité. Depuis 2017, la FSMA doit s'assurer que les investisseurs soient soumis à un test de connaissance afin de

déterminer s'ils disposent des connaissances suffisantes pour se lancer dans ce type d'investissement. Les investisseurs doivent vraiment être conscients qu'ils sont les derniers à être remboursés. Ils sont très hauts dans le bilan, ils sont proches du capital et c'est la partie la plus risquée dans un bilan.

La plateforme Bolero Crowdfunding estime qu'il serait intéressant de donner une mention « investisseurs accrédités » aux investisseurs détenant les connaissances suffisantes en matière de crowdfunding afin de leur permettre d'investir plus de 10 000€.

De plus, comme mentionné précédemment, il y a en Belgique un manque d'éducation sur les prêts mezzanines qui devrait être adressé.

3.2.7 L'amélioration des conditions de sorties des investisseurs

Finalement, il serait avantageux d'améliorer les conditions de sortie du crowdfunding. Bien que quelques marchés secondaires aient vu le jour pour le crowdfunding, ils restent encore très rares et peu nombreux. Il serait alors intéressant de permettre aux investisseurs qui le souhaiteraient de sortir des projets et de récupérer leurs fonds. (Bolero Crowdfunding, 2017)

Une solution possible au problème de sortie des investisseurs pourrait être le Blockchain.

Le Blockchain est une base de données de stockage et de transmission d'informations qui est numérique, sécurisée et sans organe de contrôle. Le fait de ne pas avoir de serveur central assure une totale transparence de l'information. De plus, c'est une technologie qui est sécurisée car elle est distribuée sur différents ordinateurs, ce qui permet d'assurer une traçabilité continue de l'information et une distribution équitable vers tous les membres. L'information est donc accessible et visible par tous. Cette technologie permettrait de numériser les titres et donc de pouvoir les revendre en cas de besoin de fonds sans devoir passer par un marché d'échange ou une banque. Les crowdfunders pourraient voir en temps réel l'ensemble des échanges, des entrées et des sorties relatives à un projet en question. En plus de régler ce problème de sortie des investisseurs, le système de Blockchain permettrait de supprimer les commissions additionnelles qui sont levées par les plateformes pour la gestion du processus de paiement. (Bolero Crowdfunding, 2017).

Le Blockchain permettrait donc de rendre le crowdfunding plus liquide et d'attirer plus d'investisseurs. Ils auraient alors la possibilité de ne plus voir leurs fonds bloqués pour une période de 24 à 36 mois. Le Blockchain n'est qu'un outil permettant d'améliorer la liquidité des titres de créances. (Duysan, J. (cfr. annexe B.3))

3.2.8 Le co-living et le co-working

En Belgique, un secteur qu'il faudrait particulièrement garder à l'œil est celui du secteur de l'immobilier collectif. Selon Joël Duysan, une opportunité de développement du crowdfunding immobilier se trouve dans ce qui est relatif au co-living et même au co-working. De nos jours, nous sommes de plus en plus orientés vers une mentalité de partage, avec des surfaces privées plus petites et des espaces collectifs plus grands. L'avenir du crowdfunding immobilier pourrait donc résider dans le développement de projet de co-living et de co-working.

3.2.9 L'amélioration des plateformes

Les plateformes jouent un rôle primordial quant à l'avenir du crowdfunding immobilier en Belgique. Elles doivent améliorer leur design, les informations qu'elles donnent et surtout le suivi des projets. Il faut que les plateformes offrent un visuel attractif et améliorent leur marketing. Comme expliqué précédemment, beaucoup de personnes ignorent l'existence du crowdfunding ; il faudrait alors que les plateformes fassent parler d'elles et qu'elles augmentent leurs canaux de diffusion afin d'attirer plus d'investisseurs et plus de promoteurs.

Cette évolution des plateformes en ligne se fera naturellement avec le temps. Etant donné les réglementations qui vont être mises en place et l'omniprésence de l'innovation technologique en matière de désintermédiation des banques, les variantes de crowdfunding sont amenées à se développer et deviendront sensiblement différentes à celles que nous connaissons actuellement.

Finalement, ce n'est que par le succès des campagnes de crowdfunding de projets immobiliers que le crowdfunding immobilier augmentera sa notoriété en tant que mode de financement alternatif. Ce succès confortera les promoteurs dans leurs choix de financement et fera du crowdfunding un outil professionnel à part entière.

LIMITES DE L'ANALYSE

L'analyse effectuée afin de comprendre l'état actuel et l'avenir du crowdfunding immobilier belge présente tout de même certaines limites.

Premièrement, les entretiens obtenus avec les différents intervenants ont été effectués par le biais de questions ouvertes. Bien que ce type d'interview comporte certains avantages, il entraîne aussi un certain nombre d'inconvénients. Premièrement, nous n'avons pas obtenu d'entraînement quant à la façon de poser des questions. Selon l'intonation, la vitesse et la manière dont les questions ont été posées, il est probable qu'il y ait eu un faible biais lors du questionnement. Par ailleurs, chaque interlocuteur peut répondre aux questions ouvertes de la manière dont il le souhaite, ce qui peut rendre les résultats plus difficiles à interpréter.

Deuxièmement, certaines interviews ont été réalisées à distance. Un entretien par téléphone n'offrant pas les mêmes conditions de rencontre qu'un entretien en face-à-face, il s'est parfois avéré difficile de poser l'ensemble des questions initialement prévues.

Troisièmement, notre échantillon reste relativement limité. Nous avons interviewé 2 plateformes, 3 promoteurs immobilier, 2 membres de la FSMA et 1 représentant du secteur bancaire. Nous avons tenté de parcourir différents secteurs concernés par le crowdfunding immobilier mais l'ensemble de ces interlocuteurs ne représentent forcément pas l'avis de tous les acteurs concernés par le sujet en Belgique. Ces résultats ne sont donc pas nécessairement suffisamment représentatifs.

Quatrièmement, lors de notre analyse et de nos interviews, nous avons considéré le crowdfunding immobilier comme une activité de crowdlending. Cependant, le crowdfunding immobilier est en pleine évolution, il est alors possible que celui-ci prenne la forme du crowdequity ou du profit-sharing, types de crowdfunding auxquels les résultats obtenus lors de nos interviews ne s'appliqueraient pas.

Finalement, le crowdfunding immobilier en Belgique est un secteur d'activité qui est encore très récent et peu développé. Il est donc fort probable que les résultats obtenus lors de notre analyse changent significativement dans les années à venir. Il serait donc opportun de reproduire une étude semblable dans quelques années.

CONCLUSION

Ces dernières années ont été marquées par l'évolution des valeurs et des modes de vie. Les nouvelles générations ont développé de nouvelles valeurs davantage tournées vers le partage, la collaboration, la co-crédation, la production participative, etc. De plus, on a connu récemment une véritable évolution en matière d'innovation technologique. L'émergence de l'Internet et le développement des réseaux de communication ont considérablement modifié le mode de vie de ces nouvelles générations désormais « super-connectées ».

Le crowdfunding avait donc naturellement une place à prendre dans ce nouveau paysage et cette vision de la vie innovante et c'est ainsi qu'il est apparu aux Etats-Unis et s'est ensuite étendu en Europe. Le crowdfunding a énormément évolué et a pris différentes formes telles que le crowd-donating, le reward-based crowdfunding, le crowdequity ou encore le crowdlending. Le crowdfunding concerne aujourd'hui plusieurs secteurs d'activités, en ce compris l'immobilier.

Le crowdfunding immobilier est un financement alternatif qui permet aux promoteurs de récolter des fonds sans devoir recourir au soutien des banques. Le crowdfunding vient donc compléter les différents outils mis à la disposition des promoteurs pour financer leur bilan ou un projet spécifique par le biais d'un SPV.

En Belgique, c'est surtout le crowdlending sous forme de dette mezzanine qui représente l'essentiel des volumes récoltés. Comme alternative et/ou complément à l'equity, le crowdlending permet de rassembler suffisamment de fonds propres pour négocier des financements bancaires. Le crowdfunding permet donc aux promoteurs d'augmenter leur ROE et de diminuer leur coût de financement étant donné que le coût de la dette mezzanine du crowdfunding (7-12%) est relativement moins élevé que le return escompté par les promoteurs sur leur equity (20%). En tant qu'alternative au crédit bancaire, le crowdlending de premier rang reste quant à lui peu développé en Belgique, ce qui est compréhensible dans ce contexte de taux historiquement bas. Toutefois, si les taux bancaires devaient remonter à des niveaux de 4-5%, il est raisonnable de penser que les promoteurs s'intéresseraient davantage à cette source de financement comme alternative aux crédits bancaires classiques devenus plus onéreux.

Quant aux investisseurs, le crowdfunding leur permet d'investir dans « de la brique » et sans devoir acquérir un bien, cette dernière option nécessitant des montants relativement importants avec de nombreuses contraintes en matière de suivi. (Deschamps, J., 2017) Comme les certificats immobiliers, qui ont connu un fort succès dans les années 80, le crowdfunding permet aux investisseurs d'investir dans un secteur qui reste relativement facile à comprendre en comparaison avec d'autres activités industrielles ou technologiques. Si le gros des volumes se concentre aujourd'hui sur les prêts mezzanines, qui ne sont pas sans risque, avec des rendements de 7 à 12 %, il est raisonnable de penser qu'une augmentation des taux d'intérêt inciteront les investisseurs « bon père de famille » à placer leurs économies dans des opérations de crowdlending de premier rang, surtout si les taux bancaires devaient remonter à des niveaux de 4-5%.

L'essor du crowdfunding a été suivi de près par les banques qui ont rapidement saisi le risque que cela représentait pour leur activité. Actuellement, le crowdfunding représente clairement un risque pour les banques car il permet la désintermédiation, en offrant des alternatives au crédit bancaire, au placement de dette mezzanine et également au placement d'equity. Les banques ont réagi en tentant d'accompagner leurs clients à travers ce nouveau mode de financement. Certaines banques ont déjà créé des partenariats avec des plateformes en ligne, d'autres ont même lancé leur propre plateforme de crowdfunding. Le crowdfunding est donc appelé à offrir de nouvelles sources de revenus pour les banques qui pourront innover en la matière.

Le crowdfunding ne fait pas l'objet de législation spécifique qui soit expressément établie dans le but de réglementer son activité. Néanmoins, faisant appel à l'épargne publique, le crowdfunding tombe sous le champ d'application de différentes réglementations. C'est plus particulièrement la FSMA, l'autorité des services et des marchés financiers en Belgique, qui est en charge du bon déroulement des opérations de crowdfunding, de la protection des consommateurs des services financiers et de l'intégrité du marché financier en Belgique.

Néanmoins, compte tenu du succès rencontré par ce mode de financement alternatif, on peut s'attendre à ce que les autorités de marché commencent à établir certaines lois propres au crowdfunding, tant au niveau national que dans un souci d'harmonisation au niveau européen. C'est le cas de l'harmonisation de la loi belge avec la loi européenne en matière de

prospectus, qui, depuis le 21 juillet 2018, permet aux porteurs de projet de lever jusqu'à 5 millions d'euros sans prospectus sur une plateforme de crowdfunding.

Ce changement pourrait considérablement modifier la place du crowdfunding dans le paysage du financement immobilier en donnant l'accès à des promoteurs plus importants et en amenant des plateformes traditionnelles à se tourner davantage vers des projets immobiliers.

Dans les années à venir, d'autres projets de lois spécifiques au crowdfunding pourraient favoriser le développement du crowdfunding immobilier en Belgique. C'est le cas du projet de loi qui a récemment été soumis concernant l'harmonisation de la législation européenne en matière de crowdfunding. Cette loi réglerait le crowdfunding à l'échelle européenne et offrirait un statut européen pour les plateformes de crowdfunding. Ce statut serait additionnel aux statuts nationaux déjà existants. Si ce projet est voté, le crowdfunding immobilier en sera très positivement impacté.

Toujours dans le cadre de la législation, il est clair que le crowdfunding immobilier est relativement pénalisé dans la mesure où il ne bénéficie pas du système de Tax Shelter mis en place pour les autres catégories d'actifs financés par le crowd. Il est évident que le Tax Shelter serait de nature à augmenter le volume de transactions financées par le crowdfunding immobilier, mais il est peu probable que les autorités étendent le champ d'application de la loi aux actifs immobiliers dans la mesure où l'immobilier ne nécessite pas dans l'immédiat d'incitants fiscaux pour soutenir et promouvoir ce secteur de l'économie.

S'il reste beaucoup à attendre du législateur, les plateformes de crowdfunding ont également un rôle important à jouer pour promouvoir ce type de financement alternatif. Les plateformes doivent innover et trouver des solutions pour faire rencontrer l'offre des promoteurs et la demande des investisseurs tout en travaillant avec les autorités pour faire évoluer le cadre législatif. Nous avons notamment fait référence aux conditions de sortie qui représentent aujourd'hui un frein considérable au développement du crowdfunding immobilier en écartant bon nombre d'investisseurs de par le problème de non-liquidité des titres.

Au cours de nos interviews, nous avons identifié plusieurs pistes de développement qui devraient retenir l'attention des promoteurs. Les promoteurs du crowdfunding devraient se pencher sur de nouvelles classes d'actifs immobiliers, telles que les espaces de co-living et co-working, qui devraient attirer le crowd. Nous avons également mis l'accent sur l'importance de la qualité et de la transparence à donner au prospectus qui doit rester

abordable et assimilable par l'investisseur « lambda », sans oublier la formation et l'éducation des investisseurs qui doivent encore se familiariser avec ces nouveaux produits d'investissement relativement complexes et structurés.

Au-delà de toutes ces pistes que nous venons d'évoquer, force est de constater que le crowdfunding immobilier relève toujours de l'innovation financière. Si les levées de fonds sont généralement couronnées de succès, les projets financés par ces levées de fonds n'en restent pas moins non-aboutis pour la plupart et il faudra donc attendre le couronnement avec succès de quelques projets 'crowdfunded' afin que ceux-ci puissent servir de référence pour conforter les investisseurs.

On peut dès lors espérer que l'évolution de la législation, une remontée des taux d'intérêt, le dynamisme et le professionnalisme des plateformes, et enfin la publicité qui sera donnée aux projets finalisés avec succès contribueront à faire du crowdfunding immobilier belge un mode de financement qui trouvera sa place dans tout portefeuille de bon père de famille.

BIBLIOGRAPHIE

Alvarez Campa, R., Bailleux, A. (2016). *Le tax shelter pour tous*. Récupéré de <http://www.lalibre.be/economie/libre-entreprise/le-tax-shelter-pour-tous-570d3edb35708ea2d479bd83> (Consulté le 11/07/2018)

Baudino, H. (2016). *Le crowdfunding cartonne en Europe... et surtout au Royaume-Uni*. Récupéré de <https://www.latribune.fr/entreprises-finance/le-crowdfunding-cartonne-en-europe-mais-surtout-au-royaume-uni-618532.html> (Consulté le 19/07/2018)

Becquet, P. (2015). *Les différentes formes de Crowdfunding*. Récupéré de <http://www.bsi-economics.org/510-formes-crowdfunding> (Consulté le 12/07/2018)

Be Crowd. (2017). *Les différents types de crowdfunding*. Récupéré de <http://www.be-crowd.com/articles/les-formes-du-crowdfunding> (Consulté le 17/07/2018)

Belleflamme, P., Lambert, T., & Schwienbacher, A. (2010). *Crowdfunding: An industrial organization perspective*. In *Prepared for the workshop Digital Business Models: Understanding Strategies*, 25-26.

Belleflamme, P., Lambert, T., & Schwienbacher, A. (2013). Individual crowdfunding practices. *Venture Capital*, 15(4), 313-333.

Belleflamme, P. (2014). *Les plateformes de crowdfunding : comprendre leurs rôles et leurs stratégies*. Récupéré de <http://www.ipdigit.eu/2015/10/les-plateformes-de-crowdfunding-comprendre-leurs-roles-et-leurs-strategies/> risks (Consulté le 27/06/2018)

Belleflamme, P., Omrani, N., & Peitz, M. (2015). The economics of crowdfunding platforms. *Information Economics and Policy*, 33, 11-28.

Bertrand C. et Jakubowski B. (2016), *Le fric, c'est chic : panorama du crowdfunding en 2016*, Réalités industrielles, février 2016, p 39-79

Bessière V., Stephany E. (2014), *Le financement par crowdfunding. Quelles spécificités pour l'évaluation des entreprises ?*, *Revue française de gestion* 2014/5 (N°242), pp. 149-161.

Bolero Crowdfunding, (2017). *Whitepaper rapport 2017 : Le crowdfunding en Belgique, une croissance soutenue*.

Bolero Crowdfunding. (2016). *Le crowdfunding en Belgique: une croissance rapide dans un terreau fertile*. Récupéré de <https://bolero-crowdfunding.be/fr/news-events/actualites/le-crowdfunding-en-belgique> (Consulté le 29/07/2018)

Bolero Crowdfunding. (2017). *Bolero Crowdfunding Société du groupe KBC*. Récupéré de <https://bolero-crowdfunding.be/fr> (Consulté le 23/07/2018)

Bourse Direct. (2016). *Entre attractivité et risques : quel avenir pour le Crowdfunding Immobilier ?* Récupéré de : <https://www.boursedirect.fr/fr/actualites/categorie/opcvm/entre-attractivite-et-risques-quel-avenir-pour-le-crowdfunding-immobilier-opcvm-360-0602d8d2a156bdec625195e1348758dd95ed6a77> (Consulté le 28/07/2018)

Branellec, G., Onnée, S. (2017). *L'essor du crowdfunding immobilier*. *Revue Française de Gestion*. Volume 43, Numéro 269, novembre-décembre 2017. Le management face au judiciaire. *Les défis de l'internormativité* p129-145

Bryan Zhang, Peter Baeck, Tania Ziegler, Jonathan Bone and Kieran Garvey, *Pushing boundaries, the 2015 UK alternative finance industry report*, Cambridge Center for Alternative Finance, February 2016, p.41-42. Récupéré de https://www.nesta.org.uk/sites/default/files/pushing_boundaries_0.pdf (Consulté le 27/07/2018)

Bureau fédéral du Plan. (2017). *Perspectives démographiques 2016-2060*. Récupéré de http://statbel.fgov.be/sites/default/files/files/documents/bevolking/5.8%20Bevolkingsvoorzichten/bestanden/FOR_POP1660_11440_F%20print.pdf (Consulté le 19/07/2018)

Business Immo. (2018). *Baromètre annuel 2017 du crowdfunding immobilier en France*. Récupéré de <https://www.businessimmo.com/etudes/93593/barometre-annuel-2017-du-crowdfunding-immobilier-en-france> (Consulté le 21/06/2018)

Centre de Connaissances du Financement des PME. (2011). *Enquête CEFIP : Financement des PME*. Récupéré de http://www.ipcf.be/uploads/documents/CeFiP_rapport.pdf (Consulté le 15/07/2018)

Chauvaux, N. (2017). *Le crowdfunding en Belgique : de la théorie à la pratique*. (Mémoire de master). Louvain School of Management, Université Catholique de Louvain, Louvain-la-Neuve.

Cloot, A. (2016). *Un premier site de prêts entre particuliers en Belgique*. Récupéré de <http://plus.lesoir.be/71400/article/2016-12-01/un-premier-site-de-prets-entre-particuliers-en-belgique> (Consulté le 20/07/2018)

Commission Européenne. (2015). *Le financement participatif expliqué*. Récupéré de <http://ec.europa.eu/DocsRoom/documents/10229/attachments/1/translations/fr/renditions/native> (Consulté le 25/06/2018)

Crofun. (2017). *Crofun est une plateforme de crowdfunding et de financement alternative*. Récupéré de <https://www.crofun.be/fr/> (Consulté le 17/07/2018)

Cuignet, M. (2015). *Impact et perspectives de développement du crowdfunding en Belgique*. (Mémoire de master). Louvain School of Management, Université Catholique de Louvain, Louvain-la-Neuve.

Culot, Henri., (2016) *Le financement des start-ups : aspects de droit financier et réglementaires*. La révolution digitale et les start-ups p.15-41.

Cumming, D. J., Leboeuf, G., & Schwenbacher, A. (2014). Crowdfunding models: Keep-it-all vs. all-or-nothing. *Finance meeting EUROFIDAI-AFFI paper*, 10.

Damodaran, A. (2008). *Finding the right financing mix : The capital structure decision*. New York University

Danmayr, F. (2013). *Archetypes of Crowdfunding Platforms : A multidimensional Comparison*. Springer Gabler, p 17-45

de Broqueville, O. (2017). *New Business Model And E-Commerce (LLSMS2007)*. Université Catholique de Louvain

De Buysere, K., Gajda, O., Kleverlaan, R., Marom, D., & Klaes, M. (2012). *A framework for European crowdfunding*. European Crowdfunding Network.

Dejemeppe, S. (2017). *L'avenir du crowdfunding immobilier en Belgique*. (Mémoire de master). Université Saint-Louis – Bruxelles, ICHEC Brussels Management School

De Prez, P., Ryckaert, D., & Marquette, V. (2014). *Le crowdfunding en Belgique – un état des lieux*. Récupéré de <http://www.simontbraun.eu/fr/news/news!corporate!banking!and!finance/1924!le!crowdfunding!en!belgique!un!etat!des!lieux> (Consulté le 27/06/2018)

de Rongé, Y. (2015). *Comptabilité et analyse des états financiers (LLSMG2050)*. Université catholique de Louvain.

Deschamps, J. (2017). *Le crowdfunding immobilier : une autre façon d'investir dans la pierre*. Récupéré de https://www.lemonde.fr/argent/article/2017/08/17/le-crowdfunding-immobilier-une-autre-facon-d-investir-dans-la-pierre_5173324_1657007.html (Consulté le 19/07/2018)

Dessouroux C. et Romainville A. (2011). *La production de logements en Belgique et à Bruxelles – Acteurs, dynamiques, géographie, EchoGéo*, Récupéré de <https://journals.openedition.org/echogeo/12279> (Consulté le 11/07/2018)

Direction Générale des Entreprises. (2018). *Le financement participatif ou crowdfunding*. Récupéré de <https://www.entreprises.gouv.fr/politique-et-enjeux/financement-participatif-ou-crowdfunding> (Consulté le 23/07/2018)

Droit Finances. (2018). *Garantie à première demande*. Récupéré de <https://droit-finances.commentcamarche.com/faq/23809-garantie-a-premiere-demande-definition> (Consulté le 27/07/2018)

European Banking Authority .(2013). *Crowdfunding*. Récupéré de https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/financing-investment/crowdfunding_en (Consulté le 29/05/2018)

Facon, P. (2014). *Le besoin en fonds de roulement (BFR) : définition, calcul et intérêt*. Récupéré de <https://www.compta-facile.com/besoin-en-fond-de-roulement-bfr/> (Consulté le 28/06/2018)

Fédération des Entrepreneurs Généraux de la Construction. *La loi Breyne*. Récupéré de http://www.fegc.be/publication/pdf/breyne_fr.pdf (Consulté le 23/07/2018)

FSMA (2012). *Cadre réglementaire applicable aux opérations de crowdfunding*. Récupéré de <https://www.financialforum.be/sites/financialforum.be/files/media/1252c.pdf> (Consulté le 16/07/2018)

FSMA. (2017). *Autorité des services et marchés financiers*. Récupéré de <https://www.fsma.be/fr> (Consulté le 09/07/2018)

Galloy, P. (2017). *Forte croissance du crowdfunding belge*. Récupéré de <https://www.lecho.be/les-marches/actu-general/Forte-croissance-du-crowdfunding-belge/9865273> (Consulté le 20/07/2018)

Gerber, E. M., & Hui, J. (2013). *Crowdfunding: Motivations and deterrents for participation*. *ACM Transactions on Computer-Human Interaction (TOCHI)*, 20(6), 34.

Germon, R., & Maalaoui, A. (2015). *Le crowdfunding, une nouvelle voie de financement pour les PME*. Lecoindre G. *Le grand livre de l'économie PME*.

Goy, D. et Conus, D. (2016). *Le crowdlending immobilier : l'exemple du marché suisse*, *Réalités industrielles*, février 2016, pp. 33-37.

Grégoire. (2017). *Tax shelter : quels enjeux pour l'investissement belge ?* Récupéré de <http://www.moninvestissementenligne.com/tax-shelter-quels-enjeux-pour-linvestissement-belge/> (Consulté le 22/06/2018)

Guest, A. (2013). *Crowdsourcing : Devenir une ressource intelligente pour les entreprises, et plus seulement un compte en banque*. Récupéré de <https://ecs-digital.com/actus-2-0/crowdsourcing-devenir-une-ressource-intelligente-pour-les-entreprises-et-plus-seulement-un-compte-en-banque/> (Consulté le 10/06/2018)

Harvie, C., Narjoko, D., & Oum, S. (2013). *Small and Medium Enterprises' access to finance: evidence from selected Asian economies*. *ERIA Discussion Paper Series*, ERIA-DP-2013-23.

Hello Crowdfunding. (2017). *Combien prélèvent les plateformes de crowdfunding immobilier?* Récupéré de <https://www.hellocrowdfunding.com/immobilier/actualites/combien-prelevent-les-plateformes-de-crowdfunding-immobilier> (Consulté le 25/06/2018)

Henry, P., Pottier, F. *Tentative de définition de la promotion immobilière en droit belge*, *Jurim Pratique*, 2008/1 Récupéré de <http://www.ejuris-consult.be/promoteur-immobilier.shtml> (Consulté le 19/07/2018)

Immoweb. *Métier : promoteur immobilier !* Récupéré de <https://www.immoweb.be/fr/page.cfm?page=Developers.htm> (Consulté le 12/07/2018)

Kiss Kiss Bank Bank. (2017). *Comment réussir sa collecte de fonds*. Récupéré de https://www.kisskissbankbank.com/fr/pages/guide/promote_your_project (Consulté le 22/06/2018)

Klaps, J., Deseyn, R. (2018). *Projet de loi relatif aux offres au public d'instruments de placement et aux admissions d'instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés*. Rapport fait au nom de la Commission des Finances et du Budget. Récupéré de <http://www.lachambre.be/doc/FLWB/pdf/54/3150/54K3150002.pdf> (Consulté le 19/07/2018)

Koregraf. (2017). *Le crowdfunding dans le monde ?* Récupéré de <https://www.koregraf.com/blog/le-financement-participatif-dans-le-monde.html> (Consulté le 02/07/2018)

KPMG. (2014). *Crowdfunding in Belgium*. Récupéré de <https://www.febelfin.be/sites/default/files/InDepth/crowdfunding-brochure.pdf> (Consulté le 06/07/2018)

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*. Moniteur belge, 21 June 2006, p. 31352.

Loi du 18 Décembre 2016 *organisant la reconnaissance et l'encadrement du crowdfunding et portant des dispositions diverses en matière de finances*. (2016). Moniteur belge, 20 December, p. 87668.

Lambert, T., Schwienbacher, A. (2010). *An Empirical Analysis of Crowdfunding*

Larousse. (2017). *Définition de « start-up » selon le dictionnaire de français Larousse*. Récupéré de <http://www.larousse.fr/dictionnaires/francais/start-up/74493> (Consulté le 12/05/2018)

Larousse. (2017). *Définition de « PME » selon le dictionnaire de français Larousse*. Récupéré de <http://www.larousse.fr/dictionnaires/francais/PME/61847?q=PME#61146> (Consulté le 12/05/2018)

Lauwers, M. (2017). *Quels sont les premiers projets de crowdfunding fiscalement avantageux*. Récupéré de <https://www.lecho.be/entreprises/general/quels-sont-les-premiers-projets-de-crowdfunding-fiscalement-avantages/9880323.html> (Consulté le 29/07/2018)

Lauwers, M. (2018). *On pourra lever jusqu'à 5 millions en crowdfunding*. Récupéré de <https://www.lecho.be/entreprises/services-financiers-assurances/on-pourra-lever-jusqu-a-5-millions-en-crowdfunding/10032107.html> (Consulté le 24/07/2018)

L'Echo. (2017). *Notre crowdfunding pour restaurer la Statue de la Liberté*. Récupéré de <https://www.lecho.be/economie-politique/international-usa/Notre-crowdfunding-pour-restaurer-la-Statue-de-la-Liberte/9859011> (Consulté le 12/06/2018)

Leonardi, P., Lempereur, J. (2014). *Etrimo, une affaire qui a marqué l'immobilier au fer rouge*. Récupéré de <http://www.lesoir.be/archive/recup/679026/article/economie/immo/2014-10-13/etrimo-une-affaire-qui-marque-l-immobilier-au-fer-rouge> (Consulté le 12/07/2018)

Look&Fin. (2016). *Financement du projet immobilier « Les Terrasses de Gatti »*. Récupéré de <https://www.lookandfin.com/fr/actualite/emprunteur/financement-projet-immobilier-les-terrasses-de-gatti> (Consulté le 02/07/2018)

LesEchos. *Lexique financier : Entité ad hoc*. Récupéré de https://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition_entite-ad-hoc.html#xtor=SEC-3168 (Consulté le 17/07/2018)

L'Expert comptable. (2012). *Le financement participatif immobilier ou crowdfunding immobilier*. Récupéré de <https://www.l-expert-comptable.com/a/532375-le-financement-participatif-immobilier-ou-crowdfunding-immobilier.html> (Consulté le 11/07/2018)

Mahinc C. et Magnier C. (2017), *Etude sur le crowdfunding immobilier en France en 2016*. Récupéré de <http://etudecrowdimmo.fr/medias-2017/> (Consulté le 27/07/2018)

- Mercadier, H. (2015). *Le crowdfunding, relais de la finance traditionnelle ?* Récupéré de <http://businesscycles.eu/tech/cowcot-entreprises-le-crowdfunding-relais-de-la-finance-traditionnelle/> (Consulté le 29/07/2018)
- Masset, E. (2017). *Le tax-shelter pour les start-ups enfin complété.* Récupéré de <http://www.pardoen.be/tax-shelter-start-ups-enfin-complete/> (Consulté le 19/06/2018)
- Massolution. (2013). *Crowdfunding industry Report.* Récupéré de <http://www.crowdfunding.nl/wp-content/uploads/2012/05/92834651-Massolution-abridged-Crowd-Funding-Industry-Report1.pdf> (Consulté le 16/07/2018)
- Massolution. (2015). *Crowdfunding industry Report.* Récupéré de <http://crowdexpert.com/crowdfunding-industry-statistics/> (Consulté le 16/07/2018)
- Mon ASBL. (2017). *Le crowdfunding en Belgique : Les chiffres clés.* Récupéré de <https://www.monasbl.be/info/le-crowdfunding-en-belgique-les-chiffres-cles> (Consulté le 17/07/2018)
- Mozzeno. (2017). *Les chiffres clés des 9 premiers mois d'activité de mozzeno.com.* Récupéré de <https://www.mozzeno.com/fr/news/les-chiffres-cles-des-9-premiers-mois-dactivite-de-mozzeno-com/> (Consulté le 23/07/2018)
- MyMicroinvest. (2015). *Comptes historiques.* Récupéré de <https://www.spreds.com/fr/financings/95-mymicroinvest/financials> (Consulté le 17/07/2018)
- Nedmic, M. (2012). *La statue de la liberté financée par le crowdfunding.* Récupéré de <http://www.alloprod.com/la-statue-de-la-liberte-financee-par-le-crowdfunding/> (Consulté le 05/06/2018)
- Onnée, S., Renault, S. (2014). *Crowdfunding : vers une compréhension du rôle joué par la foule. Management & Avenir 2014/8 (N° 74) p.117*

Riga, M. (2014). *Le crowdfunding : bilan et perspectives* (Mémoire de master). Louvain School of Management, Université catholique de Louvain, Louvain-la-Neuve.

Romet, Q. (2018). *Le crowdfunding immobilier en voie de diversification*. Récupéré de <https://www.lesechos.fr/idees-debats/cercle/cercle-184470-le-crowdfunding-immobilier-en-voie-de-diversification-2187769.php> (Consulté le 22/06/2018)

Schwienbacher, A., & Larralde, B. (2010). *Crowdfunding of small entrepreneurial ventures*. Sofiralp. (2012). *Définition de la pré-commercialisation*. Récupéré de <https://www.sofiralp.fr/8-17-29-pre-commercialisation.html> (Consulté le 28/06/2018)

Taste, D. (2017). *La Statue de la Liberté, premier crowdfunding de l'histoire*. Récupéré de <http://www.shareparis.com/statue-de-la-liberte-crowdfunding/> (Consulté le 28/06/2018)

Van Gysel, R. (2017). *Nouveau cadre réglementaire en matière de crowdfunding*. Récupéré de <https://www.eubelius.com/fr/eubelius-spotlights> (Consulté le 06/07/2018)

Vintray, A. (2016). *Les 4 risques du crowdfunding*. Récupéré de <https://www.contrepoints.org/2016/08/17/205493-4-RISQUES-DU-CROWDFUNDING> (Consulté le 21/06/2018)

Wiener, J., Rogers, M., Hammitt, J., Sand, P. (2014). *La réalité de la précaution. Analyse comparée des réglementations du risque aux Etats-Unis et en Europe*. Récupéré de <https://institutdelors.eu/wp-content/uploads/2018/01/principeprecautionusue-fabry-garbassone-ijd-juil14.pdf> (Consulté le 12/07/2018)