

Crowdequity et Crowdlending : deux alternatives de financement des TPE/PME

Le cas de l'entreprise Gifts for Change

Par Imen MEJRI

Enseignant-chercheur à NEOMA Business School

Malek HAMOUDA

Enseignant-chercheur à l'ISG Programme Business & Management

et Donia TRABELSI

Maître de conférences à Télécom École de Management IMT – Institut Mines Télécom et membre du laboratoire de recherche LITEM

Le *crowdfunding* rémunéré s'est fortement développé ces dernières années. Il se positionne comme une solution alternative à la problématique de financement des PME/TPE. Notre recherche, qui étudie les atouts et les limites du financement participatif rémunéré comparé au financement traditionnel, met en évidence les spécificités du *crowdlending* et du *crowdequity*. Notre étude porte sur l'entreprise Gifts for Change, qui a la particularité d'avoir été financée par ces deux types de financement participatif. L'analyse montre que le *crowdfunding* rémunéré dispose de différents dispositifs qui ne sont adaptés qu'à certains projets. Aussi, la question du choix entre le *crowdlending* et l'*equity crowdfunding* ne se pose pas au même stade de développement des entreprises. Notre travail permet également d'adresser des recommandations essentielles aux entrepreneurs souhaitant se financer *via* le *crowdfunding* rémunéré.

Introduction

Les TPE/PME rencontrent d'importantes difficultés pour se financer auprès des piliers du financement classique. Ce financement traditionnel leur est effectivement de moins en moins accessible du fait d'un contexte de crise économique et de nouvelles réglementations restrictives. Pour répondre aux besoins des entrepreneurs, un nouveau produit de financement a vu le jour sur le marché, à savoir le financement participatif ou *crowdfunding*, qui se base sur la puissance de l'Internet afin d'assurer une proximité entre les bailleurs de fonds et les entrepreneurs (AGRAWAL *et al.*, 2011 ; MOLLICK, 2014).

Il existe plusieurs catégories de *crowdfunding*. La forme la plus médiatisée est le don, avec ou sans contrepartie (MOLLICK, 2014 ; VULKAN, 2016). Cependant,

nous assistons depuis quelques années à l'émergence de plateformes de financement participatif rémunéré. Dans ce cadre, nous distinguons le financement participatif par souscription d'actions (*crowdequity* ou *equity crowdfunding*) et le financement participatif sous la forme de prêts (*crowdlending*). Le développement de ces deux composantes du *crowdfunding* a été important. Selon le Baromètre du *crowdfunding* du 14 septembre 2017⁽¹⁾, les levées de fonds réalisées en France par les plateformes de prêt ont augmenté de 48 % entre le 1^{er} semestre 2016 et le 1^{er} semestre 2017, et de 46 %

⁽¹⁾ Baromètres 2013, 2014 et 2015 réalisés par Compinnov pour Financement Participatif France (FPF), l'association des professionnels du *crowdfunding*, et baromètres du 21 février et du 14 septembre 2017 réalisés par l'association Financement Participatif France (FPF) et KPMG.

entre 2015 et 2016. Sur ces mêmes périodes, cette évolution est respectivement de 15 % et de 36 % pour les plateformes d'investissement en capital. Il convient de préciser que l'*equity crowdfunding* a connu sa plus forte croissance en 2014 (+ 146 %). Quant au financement participatif sous la forme de prêts, il a enregistré son évolution la plus importante en 2015 (+ 122 %). En parallèle, les limites du *crowdfunding* et ses risques sous-jacents sont de plus en plus mis en avant. Par exemple, en France, le service des études de l'association des consommateurs UFC-Que Choisir a étudié 337 entreprises ayant eu recours au financement participatif, ainsi que les plateformes auxquelles elles ont fait appel. Son rapport publié le 23 février 2017⁽²⁾ met en garde contre les risques du secteur et contre les abus de certains de ses acteurs. On y dénonce « la promesse de rendements surestimés, la présentation partielle et la sélection hasardeuse des projets à financer, des obligations légales insuffisamment respectées, ainsi qu'une multitude de clauses abusives au sein des conditions générales d'utilisation des plateformes ».

Le développement du *crowdfunding* dans le paysage financier français et l'intérêt croissant des entreprises pour le *crowdfunding* rémunéré, malgré ses risques éventuels, posent la question de la pertinence de cette alternative de financement. Ainsi, nous nous proposons dans cet article de mettre en exergue les deux composantes du *crowdfunding* rémunéré : le financement participatif par souscription d'actions et le financement participatif sous la forme de prêts. Plus précisément, nous nous efforcerons de répondre aux questions de recherche suivantes : pourquoi un entrepreneur ferait-il appel au financement participatif rémunéré plutôt qu'au financement classique ? Et dans ce cadre, quelles sont les spécificités du *crowdfunding* et de l'*equity crowdfunding* ?

Notre article présente une étude qualitative exploratoire à travers l'analyse de l'entreprise Gifts for Change (la marque Treez), qui a effectué deux levées de fonds via le financement participatif rémunéré : la première sous la forme d'un prêt auprès de la plateforme Blue Bees, et la deuxième sous la forme d'une participation en capital auprès de la plateforme Wiseed. Dans ce cadre, nous nous basons notamment sur l'analyse d'entretiens semi-directifs effectués avec le fondateur de cette entreprise, ainsi qu'avec deux responsables au sein de ces plateformes. Le cas de l'entreprise Gifts for Change est particulièrement intéressant à analyser, car il permet d'effectuer une analyse comparative entre le *crowdfunding* et le *crowdequity*. À notre connaissance, notre étude empirique est la première à avoir eu pour ambition de comparer entre elles les deux formes du financement participatif rémunéré.

Cet article s'organise comme suit : d'abord, nous présenterons le contexte dans lequel s'est développé le financement participatif rémunéré. Ensuite, nous aborderons les atouts et les limites du *crowdfunding*

rémunéré par rapport au financement traditionnel. Les spécificités du *crowdfunding* et de l'*equity crowdfunding* seront mises en exergue. Enfin, nous exposerons notre méthodologie et présenterons notre analyse, avant de conclure.

Un contexte favorable au développement du *crowdfunding* rémunéré

Le *crowdfunding* rémunéré a vu le jour à la fin des années 2000. En France, ce mode de financement s'est développé dans un contexte caractérisé par une conjonction de facteurs : des facteurs structurels liés à l'évolution du secteur de financement traditionnel (banques et fonds de capital investissement) et des facteurs spécifiques liés à l'émergence du secteur du financement participatif en tant que tel.

D'abord, nous enregistrons un ralentissement du crédit bancaire aux PME en France (KREMP et PIOT, 2014). Les TPE et les PME s'adressent naturellement aux banques quand elles ont besoin de se financer, les considérant comme des acteurs privilégiés du financement, notamment à cause de leur accès limité aux marchés financiers (BENDRISS *et al.*, 2014). Cependant, les deux dernières crises financières (la crise des *subprimes* en 2008 et la crise de la dette souveraine en 2011), ainsi que la mise en place progressive de la nouvelle réglementation prudentielle post-crise (Bâle III) ont changé la donne. Aujourd'hui, même si les entreprises françaises ne semblent pas avoir connu une situation de rationnement du crédit (*credit crunch*)⁽³⁾, nous notons une atonie de la distribution du crédit et une diminution de la dette bancaire, en particulier de la part dédiée au financement de l'exploitation (KREMP et PIOT, 2014). Les auteurs expliquent cette tendance par la baisse de la demande des entreprises. Cependant, ils précisent que « les PME de très petite taille ou de création récente ont de vraies difficultés d'accès au crédit bancaire ».

Ensuite, les entreprises, en particulier au stade du démarrage, ont de plus en plus de mal à se financer auprès des fonds de capital investissement spécialistes du financement des jeunes entreprises non cotées. Le *private equity* a été fortement touché par la dernière crise économique et financière (MAHIEUX, 2012). Durant cette période, les montants investis par les fonds de capital-risque et de capital-amorçage dans les *start-ups* et les entreprises innovantes françaises ont enregistré une baisse après des années de forte croissance⁽⁴⁾. Aujourd'hui, malgré l'assainissement du secteur du capital investissement, la sélectivité dont il fait preuve est de plus en plus forte, tandis que la présence des *business angels* est encore insuffisante (KETTANI et VILLEMEUR, 2012). De ce fait, les projets

⁽²⁾ « Les placements participatifs : des placements risqués au potentiel moindre que le Livret A », disponible sur : www.quechoisir.org/action-ufc-que-choisir-financement-participatif-alerte-sur-les-risques-et-abus-n24530/

⁽³⁾ D'après l'enquête de la BCE et de la Commission européenne réalisée auprès de PME européennes (2013) et le rapport de l'Insee, « Les entreprises en France », 2014.

⁽⁴⁾ Selon les statistiques de l'Association française des investisseurs pour la croissance (AFIC), en 2008.

au stade de l'amorçage, à cause du risque élevé et de l'asymétrie d'information, rencontrent des difficultés à se financer auprès des acteurs qui leur étaient *a priori* destinés.

Enfin, une nouvelle catégorie d'investisseurs a émergé sur les marchés. En effet, de plus en plus d'investisseurs souhaitent reprendre le contrôle de leur épargne et aspirent à participer directement à l'économie réelle (LESUR, 2016). Le développement de l'Internet participatif ou social à travers les notions de Web 2.0 ou de Web collaboratif (O'REILLY, 2005) a permis de mettre en relation cette nouvelle catégorie d'investisseurs avec les porteurs de projets à la recherche d'un financement (AGRAWAL *et al.*, 2011). La logique financière du *crowdfunding*, dans laquelle les contributeurs cherchent à réaliser un gain sous la forme d'intérêts ou de dividendes et de plus-values en capital s'est progressivement installée en parallèle à la logique de volontariat relative au financement participatif sous la forme de dons, avec ou sans contrepartie (BERTRAND et JAKUBOWSKI, 2016).

Dans ce contexte, un nouveau cadre réglementaire qui se veut sécurisant pour les contributeurs, tout en étant allégé pour les plateformes, a été mis en place. En France, les pouvoirs publics ont précisé les nouvelles règles de l'exercice de cette nouvelle activité⁽⁵⁾. Les plateformes de *crowdfunding* rémunéré doivent être immatriculées au registre unique des intermédiaires en assurance, banque et finance tenu par l'ORIAS⁽⁶⁾. Nous distinguons les CIP (conseillers en investissement participatif : plateformes de financement participatif par souscription de titres financiers) des IFP (intermédiaires en financement participatif : plateformes de financement participatif sous la forme de prêts). Il convient de signaler que les plateformes de financement participatif sous la forme de dons n'ont pas l'obligation de s'immatriculer auprès de l'ORIAS. Elles peuvent toutefois choisir de le faire en tant qu'IFP. Selon Fliche *et al.* (2016), le nouveau cadre législatif permettrait non seulement de protéger les investisseurs, mais aussi de réduire les contraintes propres à chaque type de financement participatif rémunéré (prêt et souscription d'actions). Un label a d'ailleurs été créé pour identifier les plateformes qui respectent ces nouvelles règles.

Les atouts et les limites du *crowdfunding* rémunéré comparé au financement traditionnel

Comparé au financement traditionnel, le *crowdfunding* rémunéré partage certains atouts et limites du financement participatif sous la forme de dons, avec ou

⁽⁵⁾ Ordonnance n°2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif et son décret d'application n°2014-1053 du 16 septembre 2014.

⁽⁶⁾ Il s'agit d'une association, sous tutelle de la direction générale du Trésor, qui a été créée en 2007 pour homologuer les intermédiaires en assurance, conformément à une directive de l'Union européenne datant de 2002. Depuis le 1^{er} octobre 2014, l'ORIAS a pour mission la tenue et la mise à jour du registre des intermédiaires en assurance, banque et finance.

sans contrepartie. Toutefois, le *crowdfunding* et l'*equity crowdfunding* se distinguent par des avantages et des inconvénients qui leur sont propres.

Atouts et limites communs avec le *crowdfunding* sous forme de don

Au regard du contexte dans lequel le *crowdfunding* a vu le jour et s'est développé, ce nouveau mode de financement se positionne comme un moyen alternatif de financer les TPE et les PME (FASSHAUER, 2016). La plateforme offre ainsi aux entrepreneurs la possibilité d'accéder à des ressources financières sans avoir recours aux acteurs établis du secteur financier. Le *crowdfunding* permet, en effet, le financement direct des projets entrepreneuriaux grâce à des plateformes qui facilitent la rencontre entre l'offre et la demande et garantissent une interaction directe entre les investisseurs et les porteurs de projets (GIUDICI *et al.*, 2012). Comparée au financement classique, cette solution de financement présente différents avantages (GOLIC, 2014 ; LAMBERT et SCHWIENBACHER, 2010). Dans ce cadre, la distance géographique ne représente plus un frein au financement (AGRAWAL *et al.*, 2011 ; BELLEFLAMME *et al.*, 2013 ; VALANCIENE et JEJELEVICIUTE, 2013). Les plateformes permettent aussi de mobiliser des investisseurs qui adhèrent aux mêmes valeurs que l'entrepreneur et qui appartiennent à une même communauté (FASSHAUER, 2016). Ces investisseurs supportent un risque moindre, puisque l'apport de chacun et donc le risque sous-jacent sont faibles. Au-delà de la levée des fonds, le financement participatif est un moyen de développer l'activité de l'entreprise au travers du processus de la collecte de fonds (LAMBERT et SCHWIENBACHER, 2010). Les investisseurs sont à la fois des clients potentiels et des ambassadeurs des projets (MOLLICK, 2014). Ce rôle d'ambassadeur est particulièrement important dans le cadre du *crowdfunding* rémunéré, puisque le rendement obtenu par les investisseurs est conditionné par le succès du projet. En outre, le financement par *crowdfunding* permet à l'entrepreneur d'avoir des signaux crédibles en ce qui concerne le potentiel de son produit sur le marché (GERBER *et al.*, 2012 ; VALANCIENE et JEJELEVICIUTE, 2013). Il offre également un avantage concurrentiel en garantissant une promotion à la fois de l'entreprise et du projet (GAJDA et WALTON, 2013). Il en résulte une réduction des coûts de conception et de commercialisation et une optimisation du processus de développement de nouveaux produits (LAMBERT et SCHWIENBACHER, 2010). Gerber *et al.* (2012) et Belleflamme *et al.* (2013) s'accordent à dire que les principales raisons pour lesquelles les entrepreneurs font appel au *crowdfunding* sont la collecte des fonds et les motivations commerciales et *marketing*, ainsi que le développement de relations et de réseaux.

Toutefois, malgré les avantages mentionnés précédemment, le *crowdfunding* peut avoir des limites. La littérature sur les inconvénients du financement participatif n'est pas très avancée, à cause de la jeunesse du secteur et du manque de recul. Les premiers arguments dans ce cadre sont l'absence d'évaluation par les spécia-

listes et la possibilité d'une manipulation des donateurs par un discours *marketing* et des promesses dénuées de tout fondement (BLANCHARD et SABUNCU, 2016). Belanovà (2015) énonce un certain nombre d'inconvénients du *crowdfunding*. D'abord, ce type de financement suit, dans la majorité des cas, un modèle du « tout ou rien » ; ainsi, si le montant demandé n'est pas atteint, les fonds collectés sont reversés aux contributeurs. De plus, il ne faut pas négliger la pression subie par les entrepreneurs, notamment en termes de délai du lancement de l'activité. Par ailleurs, un échec de la campagne peut constituer un frein au développement futur des activités de l'entreprise en question.

Les spécificités du *crowdfunding* et de l'*equity crowdfunding*

Chacune des deux composantes du financement participatif rémunéré, le *crowdfunding* et l'*equity crowdfunding*, présentent des spécificités qu'il convient d'analyser.

En ce qui concerne le *crowdfunding*, celui-ci présente certains avantages par rapport au crédit bancaire. D'abord, lever des fonds *via* les plateformes permet à l'entrepreneur d'accéder à l'emprunt sans apporter de garanties en contrepartie (YUM *et al.*, 2012). Ensuite, les coûts opérationnels sont réduits et, par conséquent, les prêteurs peuvent avoir un retour sur investissement plus intéressant (YUM *et al.*, 2012). Enfin, Internet et les réseaux sociaux facilitent la communication et la transmission d'informations entre l'emprunteur et les prêteurs (MAIER, 2016), accélérant ainsi le processus de levée de fonds comparativement au crédit bancaire traditionnel (LESUR, 2015).

Toutefois, comme le soulignent Cai *et al.* (2016), l'un des principaux problèmes du *crowdfunding* est l'asymétrie d'information. Selon Herzenstein *et al.* (2011) et Yum *et al.* (2012), ce problème peut être en partie réduit si l'emprunteur divulgue des informations personnelles et financières permettant de rassurer les financeurs et de développer une confiance mutuelle. Ainsi, le succès d'une campagne de levée de fonds *via* le *crowdfunding* dépend fortement des informations communiquées. Larrimore *et al.* (2011) stipulent que l'utilisation de récits étendus, de descriptions concrètes du projet et de mots quantitatifs a un potentiel informationnel et persuasif plus important, ce qui augmente la probabilité de succès du financement. Plusieurs auteurs indiquent que la quantité et la qualité des informations communiquées par les plateformes sur les projets favorisent leur financement et le gain de confiance des prêteurs (GREINER et WANG, 2010 ; HERZENSTEIN *et al.*, 2011 ; GONZALEZ et LOUREIRO, 2014). En outre, afin de réduire l'asymétrie d'information, certaines plateformes de prêts établissent des notations de crédit pour chaque projet. Emekter *et al.* (2015) montrent que le taux d'échec des campagnes de levée de fonds est inversement proportionnel à la notation financière, alors qu'il est positivement lié à la durée de la campagne. Mais indépendamment de l'évaluation du risque de défaut de l'entreprise par les plateformes, la sélection des projets revient au final à la foule, ce qui représente l'un des principaux risques inhérents au *crowdfunding*. Ce processus n'est plus de la responsabilité des institutions financières, ce qui augmente le risque supporté par le prêteur (YUM *et al.*, 2012).



Man raising money with a pulley, lithographie, École anglaise du XX^e siècle, collection privée.

« Lever des fonds *via* les plateformes permet à l'entrepreneur d'accéder à l'emprunt sans apporter de garanties en contrepartie. »

S'agissant de l'*equity crowdfunding*, il permet, quant à lui, à la foule, *via* une plateforme en ligne, de prendre une participation dans le capital d'entreprises, de la même manière que des fonds de capital-risque. Comparé aux autres formes de *crowdfunding*, il permet de lever des montants plus importants (FAUSSHAUER, 2016) et en augmentation constante au fil du temps (VULKAN *et al.*, 2016). L'*equity crowdfunding* affiche clairement l'objectif des contributeurs : obtenir un rendement monétaire positif sur leurs investissements. Cette forme de financement participatif implique l'existence d'une évaluation *pre-money* de chacun des projets (VULKAN *et al.*, 2016), ce qui permet de mettre en avant le potentiel intrinsèque de l'entreprise.

L'*equity crowdfunding* pallie la principale limite du capital-risque, à savoir sa sélectivité élevée. Il représente ainsi une source supplémentaire de capital d'amorçage et s'intègre dans les phases les plus en amont du cycle de financement de l'entreprise (BESSIÈRE et STÉPHANY, 2014). Il peut même être considéré comme une menace pour le *venture capital* ainsi que pour les *business angels* (VULKAN *et al.*, 2016). Ces derniers apportent certes un soutien financier direct aux projets entrepreneuriaux, mais ils ne présentent pas de structure reliant les entrepreneurs et les investisseurs (GIUDICI *et al.*, 2012). Par ailleurs, le nombre des investisseurs et l'effet de « foule », sur les plateformes d'*equity crowdfunding*, permettent de combler le processus de *due diligence* inhérent au *private equity* (VULKAN *et al.*, 2016). La plateforme renforce le processus d'évaluation en apportant une expertise financière permettant de fixer le prix offert (BESSIÈRE et STÉPHANY, 2014). Girard et Deffains-Crapsky (2016) stipulent que les plateformes de *crowdequity* peuvent consolider leur dispositif sélectif au travers d'un montant élevé du ticket d'entrée et d'une syndication avec des investisseurs initiés (par exemple, des *business angels*). Cependant, les investisseurs et les plateformes ne jouent pas pleinement le rôle actif que nous retrouvons dans le capital-risque et auprès des *business angels* (BESSIÈRE et STÉPHANY, 2015). Le management de la participation après la levée de fonds paraît difficile en raison du nombre important des investisseurs, de leur faible part dans le capital et d'un accompagnement limité de la plateforme après la clôture de la campagne (ANDRIEU et GROH, 2013 ; FAUSSHAUER, 2016). Certaines plateformes d'*equity crowdfunding* adoptent un mode de gouvernance par la *holding* permettant de structurer les interactions entre le porteur de projet et les actionnaires, dans la phase post-investissement (BESSIÈRE et STÉPHANY, 2015 ; GIRARD et DEFFAINS-CRAPSKY, 2016). Cependant, le *holding* se limite souvent aux fonctions administratives (BESSIÈRE et STÉPHANY, 2015 ; GIRARD et DEFFAINS-CRAPSKY, 2016).

Enfin, pour les deux formes de financement participatif rémunéré, le cadre législatif gagnerait à être réajusté notamment dans un objectif d'harmonisation à l'échelle européenne. Fliche *et al.* (2016) soulignent que ce dernier ne semble pas couvrir l'ensemble des nouvelles formes de *crowdfunding* qui se développent aujourd'hui. Par exemple, ce cadre réglementaire n'est pas adapté aux plateformes d'*equity crowdfunding*

spécialisées dans le secteur immobilier, à cause des instruments financiers utilisés et de la forme juridique de certaines sociétés immobilières. En général, l'utilisation des bons de caisse ou des obligations permet de contourner les contraintes pesant sur les prêts proposés par les IFP. Mais il en résulte un risque plus important pour les investisseurs.

Méthodologie

Notre étude empirique, qui adopte une démarche qualitative exploratoire, se base sur une étude de cas longitudinale. Elle se veut à la fois explicative et descriptive (selon les définitions de Yin, 1993 et 2014) et instrumentale (selon la définition de Stake, 1995). Son objectif n'est pas de généraliser nos résultats, mais de mettre en évidence des phénomènes particuliers. Selon Yin (2014), une étude de cas unique est une méthodologie empirique appropriée, en particulier si le cas analysé révèle une situation permettant d'examiner de façon approfondie un phénomène récent dans un contexte réel.

Le cas étudié dans ce travail porte sur l'entreprise française Gifts for Change. Cette entreprise a effectué deux campagnes de collecte de fonds : la première en 2015 sous la forme d'un prêt *via* la plateforme Blue Bees et la seconde en 2016 sous la forme de souscription d'actions *via* la plateforme Wiseed. Ce cas est d'un intérêt tout particulier, car le fait pour une même entreprise de faire appel aux deux formes de financement participatif rémunéré reste aujourd'hui un cas très rare, voire, à notre connaissance, unique. La situation de cette entreprise permet ainsi d'examiner de façon approfondie les motivations de son recours au financement participatif et se prête bien à une analyse comparative entre ces deux modes de financement.

Notre ambition est d'expliquer le choix de l'entreprise Gifts for Change de faire appel successivement au *crowdlending* et à l'*equity crowdfunding*. Les avantages et les inconvénients de chacune de ces deux formes de *crowdfunding* rémunéré sont également mis en avant. Par ailleurs, l'étude de ce cas nous permet de tirer les enseignements nécessaires pour adresser aux entrepreneurs souhaitant se financer *via* le financement participatif rémunéré des recommandations essentielles.

Nos sources de données sont multiples : d'abord, des données primaires, grâce à des entretiens semi-directifs avec le fondateur de l'entreprise, Alexis Krycève, ainsi qu'avec deux responsables des plateformes Blue Bees et Wiseed (respectivement Emmanuelle Paillat et Élodie Manthé⁽⁷⁾). Ces entretiens, qui ont duré entre 50 minutes et 1 heure 40, ont été retranscrits intégralement (67 pages, au total). Ensuite, des données secondaires collectées à travers une étude documentaire en mobilisant les informations disponibles sur les sites des plateformes sur lesquelles les campagnes ont été effectuées, ainsi qu'à travers l'exploitation de documents de référence de l'entreprise Gifts for Change.

⁽⁷⁾ Emmanuelle Paillat est directrice chez Blue Bees. Élodie Manthé est *business developer* chez Wiseed.

Présentation du cas Gifts for Change

L'étude porte sur l'entreprise Gifts for Change (détentrice de la marque Treez), fondée par Alexis Krycève (A. K.). Gifts for Change est une société qui s'insère dans l'entrepreneuriat social et qui développe une approche très innovante dans le secteur de la communication par l'objet. Son métier consiste en la conception et la distribution d'objets promotionnels et d'accessoires de mode éthiques à impacts positifs. Il s'agit d'une entreprise écoresponsable qui a été créée en 2014 à Paris et qui commercialise, aujourd'hui, les marques Gifts for Change (en B to B, *Business to Business*) et Treez (en B to C, *Business to Consumers*). En B to B, Gifts for Change crée et distribue des objets promotionnels (*goodies*) éco-conçus, qui contribuent à de grandes causes telles que la reforestation, la régénération des fonds marins ou la protection des abeilles. En B to C, la marque Treez, quant à elle, vend sur Internet des bijoux tendance et identitaires qui contribuent principalement à la reforestation⁽⁸⁾. Le chiffre d'affaires de l'entreprise s'est élevé à 450 000 € en 2017.

La TPE évolue dans un marché de plus de 1,4 milliard d'euros⁽⁹⁾. Malgré la concurrence (250 fabricants importateurs promotionnels, dont 4 % dits *green*), elle se différencie des autres acteurs du secteur sur plusieurs points : fabrication française, soutien à de grandes causes, écoconception et éco-innovation⁽¹⁰⁾. Son fondateur, Alexis Krycève (A. K.), justifie d'une formation et d'une expérience professionnelle entrepreneuriales. Âgé de 39 ans, diplômé d'HEC Paris (HEC Entrepreneurs) et lauréat du réseau Entreprendre Paris en 2014, A. K. travaille depuis 15 ans dans des projets à forte dimension sociale et environnementale. En 2002, il a cofondé l'entreprise Alter Eco, spécialisée dans le commerce équitable. En 2008, il a participé au lancement d'un nouveau projet, PUR Project, qui développe des programmes de reforestation un peu partout dans le monde. En parallèle, il a créé son propre cabinet de conseil spécialisé sur les sujets de responsabilité sociale et de développement durable.

Convaincu que les entreprises à impacts positifs sont un modèle d'avenir garant de la performance économique, A. K. n'a cessé d'inciter les entreprises à s'engager sur des sujets environnementaux et sociaux. Dans ce cadre, il a eu l'idée de créer un petit objet pour que le grand public puisse également participer à ces projets : ce fut l'idée « des bracelets qui plantent des arbres ». Un bracelet vendu, c'est un arbre planté dans le cadre d'un projet de reforestation, quelque part dans le monde. L'arbre peut être géolocalisé grâce au code inscrit sur chaque bracelet, permettant ainsi à son acquéreur de suivre le projet de reforestation correspondant à son bracelet. La commercialisation des bracelets a débuté dans le cadre de l'activité de conseil du fondateur en 2012 et s'est consolidée, par la suite, à travers la création d'une société à part entière, en septembre 2014 (une société par actions simplifiée au capital social de 5 250 €). L'entreprise a été baptisée Gifts for Change (des cadeaux pour le changement), avec l'idée qu'un objet peut être un moyen de s'engager pour le changement au sens large dans des actions sociales, éthiques et environnementales.

Durant l'année 2015, le modèle économique et la pertinence de l'offre ont été validés. Ces trois dernières années, l'entreprise Gifts for Change a connu différentes évolutions. Ces dernières se sont principalement manifestées sur trois plans :

- la réorientation de la stratégie commerciale,
- une extension de la gamme des produits proposés,
- et une diversification des causes soutenues.

Tout d'abord, au niveau de la stratégie commerciale de l'entreprise, le projet était au départ très orienté B to C : « une marque de bracelet pour le grand public » (A. K.). Le fondateur s'est rendu compte par la suite que le potentiel de développement à court et à moyen termes était au niveau d'une clientèle « entreprises ». Ainsi, la marque Gifts for Change a été développée et la stratégie B to B s'est intensifiée, alors qu'elle ne représentait pas la stratégie initiale de l'entreprise : « J'envisageais de distribuer dans des boutiques qui n'étaient pas, finalement, adaptées à ce projet. J'avais déjà quelques clients B to B, mais je le voyais comme un truc à la marge. J'ai pris conscience qu'il y avait un vrai potentiel du marché à ce niveau et que les clients *business* seraient un relais de croissance important... » (A. K.). L'entreprise réalise encore une partie de son chiffre d'affaires en B to C à travers sa marque Treez, mais elle mise exclusivement sur la vente en ligne pour cette branche de l'activité.

Il convient de signaler que la nouvelle orientation de la stratégie commerciale de Gifts for Change a été fortement influencée par sa campagne de financement participatif. Le fondateur l'explique ainsi : « Les échanges avec les investisseurs potentiels m'ont fait prendre conscience que le projet B to C semblait difficilement crédible et beaucoup plus risqué pour les investisseurs. Parmi les vertus que j'attribuais à la recherche de financement, c'est ça qui m'a aidé à affiner mon projet, et également ma stratégie... ».

Ensuite, depuis 2016, la gamme de produits de l'entreprise Gifts for Change s'est largement étendue. En plus de l'objet initial, c'est-à-dire le bracelet, d'autres produits ont été développés. La marque Treez commercialise aujourd'hui « les bijoux qui plantent des arbres » en proposant différents modèles de bracelets et de colliers.

Le concept de Treez

« Pour chaque bijou Treez acheté, un arbre est planté, quelque part dans le monde. Nos bijoux sont éco-conçus et fabriqués en France par des personnes en situation de handicap. Nos créations s'écrivent comme les chapitres d'une histoire, dont l'ambition est de remettre les arbres, la poésie et la beauté au centre du monde » (TREEZ.org).

⁽⁸⁾ Le programme de reforestation concerne notamment le Ghana, la Thaïlande, le Pérou et le Maroc.

⁽⁹⁾ Pour la partie B to B.

⁽¹⁰⁾ Informations communiquées par le fondateur de Gifts for Change (A. K.) et disponibles sur les pages des deux campagnes de levées de fonds réalisées par cette entreprise sur les sites de Wised et de Blue Bees.

À ses clients « entreprises », la marque Gifts for Change offre désormais une large gamme de produits promotionnels engagés : papeterie, trophées, porteclés, étiquettes de bagage, marque-pages, badges en bois, etc.

Enfin, en plus de la reforestation, l'entreprise Gifts for Change soutient de nouvelles causes, comme la régénération des fonds marins et la protection des abeilles. À titre d'exemple, la marque Treez, en association avec l'entreprise « Un toit pour les abeilles », commercialise des bracelets permettant de soutenir le parrainage des abeilles : « un bracelet acheté permet de parrainer 100 abeilles en Île-de-France⁽¹¹⁾... ». La diversification des grandes causes soutenues lui permet ainsi d'élargir sa clientèle et d'accéder à de nouvelles communautés.

Par ailleurs, les différentes étapes de développement de l'entreprise Gifts for Change se sont accompagnées d'un parcours de financement réussi. En effet, son fondateur a su activer les bons dispositifs au bon moment.

Les Tableaux 1 et 2 ci-après représentent respectivement l'historique de financement de l'entreprise Gifts for Change depuis sa création et les caractéristiques des deux levées de fonds de financement participatif rémunéré auxquelles elle a eu recours.

La Figure 1 de la page suivante résume les principales étapes du développement de l'entreprise Gifts for Change, notamment en termes de stratégies commerciale, de *marketing* et de financement.

Comme signalé précédemment, les deux plateformes sur lesquelles les campagnes ont été réalisées sont Blue Bees et Wised. Blue Bees est la première plateforme de financement participatif spécialisée dans l'agriculture et l'alimentation écologique. C'est une petite plateforme qui propose de financer des projets sous forme de dons, avec ou sans contrepartie, et sous forme de prêts. Elle a été créée en 2014 et a depuis lors financé, avec succès, 169 projets. Les montants levés sont de l'ordre de 3 millions d'euros, dont presque la moitié est sous forme de prêts. Créée en 2009, Wised est un acteur historique de l'*equity crowdfunding*. En France, c'est le leader du secteur et la première plateforme à avoir obtenu, en 2014, le statut de conseiller en investissement participatif (CIP) et, en 2016, l'agrément en tant que prestataire de services en investissement (PSI) délivré par l'Autorité du contrôle prudentiel et de résolution (ACPR). La plateforme, bien qu'elle soit généraliste, se base sur un triptyque de mots-clés : durable, responsable et performance. Cent quatre-vingt-seize projets ont été financés grâce à cette plateforme, pour 97 millions d'euros de fonds levés. Le Tableau 3 de la page suivante résume les principales caractéristiques de chacune des plateformes⁽¹²⁾.

Date	Nature du financement	Montant du financement
2014	Apport personnel	5 000 €
2014	Love money	25 000 €
2014	Prêt d'honneur	30 000 €
2015	Crowdlending	33 420 €
2016	Equity crowdfunding	160 000 €
2016	Business angels	200 000 €

Tableau 1 : Historique de financement de Gifts for Change depuis sa création.

	Crowdlending	Equity crowdfunding
Date	2015	2016
Montant	33 420 €	160 000 €
Plateforme	Blue Bees	Wised
Durée de la campagne	70 jours	3 mois
Nombre d'investisseurs	198	220
Rémunération des investisseurs	Taux fixe de 2 %	Variable*
Rémunération de la plateforme	5 % TTC du montant emprunté	8 % TTC du montant levé
Horizon de l'investissement	Remboursement en 3 ans ; 6 échéances semestrielles (5 échéances respectées au 30/09/2017)	Entre 5 et 7 ans (sorties envisageables : Cash out avec entrée d'un nouvel acteur de financement / Rachat industriel / Rachat par les fondateurs)

Tableau 2 : Caractéristiques des deux levées de fonds de financement participatif rémunéré de Gifts for Change.

* En fonction de la performance de l'entreprise (société déficitaire au 31 décembre 2016).

⁽¹¹⁾ « Grâce à vous, 100 abeilles seront parrainées en France. Géolocalisez-les grâce à votre Bee-Code (caché sous le cordon) depuis votre espace personnel », www.treez.org

⁽¹²⁾ Les données sur les plateformes correspondent aux données collectées en octobre 2017.

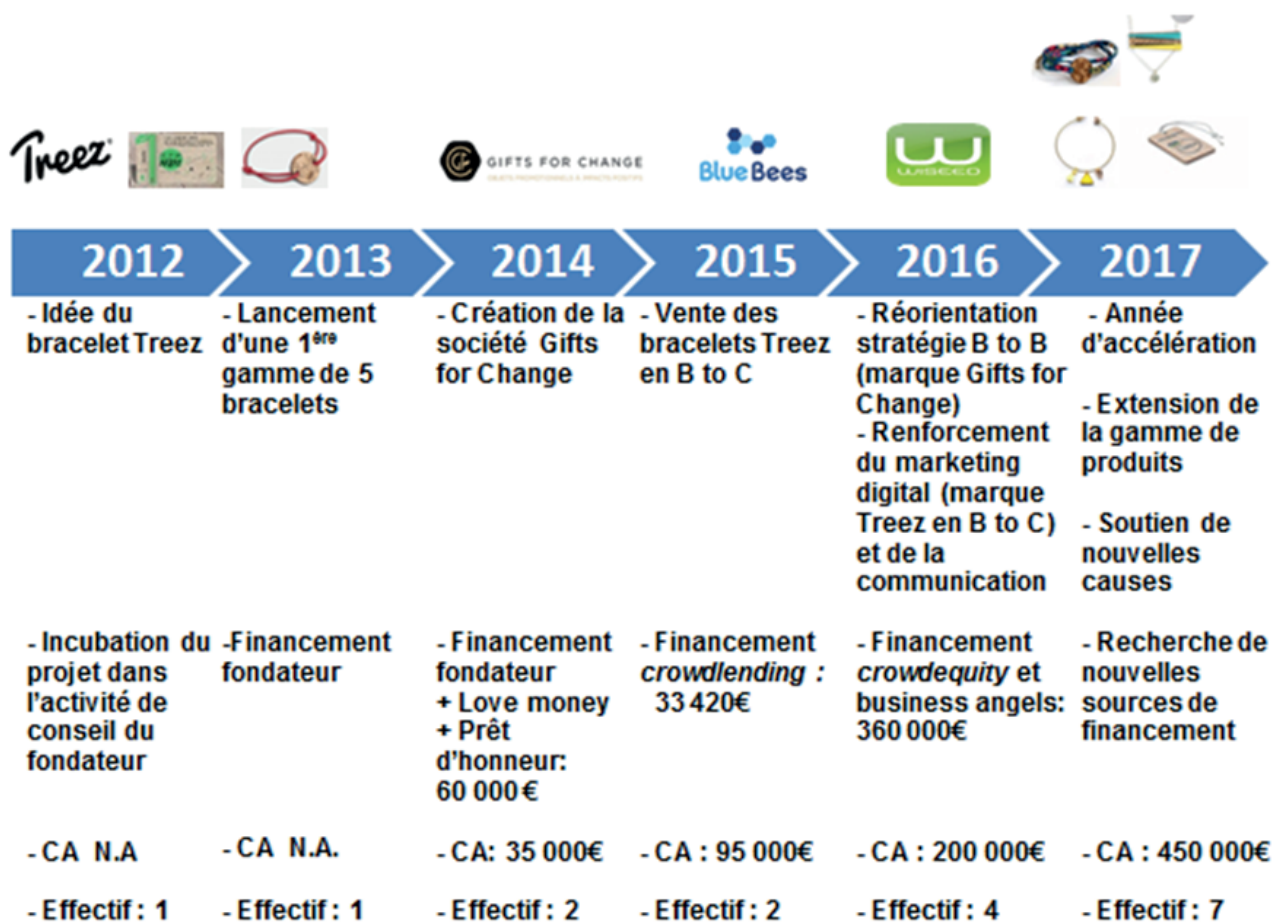


Figure 1 : Les différentes étapes du développement de l'entreprise Gifts for Change et les principaux faits marquants depuis sa création.


		
Spécialiste/généraliste	Spécialiste : Agriculture	Généraliste
Statut	IFP	PSI
Forme de financement	Prêt et Don (avec ou sans contrepartie)	Investissement (actions et obligations)
Montants investis	2,977 M€	97 M€, dont 46,6 % en actions
Nombre de projets financés	169, dont 50 en prêt	196, dont 71 <i>start-ups</i>
Montant moyen par projet	50 000 €	348 200 € (pour les <i>start-ups</i>)
Ticket minimum	20 €	100 €
Commissions de la plateforme	5 % TTC (pour le prêt)	Frais fixes + 5 à 9 %
Sorties positives	15 (768 591 € remboursés)	1 <i>start-up</i> (TRI 43 %) 46 remboursements obligataires (immobilier)
Sorties négatives	1 défaut de paiement	10 <i>start-ups</i>

Tableau 3 : Les principales caractéristiques des plateformes Blue Bees et Wiseed.

Les motivations de l'entrepreneur dans son recours au financement par le *crowdfunding* rémunéré

Il ressort de notre analyse que différentes raisons peuvent être à l'origine du recours au financement participatif rémunéré. Les motivations de l'entrepreneur sont liées aux avantages du *crowdfunding*, de façon générale, mais également à certains atouts spécifiques au *crowdlending* et à l'*equity crowdfunding*.

L'objectif premier est naturellement la levée de fonds. En effet, l'entreprise est à un stade où, pour assurer son lancement, il lui est indispensable « d'obtenir du cash de départ » (A. K.). Le financement participatif sous forme de don avec ou sans contrepartie, bien qu'il permette d'obtenir ce « cash », n'est pas forcément approprié pour toutes les entreprises. D'une part, le *crowdfunding* sous forme de don pur convient plutôt aux associations, aux projets à but non lucratif ou à certains projets artistiques ou culturels. D'autre part, le don avec contrepartie suppose que l'entreprise soit en mesure de proposer des contreparties spécifiques pour une large gamme de produits. Par conséquent, s'orienter vers le *crowdfunding* rémunéré plutôt que vers les dons avec ou sans contrepartie peut être légitime lorsque l'entrepreneur ne porte pas de projet à caractère associatif ou qu'il n'a pas une gamme de produits étendue : « En termes de contrepartie, j'estimais que je n'avais pas grand-chose à offrir, ma gamme de produits n'était pas assez large, à l'époque : un bracelet, avec [seulement] cinq déclinaisons... » (A. K.).

Toujours au premier stade de la vie de l'entreprise, l'accès aux acteurs traditionnels du financement s'avère compliqué, compte tenu du risque élevé et du manque de visibilité de la *start-up*. Au-delà du refus éventuel des banques et des *capital-risqueurs*, le porteur de projet peut lui-même s'estimer non éligible. L'autocensure est un comportement que l'on peut relever chez les porteurs de projets étant donné la nature des besoins à financer et la jeunesse de leurs projets. D'une part, l'entrepreneur peut estimer que l'emprunt bancaire s'avère bien mieux adapté pour financer un investissement matériel (machines, locaux, équipements, etc.) que le développement commercial, le besoin en fonds de roulement (BFR) ou la communication, indépendamment du fait qu'ils représentent pourtant des dépenses indispensables, pour certains projets : « Les banques ne savent pas financer. C'est très dur, ou quasi impossible, pour des banques... » (A. K.). D'autre part, l'entrepreneur peut considérer que son projet est irrecevable en raison de la sélectivité du *venture capital* à ce stade de l'amorçage : « On était trop petit, c'était trop tôt... On a écarté le *venture capital*. À l'époque, notre projet n'aurait jamais été accepté... ». Il existe des critères objectifs qui font que les entreprises ne sont pas éligibles à un *venture capital* ou à un emprunt bancaire, alors que n'importe quel projet peut être éligible au financement participatif : « Un fonds d'investissement va avoir des règles d'investissement beaucoup plus strictes que celles que nous avons » (Wiseed) ; « on est plus souple sur certains critères... » (Blue Bees). En

effet, le financement participatif se base notamment sur des critères subjectifs. Les codes du financement participatif s'apparentent à l'aptitude à « embarquer une communauté » en lui « racontant une histoire » (A. K.), ou à l'existence d'un réseau personnel étendu. Ils sont ainsi différents des codes du financement classique, uniquement basés sur la rentabilité et sur le risque de l'investissement. L'avantage du prêt par la foule est qu'il est accessible sans obligation de « montrer patte blanche en matière de solvabilité » (Blue Bees). Le *crowdlending* n'impose pas de garantie personnelle ou de caution : « contrairement à la banque, nous ne demandons pas à l'entrepreneur de garanties, ni d'hypothèques, ni de cautions, [mais] s'il les a, nous les acceptons... » (Blue Bees). D'ailleurs, Alexis Krycève estime que le financement participatif rémunéré représente un tremplin permettant d'accéder avec plus de légitimité aux acteurs classiques du financement. En effet, la campagne de *crowdequity* réalisée auprès de la plateforme Wiseed a permis à l'entreprise Gifts for Change d'attirer l'attention de *business angels* qui ont investi 200 000 € dans le projet (100 000 € pendant la campagne et 100 000 € en marge de cette celle-ci). Compte tenu du développement actuel de Gifts for Change, atteint grâce à ses deux campagnes de *crowdfunding*, le fondateur de cette entreprise n'exclut pas le recours au crédit bancaire, à l'avenir.

Ensuite, au-delà du levier de financement, le *crowdfunding* représente un bon levier de communication, en particulier si le projet a une dimension grand public assez forte. Une campagne de *crowdfunding* est une opportunité de promotion participative, bien que ce ne soit pas son objectif premier. L'avantage de ce mode de financement est par conséquent la visibilité qu'il confère aux clients potentiels : « Ils peuvent aussi bénéficier de la visibilité de la plateforme » (Wiseed). Alexis Krycève envisagerait même une troisième campagne de financement sous forme de préachats, de dons ou de royalties, et ce, exclusivement dans un objectif de communication, « car, aujourd'hui, notre communauté est beaucoup plus importante ; au moment de la première campagne, nous avions moins de 1 000 *followers* sur Facebook ; on en a aujourd'hui plus de 8 000⁽¹³⁾, qui sont susceptibles de générer plus de buzz... ».

En outre, le financement par la foule permet de toucher un nombre important de personnes, tout en faisant appel à une dimension communautaire : « Il va y avoir deux communautés qui vont se retrouver : les gens qui sont déjà dans la plateforme et qui font partie de la communauté de Wiseed, et les gens que le dirigeant va lui-même amener sur la page du projet en ligne – et, là, on va avoir la rencontre entre les deux. Donc, il y a une dimension communautaire qui est très forte... » (Wiseed). Le *crowdfunding* fait appel également à une dimension d'engagement : « Les gens qui financent ces projets viennent par engagement... » (Blue Bees). Il sollicite une forme de générosité de la part des contributeurs. Ces derniers ont le sentiment de participer à l'« éclosion d'un projet » (A. K.) et à l'aboutissement d'une idée. Cette dimension d'engagement est liée à

⁽¹³⁾ Treez affichait près de 10 300 *followers* sur Facebook, en octobre 2017.

la dimension entrepreneuriale, puisque les investisseurs s'associent à l'aventure : « Les investisseurs ont envie de participer et de vivre un peu l'expérience... par procuration... » (Wiseed). Ainsi, les projets qui bénéficient de ce levier « foule » ont une composante émotionnelle ou innovatrice et un engagement éthique forts.

Enfin, le financement par *crowdfunding* rémunéré offre une souplesse et une rapidité d'implémentation que l'on ne retrouve pas dans le financement classique. Les *start-ups* évoluent en effet dans un milieu très concurrentiel qui exige une forte réactivité. Par conséquent, certains entrepreneurs en quête de rapidité s'orientent directement vers les plateformes de financement participatif rémunéré, dont les dossiers sont plus simples à mettre en place et les réponses plus rapides. Alexis Krycève vante la simplicité de la mise en œuvre du dossier de prêt sur Blue Bees. Dans ce cas, l'entrepreneur, bien qu'il soit sollicité, ne s'éloigne pas trop de son activité quotidienne. La plateforme de prêt (ici, Blue Bees) permet en effet de délivrer les fonds plus rapidement qu'une banque, où le processus d'octroi de prêt est plus hiérarchisé : « On débloque les fonds beaucoup plus rapidement : en un mois, vous pouvez avoir 50 000 €, sur Blue Bees ! [...] [Alors qu']au niveau des banques, il y a des échelons, c'est hiérarchisé... Il y a besoin de validation et de sur-validation ». Sur la plateforme, la durée moyenne d'une collecte est de 74 jours pour les *start-ups*. La campagne de Gifts for Change a duré 3 mois. Wiseed estime que la durée de toute la démarche est moins longue que celle d'un *venture capital* et que les équipes de la plateforme essaient d'écourter au mieux la phase de sélection en apportant une aide et des conseils aux porteurs de projets : « En termes de temps, on est très compétitif, par exemple par rapport à des fonds d'investissement... » (Wiseed).

Par ailleurs, le financement par la foule ne présente pas de risque particulier pour l'entrepreneur. Néanmoins, il peut exister une appréhension, chez les entrepreneurs, quant à leur capacité à collecter la somme souhaitée : « Il y avait peu de risque pour moi..., j'estimais que la plus grande crainte, c'était de ne pas pouvoir arriver au bout de ma collecte... » (A. K.). Les plateformes jouent ici un rôle important d'encadrement et de conseil auprès des entrepreneurs. Elles peuvent être flexibles et « s'arranger » pour que les campagnes soient réussies (soit en minorant l'objectif, soit en prolongeant la durée de la campagne).

Le choix de la forme de financement participatif : *crowdlending* vs. *crowdequity*

Le *crowdfunding* sous forme de don sans contrepartie n'étant pas très adapté aux projets entrepreneuriaux, le *crowdfunding* rémunéré représente pour ceux-ci une bonne alternative de financement. Il reste à déterminer quelle forme de financement participatif rémunéré est la plus adaptée, selon le projet.

Le choix entre le *crowdlending* et l'*equity crowdfunding* ne se pose pas forcément au même stade de dévelop-

pement de l'entreprise ni au même niveau de maturité. Ce choix dépend simultanément du montant des fonds à lever et de la nature des besoins à financer.

Lorsque le besoin de financement est important, mais porte sur des actifs intangibles (de la recherche et développement, de la communication ou encore de l'investissement dans l'humain), l'*equity crowdfunding* serait plus approprié : « On ne financera pas beaucoup le BFR. L'idée est, quand même, de financer des dépenses qui permettront de créer de la valeur au sein de l'entité juridique que représente la *start-up*... Donc, nous allons financer du développement commercial, de la R&D, des embauches... » (Wiseed). Aussi, comme le souligne Alexis Krycève, « la campagne de Wiseed a visé à faire rentrer du cash pour mettre en place une équipe commerciale ». Le *crowdlending*, en revanche, serait la solution si les montants à lever sont faibles (Treez a levé 33 420 € dans le cadre de sa campagne de prêt avec la plateforme Blue Bees) ou si l'activité de l'entreprise requiert, par exemple, des investissements lourds en BFR. Dans le premier cas, le *crowdlending* serait un tremplin permettant de solliciter une communauté de contributeurs afin de collecter de petites sommes nécessaires pour répondre à des besoins ponctuels. Dans le deuxième cas, le *crowdlending* répondrait aux difficultés de certaines entreprises à se financer auprès des banques traditionnelles, à cause de la nature du besoin à financer ou de leur faible solvabilité : « On finance plutôt du BFR, parce que les banques sont réticentes à financer... » (Blue Bees). Si le projet est déjà solvable ou si l'entrepreneur dispose des garanties nécessaires, le recours à l'emprunt bancaire peut s'avérer plus simple : « Certains entrepreneurs nous disent qu'ils peuvent pratiquement avoir des taux zéro auprès des banques, pourquoi alors aller s'embêter avec le *crowdlending* ? » (Blue Bees). En effet, faire appel aux contributeurs pour emprunter des montants élevés nécessite un gros effort de visibilité et cela pourrait laisser la communauté à force de la solliciter. Dans ce contexte, la contrepartie financière devient alors la principale motivation des contributeurs. Par ailleurs, l'*equity crowdfunding* permet de lever des fonds plus conséquents (par exemple, le montant de la collecte de l'entreprise Treez s'est élevé à 160 000 €). Aussi le *crowdequity* peut-il être envisagé dans le cadre d'une levée de fonds plus conséquente, conjointement avec les autres acteurs du financement, comme les *business angels* (360 000 € levés, au total, dans le cas de Gifts for Change). Le co-investissement ou la syndication est une pratique courante dans le *crowdequity*, contrairement au *crowdlending* : « Des fois, les porteurs de projets cherchent des montants tellement importants qu'un seul acteur ne suffirait pas... » (Wiseed). Selon Alexis Krycève, l'*equity crowdfunding* est une sorte de financement hybride entre un *venture capital* et la foule/le grand public. Il s'agit d'une mutualisation des capacités d'investissement plus restreintes d'un grand nombre de personnes dans un format qui ressemble à un *venture capital*. L'*equity crowdfunding* permet à une entreprise de trouver les investissements conséquents nécessaires à son développement, tout en se dotant d'un actionnariat qui partage ses valeurs. Pour ces raisons, l'*equity crowdfunding* représente en général la dernière étape d'un financement participatif.

L'*equity crowdfunding* requiert, en revanche, un effort plus soutenu et une approche proactive de la part de l'entrepreneur. La concurrence semble être de plus en plus accrue, rendant de ce fait plus difficile l'acceptation des projets sur les plateformes. À cet égard, les entrepreneurs doivent redoubler d'efforts pour convaincre. En effet, la démarche sollicite davantage de temps et d'énergie. Une double compétence – *marketing* et financière – est souhaitable. L'entrepreneur doit convaincre à la fois la foule, responsable de la décision de financement, et les spécialistes de la plateforme qui se chargent de la *due diligence* et de la détermination du prix. De plus, l'horizon de la sortie du capital est différent entre les deux catégories de financement participatif rémunéré. Les plateformes de prêts disposent d'un coussin de financement grâce au remboursement d'une partie des prêts en cours, qui peut être utilisé pour financer de nouveaux projets. Les plateformes de financement sous forme d'actions ne bénéficient pas du même dispositif (Wiseed, par exemple, ne compte qu'une seule sortie positive à ce jour). Par conséquent, les porteurs de projets ainsi que les plateformes sont obligés de solliciter de nouveaux investisseurs et donc de se surpasser en termes de communication : « Sur le prêt, il n'y a pas besoin de beaucoup communiquer, maintenant ça marche tout seul, puisque l'argent tourne » (Blue Bees).

Le Tableau 4 ci-après synthétise les principales différences relevées entre le *crowdlending* et l'*equity crowdfunding*.

Quelques conseils à suivre pour réussir son financement par la foule des investisseurs

Le *crowdfunding* ne représente pas, dans l'absolu, la meilleure solution de financement. « Ce sont certains dispositifs de certaines plateformes qui sont adaptés

à certains projets, à un certain stade de développement de l'entreprise » (A. K.). Alexis Krycève évoque l'importance de savoir embarquer une communauté avec soi. Les projets ayant une forte dimension grand public sont davantage éligibles au financement *via* le *crowdfunding*. La notion d'éthique est compatible avec ce mode d'allocation de ressources, car la foule contribue à l'éclosion d'un projet comportant des vertus sociales et environnementales. Il ressort des entretiens que l'effet de communauté et l'adhésion à des valeurs et à des principes spécifiques sont cohérents avec le financement participatif, même rémunéré. Le financement participatif permet non seulement aux contributeurs, mais également aux entreprises de s'engager pour le changement au travers d'actions sociales et environnementales (qu'il y ait ou non communication par l'objet). D'où l'intérêt de choisir une plateforme spécialisée qui ait une communauté engagée si le projet se caractérise par une dimension sociale ou éthique forte. L'objectif de certaines plateformes spécialisées va au-delà des critères d'investissement habituels. Par exemple, la communauté de Blue Bees est composée de personnes très engagées. Pour cette plateforme, le collaboratif est un outil, mais l'objectif est de changer l'agriculture. Il est donc très important, quand on s'adresse à une communauté engagée, de montrer l'utilité sociale du projet et d'insister sur son sérieux. Les entrepreneurs peuvent faire appel aux plateformes éthiques si leur projet est d'intérêt général, dans un but de sensibilisation, même s'il n'a pas forcément de modèle économique. Avec ce type de plateforme, les facteurs de succès sont étroitement liés à l'émotion que suscite le projet et à la manière dont l'entrepreneur communique et présente le projet. Les contributeurs ne sont donc pas à la recherche de rentabilité, même s'ils investissent sous la forme de prêts rémunérés. Si le projet n'a pas pour objectif la création de valeur sociale ou environnementale, il existe des plateformes de prêt plus spéculatives, mais dont le coût de financement, dans ce cas, peut

	<i>Crowdlending</i>	<i>Equity crowdfunding</i>
Nature du financement	Dettes	Fonds propres
Montants levés	Faibles/Moyens	Moyens/Élevés
Principaux besoins à financer	BFR ; développement commercial ; recrutement	R&D ; développement commercial ; développement à l'international
Stade de développement	Amorçage (avant le <i>crowdequity</i> , le cas échéant)	Amorçage (stade plus développé)
Durée moyenne de l'investissement	3 ans (maximum 7 ans)	Entre 5 et 7 ans, au minimum
Intervention dans la gestion	Passive	Passive/Légèrement active
Démarche/Efforts	Démarche simple/Efforts modérés	Démarche proactive/Efforts conséquents (communication ; <i>due diligence</i>)
Risque de dilution du capital	Non	Oui (modéré)
Risque de perte de contrôle	Non	Non
Risque de perte de flexibilité	Non	Partiel

Tableau 4 : Les principales différences relevées entre le *crowdlending* et l'*equity crowdfunding*.

s'avérer plus élevé, puisque le critère rentabilité/risque serait prépondérant.

Par ailleurs, le choix de la plateforme peut être crucial. L'entrepreneur se retrouve face à plusieurs plateformes, mais il doit en choisir une qui soit en adéquation avec son projet : « Je n'ai pas pensé à Wiseed en premier, mais à Anaxago et à d'autres concurrents... » ; « J'aurais pu m'adresser à KissKissBankBank : Blue Bees était une petite plateforme, mais je me suis dit qu'ils allaient plus s'investir avec moi [...]. J'avais le sentiment que j'allais avoir plus de visibilité » (A. K.). De plus, la relation de confiance qui s'établit avec les interlocuteurs des plateformes peut jouer un rôle dans la prise de décision : « J'avais le sentiment qu'il pouvait bien nous aider à promouvoir le projet... » (A. K.). Il convient de préciser que les plateformes peuvent également démarcher les porteurs de projets qui leur semblent prometteurs et en adéquation avec les principes de leur communauté d'investisseurs. C'est justement ce qui s'est produit entre Alexis Krycève et la plateforme Wiseed : « En fait, j'ai découvert Treez au salon des *start-ups*, à Nantes, j'ai vu Alexis Krycève pitcher, je suis simplement allée le contacter ; il était en recherche de fonds... Donc, je suis allée le voir pour lui exposer cette solution qui collait bien » (Wiseed). A. K. confirme, en notant que : « C'est elle qui est venue vers moi... »

Les mécanismes d'accompagnement et de suivi de l'entreprise dans les différentes phases de la levée de fonds (pré-investissement et post-investissement) sont des paramètres importants à prendre en considération lors du choix de la plateforme : « Elle [l'équipe de Blue Bees] m'a beaucoup aidé à administrer le contenu de ce que j'allais présenter » (A. K.). Le sérieux et la réputation des plateformes de *crowdfunding* sont également des critères à privilégier. Ces plateformes ont un *business model* se basant principalement sur des commissions ou des frais de gestion prélevés sur les fonds collectés. Blue Bees prend 8 % TTC sur le don et 5 % TTC sur le prêt ; Wiseed facture 5 à 9 % sur le montant levé. Ces frais varient en fonction des plateformes. Outre le partage de vertus sociales, environnementales ou éthiques communes avec les projets, les plateformes s'investissent, par conséquent, parce qu'elles ne sont rémunérées que lorsque la campagne de financement aboutit⁽¹⁴⁾.

Une fois la plateforme choisie, il faut franchir la phase de sélection. Le porteur de projet doit mener un double combat. Tout d'abord, il s'agit pour lui de convaincre les plateformes de mettre en ligne le projet. Ensuite, il doit savoir attirer les investisseurs.

Les entrepreneurs ne doivent pas sous-estimer le taux de rejet des plateformes de prêt ou de participation en capital. Certes, ces dernières sont moins sélectives que les acteurs établis du système financier : « Un fonds d'investissement va avoir des règles d'investissement beaucoup plus strictes que celles que nous avons » (Wiseed), mais elles le sont quand même. Le

taux de sélection positive est, par exemple, de 3 % pour les *start-ups*, chez Wiseed : « On a quasiment les mêmes taux de sélection que dans un fonds d'investissement, donc ce n'est pas parce qu'ils viennent nous voir qu'on va les sélectionner ». La directrice de Blue Bees annonce : « On ne finance pas tout le monde, on ne prend pas de risques inconsidérés ». Le fait que le porteur de projet soit approché par la plateforme (comme dans le cas de Gifts for Change, avec Wiseed) ne garantit en rien son financement. En effet, comme tous les autres projets, Treez a dû passer par les deux étapes de sélection relatives à la plateforme Wiseed. D'abord, le projet a été soumis aux votes de pré-sélection de la part des *wiseedeurs* (66 % d'intentions de vote positif, pour 230 votants). Ensuite, le projet a été audité par la plateforme pour juger de son potentiel avant que la campagne ne soit lancée. L'entrepreneur doit par conséquent répondre aux demandes de la plateforme pour convaincre les responsables, et parfois les contributeurs, du sérieux de son projet : « J'ai passé les différentes étapes du *process* de Wiseed. D'abord, j'ai pitché le projet. Ensuite, j'ai donné un certain nombre d'éléments financiers et, après, un certain nombre d'éléments relatifs à la stratégie, le *business plan*, et autres... Je suis passé par un certain nombre de stades, de jurys. C'était long, parce qu'il y avait un certain nombre de votes » (A. K.).

Les nouveaux acteurs de financement se basent sur des méthodes traditionnelles, comme l'analyse de crédit, à travers des notations financières pour le prêt, ou l'analyse financière par les ratios pour le financement par actions. Les *start-ups* les plus éligibles sont celles qui ont déjà entamé leur activité (des clients et un chiffre d'affaires) et qui souhaitent accélérer leur développement. L'*equity crowdfunding* peut être approprié dans la phase d'amorçage, mais les entreprises appartenant à certains secteurs, comme la biotech, sont les plus éligibles. En outre, une première allocation des ressources grâce à la *love money* et à l'autofinancement augmente les chances d'être choisi par les plateformes. Bien que le processus soit rapide, l'étape du pré-investissement peut s'avérer longue pour l'entrepreneur, en raison du nombre des étapes de sélection à franchir et de la phase de financement. En effet, il ne faut pas négliger le temps de la collecte : « Il y a un temps de collecte, là où un fonds d'investissement peut mettre du temps à dire « oui »... Mais, quand il a dit oui, les fonds sont versés en 15 jours. Nous, c'est l'inverse : il faut d'abord collecter l'argent auprès des particuliers, puisqu'on ne l'a pas en stock » (Wiseed).

Par ailleurs, la négociation des paramètres de la levée de fonds est primordiale, en particulier dans le cas du *crowdequity*. Il est par conséquent nécessaire de :

- fixer de façon raisonnable et fondée le montant à lever ;
 - s'assurer de la valorisation de l'entreprise, puisque c'est elle qui détermine notamment le pourcentage de contrôle des nouveaux actionnaires et qui impacte le pourcentage de dilution ;
 - et faire attention aux clauses dans le pacte d'actionnaires ou dans le contrat d'emprunt.
- Après la mise en ligne du projet, l'entrepreneur entame

⁽¹⁴⁾ Certaines plateformes de *crowdfunding* peuvent exiger également une rémunération fixe en pré-collecte (frais de dossier). Ce n'est pas le cas des deux plateformes étudiées ici. Les frais fixes restent faibles comparés aux commissions variables.

un nouveau combat pour réussir sa collecte de fonds. Il doit avoir une approche sérieuse et professionnelle et ne pas sous-estimer les efforts à fournir. A. K. précise : « J'en ai fait de la communication !... Je martelais, j'écrivais tous les deux jours. Je savais qu'il fallait mettre le paquet niveau communication. J'ai pitché, je suis allé voir des *business angels*, j'ai cherché sur LinkedIn, j'ai créé un fichier de contacts... ». À titre d'exemple, dans le cadre de sa stratégie de communication sur les deux plateformes, A. K. a présenté une explication claire et une argumentation plausible de la cause soutenue. Pour ce faire, il a mis en avant l'exigence de la démarche retenue, ainsi que le potentiel du projet à financer, notamment en montrant de premiers résultats très prometteurs en termes de ventes et de visibilité.

Enfin, le porteur de projet doit être conscient du fait que le recours à la foule a également des inconvénients auxquels il doit prêter une attention particulière afin d'essayer d'en minimiser les effets. Blue Bees évoque l'appréhension de décevoir un nombre important d'investisseurs. Réussir à financer un projet *via* le *crowdfunding* est un signe d'encouragement, de soutien et de confiance pour l'entrepreneur. La responsabilité de ce dernier et la pression psychologique qu'il supporte s'en trouvent alors plus importantes. Les responsables des plateformes interrogés avancent qu'il est beaucoup plus facile de décevoir un banquier ou un fonds d'investissement qu'un nombre important de contributeurs qui ont fait confiance au porteur de projet. S'agissant du *crowd equity*, il convient de préciser que les plateformes imposent d'avoir un droit de regard sur certaines décisions stratégiques, notamment par la mise en place d'un conseil de surveillance ou d'un comité stratégique. « Le rendez-vous de sortie à 5 ou 7 ans impose une baisse relative de flexibilité et de liberté dans les orientations » (A. K.).

En outre, commencer une campagne de *crowdfunding* nécessite beaucoup d'implication de la part des porteurs de projets. La durée du processus de financement est certes réduite, mais elle nécessite une mobilisation continue assez forte. Alexis Krycève estime que « c'est assez chronophage et [que] ça doit être considéré comme un projet à part entière de l'année de développement ». Une première campagne de financement participatif nécessite par conséquent une implication personnelle forte. Au-delà de cet aspect d'engagement personnel, la concurrence devient de plus en plus forte. En effet, le nombre des entrepreneurs qui sollicitent la foule pour avoir du financement ne cesse d'augmenter, rendant ainsi difficile la visibilité des différents projets. Ainsi, comme le souligne A. K., « il y a tellement de projets, tellement de concurrence..., où les choses sont un peu plus normées, que c'est un peu plus difficile de faire appel au *crowdfunding* aujourd'hui qu'il y a [de cela] quelques années ». Cette compétition peut également accentuer la peur de l'échec et le risque de ne pas atteindre les objectifs de la levée de fonds. Ce risque peut toutefois être relativisé, car même en cas d'échec de la campagne, l'entrepreneur aura gagné en visibilité et « au pire, on se dit que ça fait une bonne action de communication » (A. K.).

Conclusion

Au-delà des avantages connus du *crowdfunding*, cet article contribue à la fois à la recherche sur les spécificités du *crowdfunding* rémunéré et à la comparaison de ses deux composantes, que sont l'*equity crowdfunding* et le *crowdlending*. Notre étude de cas montre que le financement participatif rémunéré est un moyen de financement plus flexible que le financement traditionnel et qu'il représente une solution de financement appropriée sous quelques conditions. Il apparaît, par ailleurs, comme un levier permettant d'accéder avec plus de légitimité aux acteurs classiques de financement.

Le *crowdfunding* n'est pas la meilleure alternative de financement dans l'absolu. « Ce sont certains dispositifs de certaines plateformes qui sont adaptés à certains projets, à un certain stade de développement de l'entreprise » (A. K.). Tout d'abord, il s'agit d'un mode de financement qui est à la fois cohérent avec la dimension sociale, éthique ou innovatrice des projets ou des *start-ups* à financer, et avec l'environnement concurrentiel à forte croissance dans lequel ils évoluent. Avec le *crowdfunding* rémunéré, le porteur de projet s'affranchit de l'autocensure relative à l'éligibilité de son projet au financement par les acteurs établis du secteur financier. Aussi l'entrepreneur acquiert-il une légitimité à financer son projet par la foule sans se limiter à la générosité des contributeurs et sans être obligé de développer une contrepartie spécifique. Toutefois, le financement participatif rémunéré ne représente pas la solution miracle au financement des TPE et des PME. Les plateformes demeurent sélectives, bien que certains de leurs critères soient subjectifs et offrent, par conséquent, plus de souplesse.

En outre, notre étude montre que le choix entre le *crowdlending* et l'*equity crowdfunding* ne se pose pas forcément au même stade de développement de l'entreprise. Ce choix dépend à la fois du montant des fonds à lever et de la nature des besoins à financer. Les deux formes de financement participatif rémunéré ne requièrent pas le même effort, ni la même implication de la part du porteur de projet.

Enfin, en matière de recherche sur le financement participatif, notre étude complète les réflexions sur la pertinence de ce type de financement en mettant en garde les entrepreneurs contre ses limites et en leur proposant des conseils à suivre afin de maximiser leur chance de réussir leurs campagnes.

Les limites de cette recherche ont principalement trait à la limite intrinsèque de la méthodologie utilisée et à l'évolution rapide du secteur du *crowdfunding*. Aussi, afin de compléter nos recommandations et de généraliser nos résultats, nous sommes engagés dans un processus continu de collecte d'informations et de conduite d'entretiens avec des spécialistes du domaine (responsables de différentes plateformes) et sommes en recherche de nouveaux témoignages sur des expériences entrepreneuriales.

Bibliographie

- AGRAWAL A., CATALINI C. & GOLDFAB A. (2011), "The geography of crowdfunding", Working Paper, University of Toronto.
- ANDRIEU G. & GROH A. (2013), "Active hot hands investors vs. the crowd: trading-off investment horizon, support quality and the allocation of control rights in entrepreneurial Finance", conference paper, multinational finance conference.
- BELANOVA K. (2015), "Crowdfunding: an innovative financial source of small and medium sized enterprises", *Young Economists Journal*, vol. 12, n°24. pp. 137-146.
- BELLEFLAMME P., LAMBERT T. & SCHWIENBACHER A. (2013), "Crowdfunding: Tapping the right crowd", *Journal of Business Venturing*, vol. 29, n°5, pp. 585-609.
- BENDRISS J., LAVAYSSIÈRE B. & TILDEN M. (2014), « Le financement des PME en France : un contexte particulier favorable aux innovations », *Revue d'Économie financière*, vol. 2, n°114, pp. 241-254.
- BERTRAND C. & JAKUBOWSKI B. (2016), « Le fric, c'est chic : panorama du crowdfunding en 2016 », *Annales des Mines – Réalités industrielles*, février, pp. 38-43.
- BESSIÈRE V. & STÉPHANY É. (2014), « Le financement par crowdfunding : quelles spécificités pour l'évaluation des entreprises ? », *Revue française de gestion*, vol. 40, n°242, pp. 149-161.
- BESSIÈRE V. & STÉPHANY É. (2015), « Financement et gouvernance des start-ups en equity crowdfunding », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 18, n°4, pp. 1-26.
- BLANCHARD A. & SABUNCU E. (2016), « Avis du comité consultatif de déontologie et d'éthique de l'IRD sur le crowdfunding : intérêts et limites », *Natures Sciences Sociétés*, vol. 24, n°2, pp. 154-159.
- CAI S., LIN X., XU D. & FU X. (2016), "Judging online peer-to-peer lending behavior: A comparison of first-time and repeated borrowing requests", *Information & Management*, vol. 53, n°7, pp. 857-867.
- EMEKTER R., TU Y., JIRASAKULDECH B. & LU M. (2015), "Evaluating credit risk and loan performance in online Peer-to-Peer lending", *Applied Economics*, vol. 47, n°1, pp. 54-70.
- FASSHAUER I. (2016), « Contrôler par la foule ? Le cas des plateformes d'equity-crowdfunding », *Revue française de gestion*, n°259, pp. 51-68.
- FLICHE O., CASTANET C., SAIDANI C. & DELANNOY A. (2016), « La régulation des plateformes de financement participatif (crowdfunding) en France », *Annales des Mines – Réalités industrielles*, février, pp. 57-60.
- GAJDA O. & WALTON J. (2013), "Review of crowdfunding for development initiatives", IMC Worldwide for Evidence on Demand.
- GERBER E. M., HUI J. S. & KUO P. Y. (2012), "Crowdfunding: Why people are motivated to post and fund projects on crowdfunding platforms", in *Proceedings of the International Workshop on Design, Influence, and Social Technologies: Techniques, Impacts and Ethics*, vol. 2.
- GIRARD C. & DEFFAINS-CRAPSKY C. (2016), « Les mécanismes de gouvernance disciplinaire et cognitifs en Equity Crowdfunding : Le cas de la France », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 19, n°3, pp. 1-15.
- GIUDICI G., NAVA R., LAMASTRA C. R. & VERECONDO C. (2012). "Crowdfunding: The New Frontier for Financing Entrepreneurship?", Working paper, SSRN Papers.
- GOLIC Z. (2014), "Advantages of Crowdfunding as an alternative source of financing as an alternative source of financing of small and medium-sized enterprises", in *Proceedings of the Faculty of Economics in East Sarajevo*, n°8, pp. 39-48.
- GONZALEZ L. & LOUREIRO Y. K. (2014), "When can a photo increase credit? The impact of lender and borrower profiles on online peer-to-peer loans", in *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, vol. 2, pp. 44-58.
- GREINER M. & WANG H. (2010), "Building Consumer-to-Consumer Trust in E-Finance Marketplaces: An Empirical Analysis", *International Journal of Electronic Commerce*, vol. 15, n°2, pp. 105-136.
- HERZENSTEIN M., SONENSHEIN S. & DHOLAKIA U. M. (2011), "Tell me a good story and I may lend you money: The role of narratives in peer-to-peer lending decisions", *Journal of Marketing Research*, vol. 48, pp. 138-149.
- KETTANI G. & VILLEMEUR A. (2012), « Le capital-risque : un financement efficace de l'innovation sur le long terme », *Revue d'Économie financière*, vol. 108, n°4, pp. 91-104.
- KREMP E. & PIOT C. (2014), « Le ralentissement du crédit bancaire aux PME en France », *Revue d'Économie financière*, vol. 114, n°2, pp. 91-103.
- LAMBERT T. & SCHWIENBACHER A. (2010), "An Empirical Analysis of Crowdfunding", Working paper, Louvain-la-Neuve, Louvain School of Management, Catholic University of Louvain.
- LARRIMORE L., JIANG L., LARRIMORE J., MARKOWITZ D. & GORSKI S. (2011), "Peer to peer lending: The relationship between language features, trustworthiness, and persuasion success", *Journal of Applied Communication Research*, vol. 39, n°1, pp. 19-37.
- LESUR N. (2015), « Les défis posés par le crowdfunding », *Revue d'Économie financière*, n°118, p. 103-112.
- LESUR N. (2016), « Crowdfunding : financement de complément, ou de rupture », *Annales des Mines – Réalités industrielles*, février, pp. 8-11.
- MAIER E. (2016), "Supply and demand on crowd-lending platforms: connecting small and medium-sized enterprises borrowers and consumers investors", *Journal of Retailing and Consumer Services*, n°33, pp. 143-153.

MAHIEUX X. (2012), « Le *private equity* américain après la crise : reconfiguration et maturité », *Revue d'Économie financière*, vol. 105, n°1, pp. 185-203.

MOLLICK E. (2014), "The dynamics of crowdfunding: An exploratory study", *Journal of Business Venturing*, vol. 29, pp. 1-16.

O'REILLY T. (2005), "What's web2.0", disponible à : <http://www.oreilly.com>

STAKE R. E. (1995), *The art of case study research*, Thousand Oaks, CA: Sage Publications.

VALANCIENE L. & JEGELEVICIUTE S. (2013), "Valuation of Crowdfunding: Benefits and drawbacks", *Economics and Management*, vol. 18, n°1, pp. 39-48.

VULKAN N., ASTERBO T. & SIERRA M. F. (2016), "Equity crowdfunding: A new phenomena", *Journal of Business Venturing Insights*, vol. 5, pp. 37-49.

YIN R. K. (1993), "Applications of case study research", *Applied Social Research Series*, vol. 34, London, Sage.

YIN R. K. (2014), *Case study research: Design and Methods*, London, Sage publications.

YUM H., LEE B. & CHAE M. (2012), "From the wisdom of crowds to my own judgment in microfinance through online peer-to-peer lending platforms", in *Electronic Commerce Research and Applications*, vol. 11, n°5, pp. 469-483.