

**OLIVIER JOFFRE**

Université Paris-Est, IRG (EA 2354)\*

**DONIA TRABELSI**

LITEM, Univ. Evry, IMT-BS, université Paris-Saclay\*\*



# Le crowdfunding

## Concepts, réalités et perspectives

**L**es entrepreneurs porteurs de projets innovants sont nombreux à se tourner vers les plateformes de *crowdfunding* (ou financement participatif), qu'elles soient de don, avec ou sans contrepartie, d'investissement en capital, de prêt solidaire ou sans intérêts, etc. Selon le baromètre du *crowdfunding* en France, 24 126 projets ont été financés en 2017 par 1 655 603 financeurs.

Associé au mouvement de l'économie collaborative (ou de partage), le développement du *crowdfunding*, est étroitement lié à l'essor du web 2.0, expression mettant en avant le rôle contributif des internautes dans les services proposés sur la toile. Au-delà de sa dimension technologique, le *crowdfunding* est au cœur de transformations économiques et sociétales.

Le *crowdfunding* est généralement présenté comme un « outil de financement alternatif, sans l'aide des acteurs traditionnels » (portail du ministère de l'Économie et des Finances). Il est fréquemment associé à l'économie sociale et solidaire (Lehner, 2013), comme l'illustre sa traduction québécoise en « sociofinancement ». On constate ainsi une forte représentation des projets orientés environnemental, humanitaire, et entrepreneuriat social en financement participatif (source : Crowdsourcing.org).

DOI: [10.3166/rfg.2018.00248](https://doi.org/10.3166/rfg.2018.00248) © 2018 Lavoisier

\* Université Paris-Est, IRG (EA 2354), UPEC, UPEM, F-94000, Créteil, France.

\*\* LITEM, Université Evry, IMT-BS, Université Paris-Saclay, 91025, Evry, France.

Contrairement à la finance traditionnelle, la finance participative permet de mettre en relation directe le contributeur, qui appartient à une communauté particulière, avec le porteur du projet. Ce mécanisme offre donc des solutions permettant de collecter une multitude de petites contributions émanant d'individus qui peuvent être disséminés géographiquement, mais réunis autour d'une cause (agriculture, environnement, énergie renouvelable, etc.).

Mettre en évidence ces spécificités permet de comprendre comment le *crowdfunding*, à l'instar des autres *Fintechs*, se positionne par rapport aux établissements financiers traditionnels. Le *business model* (ou modèle économique) porté par les plateformes de *crowdfunding* entre-t-il en concurrence avec les banques, s'adresse-t-il à de nouveaux segments de marchés délivrés de la concurrence des acteurs déjà en place, ou faut-il percevoir le *crowdfunding* comme une évolution de la finance traditionnelle, marquant une nouvelle ère économique ?

La rapidité avec laquelle les chercheurs et les praticiens se sont appropriés le vocabulaire qui gravite autour du *crowdfunding* a laissé peu de temps à des définitions précises et partagées pour faire consensus. Toute tentative de compréhension du phénomène du *crowdfunding* nécessite de clarifier les concepts qui lui sont associés, et d'expliquer comment ces concepts disparates peuvent apporter un éclairage aux trois grandes thématiques de recherche consacrées au *crowdfunding* :

– Le modèle économique des plateformes de financement participatif.

– La contribution du *crowdfunding* au financement des projets entrepreneuriaux.  
– La rationalité de la foule (sagesse vs. exubérance).

## I – LA RÉVOLUTION DES FINTECH

Les plateformes de *crowdfunding* sont considérées comme faisant partie du phénomène des *Fintech* compte tenu du caractère financier de leur activité. L'expression *Fintech* désigne les start-up proposant des services financiers en s'appuyant sur les nouvelles technologies. Ces nouveaux services concurrencent les segments de la banque traditionnelle : gestion de portefeuille par des conseillers-robots, dépôts sur téléphone portable, cryptomonnaies, moyens de paiement dématérialisés, etc. Quand le besoin n'est pas couvert de manière satisfaisante par l'offre existante des acteurs en place, les innovations peuvent être rapidement adoptées si leur utilité est claire pour les utilisateurs, comme dans le secteur des paiements de détail (Rysman et Schuh, 2016). Le développement de ces services financiers peut être spectaculaire (Philippon, 2017). Ainsi, au Pérou, un pays de 30 millions d'habitants, dont 80 % n'ont pas de compte bancaire, le paiement par téléphone portable s'est rapidement diffusé (Elton, 2015). L'application Bim offre l'accès à un porte-monnaie virtuel, accepté par l'ensemble des banques et des opérateurs de télécommunications du pays.

Les *Fintech* sont présentées comme une des manifestations de l'ubérisation<sup>1</sup> de

1. Si on associe régulièrement ubérisation et rupture, il convient de souligner que cet amalgame est critiqué par Christensen (2015). Selon l'auteur, Uber n'est pas à l'origine d'une innovation de rupture. C'est le caractère très réglementé du marché des taxis (en matière de prix et d'entrée sur le marché notamment) qui a empêché l'innovation continue (« sustaining ») de suivre son cours normal, qu'Uber n'a fait que relancer en s'émancipant de ce carcan.

l'économie, un néologisme traduisant la remise en cause des activités traditionnelles par les technologies numériques. L'effet disruptif de la technologie induit des innovations radicales, à savoir des catégories de produits, qui sont nouvelles pour le secteur. Le nouvel entrant s'adresse à des clients moins exigeants, en compensant une moindre performance par un prix plus faible (Christensen, 1997)<sup>2</sup>. À cet égard, les *Fintech* peuvent réduire de manière considérable les coûts des systèmes financiers, car elles n'ont pas accumulé, comme les grandes banques, des couches successives de technologies (Kumar, 2016), « qui sont au mieux partiellement intégrées » (Philippon, 2017).

Si c'est bien la technologie qui fonde la terminologie *Fintech*, contraction de *financial technology*, il serait réducteur de circonscrire l'innovation de rupture à cette composante. La dynamique de sélection opérée entre les nouveaux entrants et les entreprises en place ne résulte pas exclusivement d'un usage novateur de la technologie (Hamel, 1998 ; Kim et Mauborgne, 2005). Les sources de la perturbation peuvent être multiples : marketing, financières (Mathé, 2004), de process (Govindarajan et Gupta, 2001), etc. Il s'agit donc plus largement d'une question qui relève de la stratégie d'entreprise.

La stratégie de rupture « consiste à rompre avec les facteurs clés de succès de l'environnement pour tenter d'imposer ses propres règles du jeu » (Dumoulin, 2012). À l'aune de cette définition, la réussite d'une stratégie de rupture peut se mesurer à sa capacité à bouleverser de manière durable

les facteurs clés de succès d'une industrie. À travers le déploiement de conseils automatisés ou de services de conseillers en ligne, les plateformes d'investissements peuvent proposer une personnalisation des services et produits financiers, réservée jusque-là aux grandes entreprises de gestion de patrimoine. Ces innovations permettent de cibler de nouveaux segments d'investisseurs, à l'image de *Smartbees*, un club d'investissement qui s'adresse aux jeunes actifs.

L'accès à l'expertise, la disponibilité et la personnalisation sont autant de facteurs clés de succès qui rompent avec la standardisation croissante des produits d'investissement. En révélant des besoins latents chez le client (Lehman-Ortega et Schoettl, 2005 ; Christensen et al., 2001), la rupture introduit un déséquilibre irréversible dans l'industrie, susceptible de faire disparaître à terme le marché historique. Dès lors, à partir de quel moment peut-on estimer qu'il y a rupture ? Doit-on attendre que l'initiateur de la rupture détrône le leader pour le déclarer vainqueur, ou doit-on considérer que l'innovation détient intrinsèquement une logique implacable dès son lancement ?

Christensen (1997) estime que les entreprises en place sont vouées à être dépassées par la concurrence d'une innovation de rupture ; en montant en gamme, le nouvel entrant va pénétrer de nouveaux segments de marché et offrir une performance similaire à celle des entreprises établies, mais à prix inférieur, définissant ainsi la nouvelle offre de référence du marché. Confrontées au « dilemme de l'innovateur », les entreprises dominantes tardent,

2. L'innovation de rupture peut également concerner un « nouveau marché », qui n'existait pas auparavant, en convertissant des non-consommateurs en consommateurs (Christensen, 2015).

quant à elles, à adopter des innovations radicales, et continuent à privilégier l'innovation incrémentale, à savoir l'amélioration des produits ou services existants ; leurs salariés et leurs clients sont réticents à se tourner vers un produit qu'ils considèrent souvent comme bas de gamme (Christensen, 1997). Dans cette logique, les entreprises en place peuvent réagir en adoptant des stratégies relevant d'une adaptation de leur offre : la Société générale, souhaite, par exemple, s'appuyer sur son réseau de banque de détail pour recruter de nouveaux clients pour la banque privée en abaissant le seuil à 500 000 euros de patrimoine. D'autres stratégies peuvent chercher à contrer l'innovation de rupture en se l'appropriant, comme par exemple, la création d'une filiale *low-cost* indépendante, le rachat de start-up innovantes, ou encore des alliances au sein du secteur.

Avec l'arrivée des plateformes de *crowdfunding*, les entrepreneurs disposent de nouvelles sources de financement pour lever les fonds nécessaires à la réalisation de leurs projets. Faut-il dès lors considérer le *crowdfunding* comme un financement alternatif, ou faut-il l'envisager comme concurrent à la finance traditionnelle ?

Par exemple, du point de vue des établissements de crédit, ce nouveau mode de financement peut représenter une source de concurrence non négligeable. La comparaison entre les plateformes de *crowdfunding* et les acteurs traditionnels peut se révéler nettement à l'avantage des premières dès lors que l'on considère la rapidité à obtenir un crédit. Certaines banques ont engagé des manœuvres stratégiques en réaction à l'émergence de ces plateformes : le Crédit coopératif a lancé sa propre plateforme de financement participatif

Agir&Co. La Banque Postale a racheté le groupe KissKissBankBank & Co, détenteur de la plateforme KissKissBankBank, mais aussi de Hellomerci (prêts solidaires entre amis), et Lendopolis (crédits aux entreprises).

La capacité de réaction des entreprises en place à cette nouvelle concurrence est à appréhender au regard de l'intensité de la perturbation. Le caractère brutal de la rupture introduite par la stratégie innovante est de nature à submerger les entreprises en place et à rendre leur riposte moins opérante. Comprendre la mécanique qui va rendre la stratégie foudroyante, nécessite d'étudier la « boîte noire » entre la stratégie et ses effets sur le marché. Autrement dit, il s'agit d'étudier le *business model* (BM) des entreprises disruptives.

## II – UN BUSINESS MODEL ÉVOLUTIF OU DISRUPTIF ?

L'innovation de rupture se fonde sur un changement de modèle économique (ou modèle d'affaire, ou *business model*), qui repense la proposition de valeur faite aux clients. Si l'expression « business model » a donné lieu à d'innombrables définitions, un certain consensus existe quant aux grandes orientations posées par les termes qui composent cette formule :

- Le BM est un « modèle », et en ce sens il y est question de l'articulation entre différentes composantes, et de leur cohérence d'ensemble, dans une vision systémique de l'entreprise.

- Cette représentation est destinée à décrire la manière dont une organisation va « faire de l'argent ».

Le *business model Canvas* (Osterwalder et Pigneur, 2010), largement diffusé auprès

des praticiens, invite à renseigner un tableau constitué de neuf rubriques, permettant de répertorier les éléments clés relatifs à la proposition de valeur (de l'entreprise ou du produit), ainsi qu'aux activités et relations nécessaires à sa réalisation. Si une telle représentation est utile pour mettre en évidence la logique du *business model* et rationaliser les activités de l'entreprise, Demil et Lecocq (2010) regrettent le caractère statique de ce type d'approche ; les auteurs attribuent également au BM une vocation transformationnelle. À cet effet, les auteurs s'appuient sur la théorie de la croissance des entreprises Penrose (1959) ; la firme est conçue comme un ensemble de ressources (matérielles et humaines) qui se combinent de manière unique au fil de son histoire. Afin de mobiliser des ressources de provenances multiples, le BM met en interaction les choix effectués dans trois composantes centrales définissant le modèle RCOV (Demil et Lecocq, 2010) : ressources et compétences, organisation, propositions de valeur. La conséquence de ces choix est la composante économique, à savoir l'appropriation d'une partie de la valeur à travers la marge générée par le BM<sup>3</sup>.

Les « ressources et compétences » (RC) sont développées et combinées afin de soutenir l'offre que l'organisation souhaite valoriser. La « structure organisationnelle » (O), qui comprend la chaîne de valeur interne, ainsi que le réseau de valeur mis en place à travers les relations avec les partenaires externes (Brandenburger et Nalebuff, 1997), reflète la manière dont l'entreprise s'organise pour délivrer sa

proposition de valeur. Enfin, les « propositions de valeur » (V) faites aux clients s'élaborent autour de l'offre de produits et de services.

En mettant en relation des porteurs de projets qu'ils rendent visibles, et des contributeurs aux profils très différents (donateur, fan, prêteur, investisseur, etc.), les plateformes de *crowdfunding* se positionnent comme intermédiaires en produits financiers. Dans le cadre du *crowdfunding*, les plateformes s'adressent à deux grandes catégories de clients : d'un côté, les contributeurs (la foule), de l'autre, les porteurs de projets. En tant que plateformes technologiques, ces « dispositifs ont vocation à faciliter les interactions entre deux ou plusieurs groupes d'acteurs interdépendants qui constituent les faces d'un même marché (marchés bifaces ou multifaces) » (Isckia, 2011).

Du côté des porteurs de projets, « le *crowdfunding* vise avant tout des créateurs qui éprouvent des difficultés à lever des fonds dans les phases initiales d'un projet qui peut être jugé trop innovant ou trop complexe par les institutions financières traditionnelles » (Onnée, 2016).

S'adressant à des marchés multifaces, la proposition de valeur des plateformes de *crowdfunding* a pour objet de favoriser les externalités croisées. Au-delà des fonds collectés pour le lancement de leurs projets, les porteurs peuvent également bénéficier de l'expertise des contributeurs. Les plateformes peuvent ainsi mettre à disposition des canaux facilitant les échanges entre les agents *via* des forums, du e-vote, des interactions directes par mail, voire des évènements sociaux.

3. Johnson *et al.* (2008) articulent le BM autour de 4 composantes aux contours similaires : proposition de valeur, équation de profit, ressources clés, processus clés, en mettant l'accent sur le rôle central de la proposition de valeur.

L'implication des acteurs est favorisée par l'adéquation des modèles de plateforme à leurs motivations. Belleflamme *et al.* (2015) présentent cinq modèles de *crowdfunding* : le don sans contrepartie (*donation-based crowdfunding*), le don avec récompense (*reward-based crowdfunding*), le prêt participatif (*crowdlending*), l'investissement en capital (*equity crowdfunding*), et le financement participatif en royalties (*royalty-based crowdfunding*).

Dans le modèle du don, les individus donnent de l'argent pour soutenir un projet, qui peut être à vocation caritative, sociale ou culturelle, par exemple. Les contributeurs n'attendent pas de contrepartie, si ce n'est un éventuel avantage fiscal (Wroldsen, 2013).

Dans le cadre du modèle du don avec récompenses, les personnes investissent dans un projet entrepreneurial et reçoivent un objet ou service en retour. La récompense peut prendre des formes très diverses : elle peut être symbolique, mais elle consiste souvent en l'objet produit *via* la campagne de *crowdfunding*. Il s'agit alors d'un modèle de prévente d'un bien ou service. Dans ce cas, la nature commerciale de l'échange peut caractériser une catégorie distincte des autres formes de don avec récompense (Wroldsen, 2013).

Le *crowdlending*, également appelé *peer-to-peer lending*, permet à des particuliers d'investir sous forme de prêt auprès d'autres particuliers ou d'entreprises. Ils seront remboursés en nominal et rémunérés avec des intérêts (s'il s'agit d'un prêt rémunéré). Le taux d'intérêt va dépendre du niveau de risque présenté par l'emprunteur. Certaines formes de *crowdfunding* immobilier s'apparentent au *crowdlending* ; les contributeurs souhaitant financer de la promotion

immobilière (acquisition, construction et/ou rénovation d'un bien) souscrivent des obligations leur permettant de percevoir des intérêts annuels fixes.

La finance participative en fonds propres (*equity crowdfunding* ou *crowdequity*) offre la possibilité à des particuliers de souscrire au capital d'une société dont ils deviennent actionnaires. Enfin, une autre manière de rémunérer les contributeurs sur l'activité de l'entreprise, mais sans que les contributeurs ne rentrent au capital de la société, est de rémunérer leur apport en royalties, c'est-à-dire sous la forme d'une redevance sur le chiffre d'affaires d'une entreprise.

De nouveaux modèles s'inventent en permanence. Le *winefunding* proposé par le château Clarisse propose un prêt obligataire avec intérêts en vin. Les contours de cette forme hybride sont difficiles à délimiter – on peut l'analyser comme un prêt avec récompense, du *crowdlending*, voire du pré-achat. Cet exemple montre comment les plateformes ajustent constamment leur proposition de valeur pour satisfaire à la fois les besoins et les attentes des deux catégories de clients visées : les porteurs de projets et la foule.

### III – UN FINANCEMENT ALTERNATIF POUR LES ENTREPRENEURS ?

Créer un projet entrepreneurial nécessite un investissement conséquent. Les sources de financement peuvent être limitées en fonction du stade de développement du projet. Qu'il s'agisse d'un projet humanitaire ou d'un financement de travaux d'aménagement d'un commerce, le manque d'historique comptable et de garanties peuvent être un frein important pour lever des fonds

auprès d'acteurs traditionnels du financement. Les entrepreneurs se tournent de plus en plus vers ce nouvel acteur du financement qu'est le *crowdfunding*.

Au-delà de la collecte de fonds, les principales motivations des entrepreneurs à s'adresser à la foule sont l'impact promotionnel de la campagne, les commentaires reçus concernant le produit ou service présenté et le développement de leurs réseaux (Belleflamme *et al.*, 2015). En choisissant ce nouvel acteur, les entrepreneurs augmentent la visibilité de leur offre et relayent l'aspect promotionnel à la foule, devenue principale ambassadrice du produit (Mollick, 2014). L'engouement de la foule donne ainsi plus de crédibilité à l'entrepreneur, ce qui facilite les futures levées de fonds auprès des acteurs traditionnels. En effet, le succès d'une campagne de financement participatif est un signal positif quand à la qualité du projet.

De plus, le *crowdfunding* opère une sélectivité moindre des projets en laissant la foule valider et juger du potentiel du projet. En outre, l'entrepreneur peut récolter des fonds rapidement comparé aux moyens classiques puisque les étapes de validations du projet sont raccourcies. L'enjeu majeur de l'entrepreneur est la sélection de la plateforme la plus appropriée et en cohérence avec son projet entrepreneurial. Cette sélection doit être effectuée en fonction de la nature et du stade de développement du projet, ainsi que de la communauté cible (Mejri *et al.*, 2018). Par la suite, l'entrepreneur est amené, avec l'aide de la plateforme, à réaliser un *storytelling* percutant, à communiquer autour de sa campagne, et à atteindre cette communauté cible en sollicitant son propre réseau personnel.

#### IV – LA RATIONALITÉ DE LA FOULE : SAGESSE VERSUS EXUBÉRANCE

Le *crowdfunding* permet de financer des projets qui ne sont pas en conformité avec les attentes des investisseurs et prêteurs traditionnels, en termes de structure (forme juridique et organisationnelle) et de gouvernance d'entreprise (Agrawal *et al.*, 2011, Gundry *et al.*, 2011). Il accorde de ce fait à tout le monde de participer à une aventure entrepreneuriale. Le contributeur partage les risques des projets qu'il finance, il cherche donc un retour sur investissement émotionnel (pour les projets des plateformes non spéculatives) ou pécuniaire (pour les projets des plateformes spéculatives). De plus, en raccourcissant le circuit entre le financeur et le projet, les plateformes de *crowdfunding* répondent à la quête de transparence et de traçabilité des contributeurs quant à l'usage de leurs fonds.

Plusieurs arguments ont été avancés dans la littérature pour justifier le fait que les contributeurs s'engagent dans le *crowdfunding*. La raison évoquée n'est pas uniquement basée sur un comportement rationnel ou une analyse purement financière des projets. Certes, selon la catégorie du projet à financer (principalement le cas du prêt avec intérêt ou de prise de participation), les investisseurs n'ayant ni un lien de parenté ni des relations directes avec le porteur de projet ont des motivations de maximisation de profit et de retour sur investissement (Klyver *et al.*, 2017). Ces investisseurs utilisent donc des critères de sélection rationnels lors de leurs prises de décisions (Klyver *et al.*, 2017). Cependant, étant donné que les donateurs peuvent soutenir des projets culturels, leur comportement peut être perçu comme une contribution privée à un

bien public dont ils ne cherchent pas uniquement à tirer un bénéfice pécuniaire (Cecere *et al.*, 2017). L'altruisme ou l'effet « warm glow » (Cecere *et al.*, 2017), l'affect (Bessière et Stéphany, 2014) et le capital social de la région (Giudici *et al.*, 2018) sont associés à leur décision de prendre part à la campagne. La philanthropie (ou *warm glow*) est davantage présente dans le financement participatif de don, puisque le contributeur au projet entrepreneurial retire une satisfaction personnelle de son geste et n'a pas pour objectif principal de faire des gains monétaires. Ce contributeur altruiste et qui désire aider n'est donc pas motivé par un rendement financier positif sur son investissement (en temps et en ressources), mais sa satisfaction est au niveau personnel avec le sentiment d'avoir apporté de la valeur au porteur du projet (Klyver *et al.*, 2017). Ces contributeurs peuvent ainsi être guidés par la relation émotionnelle qu'ils entretiennent avec le porteur du projet ou ses proches. Par ailleurs, comme le soulignent Agrawal *et al.* (2013) pour certains contributeurs, financer un projet sur une plateforme de *crowdfunding* représente une activité sociale, et ces contributeurs engagent du capital en partie pour obtenir un accès préférentiel au porteur du projet, ainsi que le sentiment de faire partie du projet entrepreneurial et de recevoir la reconnaissance de cet entrepreneur. De plus, l'échange qui s'opère entre les financeurs et le porteur du projet permet d'enrichir et d'accompagner le développement du projet (Calme *et al.*, 2016). Cependant, le contributeur, selon la communauté à laquelle il appartient, a besoin d'avoir des signaux de qualité pour être motivé à participer au projet et de savoir que son argent va servir à une cause qu'il soutient. C'est le cas par exemple des financeurs qui s'intéressent à l'impact social, environnemental ou écologique du projet (Polzin *et al.*, 2018)

La question qui se pose est donc la pertinence du choix de la foule quant aux projets à financer. En effet, la foule est composée de différents contributeurs hétérogènes, certains sont portés par l'appartenance à une (cyber)communauté particulière qui appuie une cause commune, appartenant à une communauté engagée, par exemple la préservation de la nature, etc., – ce qui est particulièrement le cas du don sans contreparties et du prêt solidaire – d'autres sont motivés par les rendements financiers positifs qu'ils peuvent recevoir en contrepartie de leur contribution (le cas de l'*equity crowdfunding* et du prêt rémunéré). Pour la première catégorie, l'aspect monétaire est relayé au second plan par rapport à l'aspect éthique, culturel, écologique, ou sociétal. Parmi ces différentes catégories de contributeurs, il existe des investisseurs ayant des aptitudes à évaluer les différents projets, mais également les non-initiés qui peuvent avoir un comportement grégaire ou encore fonder leur décision de financement sur des critères portant sur les catégories communautaires (Méric *et al.*, 2016). De plus, comme les contributeurs peuvent observer les décisions de financement réalisées par d'autres contributeurs, ils peuvent être influencés par ces derniers en investissant dans les mêmes projets. La théorie émergente de la sagesse de la foule (*wisdom of the crowd*) peut, en partie, contribuer à la réflexion sur ce sujet. Le postulat sous-jacent à cette théorie est que « les individus en savent plus collectivement qu'individuellement » (Vismara, 2016). L'enjeu est donc de savoir comment rendre la foule intelligente pour pouvoir légitimer son apport à la finance participative. Cette foule de nature hétérogène joue un rôle important dans le succès des



campagnes et dans le choix des projets à financer et domine de ce fait le comportement des experts du financement. Une distinction de la foule est ainsi faite entre contributeurs ayant des liens interpersonnels ou pas avec le porteur de projet (*in-crowd* et *out-crowd*) (Polzin *et al.*, 2018). Leur sensibilité aux informations qui émanent du porteur de projet dépend de leur proximité relationnelle (Polzin *et al.*, 2018). Cette foule doit remplir trois critères pour pouvoir conduire ou prétendre à la sagesse : diversité, indépendance et décentralisée (Surowiecki, 2008). L'étude de Mohammadi et Shafi (2018) a montré que la foule pouvait également être distinguée selon le genre. Ils ont en effet trouvé que les femmes ont tendance à ne pas investir dans les projets portés par une équipe jeune et appartenant au secteur de haute technologie ; ceci confirme que les femmes ont davantage d'aversion à l'égard du risque que les investisseurs hommes.

Par ailleurs, les nouveaux canaux de communication que sont les médias sociaux ont un impact non négligeable quand ils sont utilisés lors des processus de collecte de fonds (Block *et al.*, 2018). Ces médias sociaux, adossés aux nouvelles technologies offrent aux investisseurs non professionnels les moyens d'évaluer les projets, les risques encourus et l'information financière (Block *et al.*, 2018).

## V – CROWDFUNDING VERSUS CAPITAL RISQUE : UNE COHABITATION POSSIBLE ?

La foule peut également suivre les investisseurs professionnels comme les *business angels* et les capital risqueurs et obtenir des informations de la part d'autres investisseurs

qui ont posté des commentaires suite à leur investissement (Vismara, 2016). Selon Vismara (2016), lorsque ces derniers investissent tôt dans un projet, leur visibilité publique attire d'autres investisseurs. En effet, cela a souvent été le rôle des *business angels* et des capital risqueurs de financer des projets entrepreneuriaux, cependant, plusieurs étapes doivent être franchies afin de permettre au capital risqueur d'étudier minutieusement le projet (résumé opérationnel, plan de développement, *due diligence*, signature du pacte d'actionnaires) ; toutes ces étapes sont très coûteuses en temps et nécessitent une forte expertise de la part du financeur. La foule peut donc suivre le financement de ces experts qui semblent être garants de la bonne qualité et du potentiel du projet. On assiste, à travers cette syndication, à une complémentarité entre la finance participative et la finance traditionnelle.

Par ailleurs, l'un des avantages du *crowdfunding* par rapport au capital risque est une sélectivité moindre, mais tout de même non négligeable, des projets. Cette faible sélectivité peut être modérée en permettant à ces spécialistes du financement de co-investir dans les entreprises. On retrouve de ce fait l'une des principales caractéristiques des financements des capital risqueurs, à savoir la syndication pour mutualiser les risques et regrouper les compétences complémentaires, sauf que dans le cadre de la finance participative, la syndication s'opère entre la foule dans sa globalité (experte et non experte), sans nécessairement endosser un rôle actif dans cette relation.

La notion de risque permet une distinction entre les différentes typologies de *crowdfunding* et également entre le *crowdfunding* et les canaux traditionnels de financement. Le financement participatif par don avec

contrepartie est moins risqué que le financement participatif rémunéré dû à la contrepartie attendue : objet/service *versus* participations en actions ou rémunération du prêt accordé. En effet, lorsqu'un contributeur finance un projet de don avec contreparties, les principaux risques (modérés) encourus sont que l'entrepreneur n'honore pas son engagement à court terme en livrant le produit de la pré-vente, ainsi que le risque de fraude. Concernant le financement participatif rémunéré, généralement l'investissement dure une certaine période dans le temps, globalement entre deux et cinq ans. Cependant, le retour sur investissement est conditionné par la réussite du projet. Leur vision est à moyen et long-termes selon leur projection de durée d'investissement mais surtout de la liquidité des actions de l'entreprise et des acquéreurs potentiels. Nous disposons de peu de recul pour avoir une bonne vision des possibilités de sortie de l'investisseur dans le cas de l'*equity crowdfunding*. Concernant les plateformes de *crowdlending*, elles permettent de visualiser les échéanciers de remboursement ; la fin du contrat liant les financeurs et l'entreprise financée étant apparent. L'*equity crowdfunding* s'apparente au capital risque dans le sens où l'une des principales motivations pour les investisseurs, particulièrement ceux n'ayant aucun lien de parenté avec l'entrepreneur, reste néanmoins la maximisation des profits. De plus, la sortie du capital est conditionnée par la réussite de l'entreprise et la possibilité de trouver un acquéreur pour les actions détenues par la foule. Cependant, les capitaux engagés sont inférieurs à ceux réalisés par ces spécialistes et le risque est supporté par un plus grand nombre de contributeurs.

## VI – LE FUTUR DU *CROWDFUNDING*

Si les modèles de plateformes déclinent la proposition de valeur en de multiples variantes, l'équation économique repose sur des mécanismes de rémunération classiques : des commissions variables sont prélevées sur les sommes récoltées ou des frais fixes sont facturés aux contributeurs ou au porteur du projet si l'objectif de collecte de fonds est atteint (Van Osnabrugge, 2000). Les plateformes sont confrontées à une apparente injonction paradoxale : d'un côté, le système de rétribution à la commission incite à la course au volume, de l'autre, la réputation de la plateforme nécessite une sélectivité grandissante des projets à financer. Le risque réputationnel est élevé, car cette même foule peut diffuser son insatisfaction sur les réseaux sociaux et dissuader de potentiels clients d'avoir recours à la plateforme.

Cette tension entre proposition de valeur et équation économique amène les plateformes à faire évoluer leur métier. Au-delà des efforts de sélection, les plateformes s'attachent à améliorer le suivi des dossiers, à accompagner les projets. Cette orientation vers une activité de conseil ou d'accompagnement renouvelle ainsi la proposition de valeur faite aux clients.

Les ressources et compétences, ainsi que l'organisation sont également impactées : pour maintenir leur compétitivité, les plateformes doivent non seulement apprendre à maîtriser des compétences plus sophistiquées (par exemple en matière de sécurité des transactions), mais également accélérer leur développement par la croissance externe. Les rachats de Subbable par Patreon (financement de projets artistiques),

celui de Finsquare par Lendix (financement des entreprises), ou encore la fusion entre BuzzBnk et Trillion Fund (finance alternative) au Royaume-Uni participent au mouvement de concentration au sein des différents segments du *crowdfunding*.

L'évolution du BM des plateformes s'accompagne d'une reconfiguration des relations entre le monde de la *Fintech* et le monde bancaire traditionnel. Du point de vue des banques, ce nouveau mode de financement peut représenter une source de concurrence non négligeable. Mais est-ce réellement le cas ? Les relations entre les entreprises dans les différentes activités financières sont complexes, et peuvent, certes, s'inscrire dans des affrontements concurrentiels, mais aussi dans des dynamiques de co-évolution et de coopération. Les deux métiers des banques et des plateformes peuvent ainsi s'articuler de manière complémentaire.

Les banques investissent dans le capital des start-up et deviennent donc actionnaires, à l'image de Crédit mutuel Arkea dans la plateforme de crédit à la consommation Younited Credit (ex-Prêt d'union).

Les plateformes ont accès à des clients et des projets jusqu'alors délaissés par les circuits traditionnels, car non rentables ou trop risqués, alors que les banques disposent d'une assise historique leur conférant une large clientèle. Par le biais d'un partenariat avec la plateforme d'*equity crowdfunding* WiSeed, spécialisée dans le PME et TPE, le Crédit coopératif élargit son offre de financement pour les entrepreneurs ayant besoin de capitaux propres pour des projets dans le commerce associé, de même que son offre de produits de placement pour les particuliers souhaitant investir dans les start-up. La plateforme bénéficie, de son côté, de

l'arrivée de nouveaux clients envoyés par le prescripteur.

Certaines banques financent les projets après que ces derniers aient été étudiés et retenus par des plateformes, comme l'illustrent le partenariat entre la plateforme Spear, qui sélectionne des porteurs de projets à vocation sociale, et la Société générale et le Crédit coopératif, qui se proposent de porter le risque de crédit des emprunteurs.

Selon Cieply et Nadant (2016), la réglementation dans le secteur du *crowdlending*, ainsi que les partenariats entre plateformes et banques ont limité l'impact disruptif des nouveaux modèles. Loin de menacer les acteurs traditionnels d'un déclin inexorable, l'émergence des *Fintech* offre de nouvelles opportunités à exploiter : capter de nouveaux segments de marché, et à terme réduire leurs coûts.

## VII – CONTRIBUTIONS AUX PRINCIPAUX AXES DE RECHERCHE DU *CROWDFUNDING*

Le *crowdfunding* est un domaine de recherche récent, et donc encore en formation sur le plan conceptuel. De plus, les contributions mobilisent une diversité de référentiels, liée en partie aux approches spécifiques à chaque discipline. Pour faciliter l'accès à ce dossier, nous avons mis en perspective dans cet article introductif les principaux axes de recherche autour de cette thématique : le modèle économique des plateformes de financement participatif, l'apport du *crowdfunding* au financement des projets entrepreneuriaux, et la rationalité de la foule (sagesse *vs.* exubérance).

L'article intitulé « Logiques partenariales au sein de l'écosystème du prêt entrepreneurial. Le partenariat plateformes du CLE

– CSOEC » écrit par I. Calmé, S. Onnée, et E-A. Zoukousa s’inscrit dans le premier axe. Les auteurs étudient les stratégies de partenariat qui se tissent au sein de l’écosystème du prêt entrepreneurial. Plus particulièrement, ils questionnent l’intérêt du partenariat entre les plateformes de *crowdfunding* Lendopolis, Prêtgo et Lesentrepreneurs.com avec le Conseil supérieur de l’ordre des experts comptables (CSOEC), ainsi que l’impact sur les *business models* des acteurs concernés.

L’article de J. Bouglet et G. Garmilis, « *L’equity crowdfunding*, une régulation traditionnelle pour un modèle innovant ? », appartient également au premier axe. Il pose la question centrale du mode de gouvernance et de la protection des investisseurs. Les auteurs mènent une étude empirique sur l’ensemble des plateformes françaises d’*equity crowdfunding* afin de comprendre les mécanismes de gouvernance concrètement utilisés. Dans ce champ relativement neuf, les mécanismes traditionnels semblent prendre peu à peu une place prépondérante. L’article de L. Attuel-Mendes et C. Soulas, « *Le crowdfunding* au secours des entreprises dans l’industrie des biotechnologies santé ? » s’inscrit dans le deuxième axe, à savoir la contribution du *crowdfunding* au financement des projets entrepreneuriaux, et plus précisément dans le cas des biotechs. Cette étude exploratoire, effectuée à l’aide d’entretiens semi-directifs, s’intéresse aux modalités d’accès des start-up de biotechnologie au financement participatif, ainsi qu’aux motivations des parties prenantes.

L’étude empirique menée par E. Darmon, N. Oriol et A. Rufini « Enchères, notation et

fixation du taux d’intérêt par la foule. Le cas d’une plateforme de *crowdlending* », apporte un nouvel éclairage sur la capacité des prêteurs à analyser et traiter les informations financières. Le taux d’intérêt est considéré être une mesure de la perception du risque des investisseurs dans le cadre la plateforme Unilend proposant une enchère inversée, ainsi que d’un système informatique et d’aide à la décision (SIAD). Cet article s’insère ainsi dans le troisième axe relatif à la rationalité *versus* l’exubérance de la foule.

Enfin, l’article « Crowdfunding, quand les fans rétribuent les créateurs du web. Spécificités et enjeux du ”Modèle du pourboire” » de S. Renault et A. Ingarao aborde les trois axes en détaillant les enjeux soulevés par une nouvelle modalité du *crowdfunding*, à savoir le modèle du pourboire. Les auteurs montrent comment le travail de créateurs de bandes-dessinées est soutenu financièrement par leur communauté de fans à travers la plateforme Tipeee. Ces articles, en éclairant des facettes différentes du *crowdfunding* permettent d’offrir une vision d’ensemble de ce phénomène, et de mieux comprendre ses enjeux<sup>4</sup>.

## CONCLUSION

Si le *crowdfunding* (« financement par la foule ») n’est pas à proprement parler une pratique nouvelle, il rappelle, par certains aspects, des formes de financement plus anciennes (*business angels*, mécénat). Les fonds nécessaires à l’édification de la statue de la Liberté, qui fut offerte par la France aux États-Unis, furent levés, entre 1875 et 1880, en partie grâce à des dons de milliers

4. Cette réussite doit beaucoup à la pertinence des évaluateurs, que nous remercions vivement.

de particuliers. De même, les grands compositeurs Mozart et Beethoven ont eu recours au public pour financer leurs concerts et la publication de leurs nouvelles partitions (Hemer, 2011). À cet égard, on peut se demander dans quelle mesure le financement participatif moderne peut être appréhendé comme un retour en arrière à des formes de financement plus anciennes, libérées des dispositifs réglementaires qui ont progressivement été mis en place pour protéger les apporteurs de fonds. C'est sans doute pour répondre aux inquiétudes liées à un environnement peu sécurisant, que les pouvoirs publics français ont institué un cadre réglementaire pour l'exercice de cette nouvelle activité. Un label a été créé pour identifier les plateformes qui respectent les nouvelles règles introduites par l'ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014 et son décret d'application n° 2014-1053 du 16 septembre 2014. Par ailleurs, les différentes parties prenantes doivent également être vigilantes face à certains risques comme le

blanchiment d'argent, l'escroquerie ou les conflits d'intérêt. Les exemples de fraudes (Cumming et Johan, 2016) peuvent ternir l'image de certaines plateformes et l'industrie de la finance participative en général. Pour réduire ces risques, est-il nécessaire de recourir à une assurance de *crowdfunding* ? Certes, le financement participatif n'est pas la solution parfaite qui s'offre à tous les entrepreneurs, car il présente bien des limites non négligeables, par exemple : un échec de la campagne de *crowdfunding* peut réduire considérablement les chances de succès du projet, un engagement personnel très fort de la part de l'entrepreneur et une pression subie assez conséquente, le risque de décevoir un grand nombre de contributeurs en cas d'échec de la campagne ou du projet (Mejri *et al.*, 2018), risque de pillage, etc. Cependant, il peut être une solution lorsque les autres canaux de financement traditionnels semblent être inatteignable (autocensure de l'entrepreneur) ou non aboutis.

## BIBLIOGRAPHIE

- Agrawal A.K., Catalini C. et Goldfarb A. (2011). "The geography of crowdfunding", *NBER Working Paper* No. w16820.
- Agrawal A.K., Catalini C. et Goldfarb A. (2013). "Some simple economics of crowdfunding", *Innovation Policy and the Economy*, Ed. by J. Lerner and S. Stern, p. 63-97, vol. 14, University of Chicago Press, Chicago IL.
- Belleflamme P., Omrani N. et Peitz M. (2015). "The economics of crowdfunding platforms", *Information Economics and Policy*, vol. 33, p. 11-28.
- Bessière V. et Stéphany E. (2014). « Le financement par crowdfunding. Quelles spécificités pour l'évaluation des entreprises ? », *Revue française de gestion*, vol. 40, n° 242, p. 149-161.
- Block J.H., Colombo M.G., Cumming D.J. et Vismara S. (2018). "New players in entrepreneurial finance and why they are there", *Small Business Economics*, vol. 50, n° 2, p. 239-250.
- Brandenburger B.J. et Nalebuff A.M. (1997). *Coopetition*, Harper Collins Business, Paperback Edition.

- Calme I., Onnée S. et Zoukouska É.-A. (2016). « Plateformes de crowdfunding et acteurs de l'écosystème entrepreneurial », *Revue française de gestion*, vol. 42, n° 259, p. 139-154.
- Cecere G., Le Guel F. et Rochelandet F. (2017). "Crowdfunding and social influence: An empirical investigation", *Applied Economics*, vol. 49, n° 57.
- Christensen C.M. (1997). *The Innovator's Dilemma*, Harvard Business School Press, Boston.
- Christensen C.M., Craig T. et Hart S. (2001). "The great disruption", *Foreign Affairs*, vol. 80, n° 2.
- Christensen C.M., Raynor M.E. et McDonald R. (2015) "What is disruptive innovation?", *Harvard Business Review*, vol. 3, n° 12, p. 44-53.
- Cieply S. et Nadant A.-L.L. (2016). "Le crowdfunding : modèle alternatif de financement ou généralisation du modèle de marché pour les start-up et les PME ?", *Revue d'économie financière*, n° 122, p. 255-272.
- Cumming D.J. et Johan S. (2016). "Crowdfunding and entrepreneurial internationalization", *Entrepreneurial Finance: Managerial and Policy Implications*, N. Dai and D. Siegel, Eds, The World Scientific Publishers, London, UK.
- Demil B. et Lecocq X. (2010). "Business model evolution: in search of dynamic consistency", *Long Range Planning*, Elsevier, vol. 43, n° 2-3, p. 227-246.
- Dumoulin R. (2012). « Les stratégies de rupture », *Revue des Cas en Gestion*, n° 8, p. 5-17.
- Elton C. (2015). "Opening a nationwide mobile wallet", *Bloomberg*, December 15.
- Giudici G., Guerini M. et Rossi-Lamastra C. (2018). "Reward-based crowdfunding of entrepreneurial projects: The effect of local altruism and localized social capital on proponents' success", *Small Business Economics*, vol. 50, n° 2, p. 307-324.
- Govindarajan V. et Gupta A.K. (2001). "Strategic innovation: A conceptual roadmap", *Business Horizons*, vol. 44, n° 4, p. 3-12.
- Gundry L.K., Kickul J.R., Griffiths M.D. et Bacq S.C. (2011). "Creating social change out of nothing: The role of entrepreneurial bricolage in social entrepreneurs' catalytic innovations", *Social and Sustainable Entrepreneurship*, vol. 13, p. 1-24.
- Hamel G. (1998). "The challenge today: Changing the rules of the game", *Business Strategy Review*, vol. 9, n° 2, p. 19-27.
- Hemer J. (2011). "A snapshot on crowdfunding", *Working papers firms and region*, n° R2/2011.
- Isckia T. (2011). « Ecosystème d'affaires, stratégies de plateforme et innovation ouverte: vers une approche intégrée de la dynamique d'innovation », *Management & Avenir*, n° 46, 2011/6, p. 157-176.
- Johnson M.W., Christensen C.C. et Kagermann H. (2008). "Reinventing your business model", *Harvard Business Review*, vol. 86, p. 50-59.
- Kim C. et Mauborgne R. (2005). *Stratégie océan bleu*, Village mondial, Paris.

- Klyver K., Lindsay N.J., Suleiman K. et Hancock G. (2017). "Altruistic investment decision behavior in early-stage ventures", *Small Business Economics*, vol. 48, n° 1, p. 135-152.
- Kumar S. (2016). "Relaunching innovation: Lessons from Silicon Valley", *Banking Perspective*, vol. 4, n° 1, p. 19-23.
- Lehman-Ortega L. et Schoettl J.M. (2005). "Rupture et perturbation : les deux formes de l'innovation stratégique", *AIMS*.
- Lehner O. (2013). "Crowdfunding social ventures: A model and research agenda", *Venture Capital*, vol. 15, n° 4, p. 289-311.
- Mathé J.-C. (2004). *Dynamique concurrentielle et valeur de l'entreprise*, EMS, Paris.
- Mejri I., Hamouda M. et Trabelsi D. (2018). « Crowdequity et Crowdlending : deux alternatives de financement des TPE/PME. Le cas de l'entreprise Gifts for Change », *Gérer et Comprendre*, vol. 131, n° 1, p. 36-50.
- Mohammadi A. et Shafi K. (2018). "Gender differences in the contribution patterns of equity-crowdfunding investors", *Small Business Economics*, vol. 50, n° 2, p. 275-287.
- Mollick E. (2014). "The dynamics of crowdfunding: An exploratory study", *Journal of Business Venturing*, vol. 29, p. 1-16.
- Onnée S. (2016). « Vers une compréhension du rôle joué par la foule », *Réalités industrielles*, février.
- Osterwalder A. et Pigneur Y. (2010). *Business Model Generation: A Handbook for Visionaries, Game Changers, and Challengers*, Wiley
- Penrose E. (1959). *The Theory of the Growth of the Firm*, Wiley, New York.
- Philippon T. (2017). « L'opportunité de la Fintech », *Revue d'économie financière*, vol. 127, p. 173-206.
- Polzin F., Toxopeus H. et Stam E. (2018). "The wisdom if the crowd in funding: information heterogeneity and social networks if crowdfunders", *Small Business Economics*, vol. 50, p. 251-273.
- Rysman M. et Schuh S. (2016). "New innovations in payments", *National Bureau of Economic Research*, NBER working papers, n° 22358.
- Surowiecki J. (2008). *La sagesse des foules*, JC Lattès, Paris.
- Van Osnabrugge M. (2000). "A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: An agency theory-based analysis", *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 2, n° 2, p. 91-109.
- Vismara S. (2016). "Information cascades among investors in equity-crowdfunding", *Entrepreneurship Theory and Practice*.
- Wroldsen J.S. (2013). "The Social network and the crowdfund act: Zuckerberg, Saverin and venture capitalists' dilution of the crowd", *15 Vanderbilt Journal of Entertainment and Technology Law*, vol. 583, p. 2012-2013.