

LE *CROWDFUNDING* : MODÈLE ALTERNATIF DE FINANCEMENT OU GÉNÉRALISATION DU MODÈLE DE MARCHÉ POUR LES *START-UP* ET LES PME ?

SYLVIE CIEPLY*
ANNE-LAURE LE NADANT**

255

Une nouvelle forme d'intermédiation financière reposant sur les plates-formes de *crowdfunding* a émergé ces dernières années. La finance participative représente une solution innovante de financement actuellement en plein essor. D'après l'association Financement Participatif France (FPF), qui fédère les acteurs du financement participatif, les fonds réunis par les plates-formes ont doublé en un an (296,8 M€ collectés sur l'ensemble de 2015, contre 152 M€ en 2014). Les plates-formes de prêts arrivent en tête du classement avec 196,3 M€ réunis, suivies par les plates-formes d'investissement en capital, puis de dons, avec respectivement 50,3 M€ et 50,2 M€ collectés. Alors que les plates-formes de dons soutiennent majoritairement des projets culturels et solidaires portés par des associations ou des particuliers, les plates-formes de fonds propres et de prêts contribuent principalement aux projets de développement d'entreprise¹. Malgré la croissance rapide des sommes collectées par les plates-formes de

* Université de Caen Normandie ; CREM (Centre de recherche en économie et management).
Contact : sylvie.cieply@unicaen.fr.

** Université de Caen Normandie ; NIMEC (Normandie Innovation Marché Entreprise Consommation). Contact : anne-laure.lenadant@unicaen.fr.

crowdfunding, il convient de remarquer que cette source de financement reste encore très marginale par rapport à l'encours de crédits bancaires mobilisés pour les petites et moyennes entreprises (PME) (374 Md€ à la fin de décembre 2015)² ou à l'investissement en fonds propres par les capital-investisseurs (10,7 Md€ en 2015)³. En outre, le financement participatif des entreprises concerne généralement des tickets assez modestes, puisque le montant de la collecte moyenne pour le modèle investissement en capital est de 448 460 euros et pour le modèle de prêt rémunéré de 224 152 euros (454 027 euros pour l'investissement en obligations)⁴.

L'objectif de cet article est de proposer une réflexion sur le modèle de financement proposé aux entreprises par les plates-formes de fonds propres (*crowdfunding*) et de prêts (*crowdlending*). Le don (avec ou sans contrepartie) et le prêt sans intérêt, qui se situent dans le domaine de l'économie sociale et répondent à une logique non financière, ne seront pas abordés dans le cadre de notre analyse. La littérature académique sur les plates-formes de *crowdfunding* se développe, mais elle est encore émergente. Le *crowdinvesting* est défini comme une forme de *crowdfunding*, plus orientée vers le financement de l'innovation et du développement des entreprises (Hornuf et Schwienbacher, 2014). Quant au prêt participatif, aussi appelé *peer-to-peer* (pair à pair) ou *peer-to-business lending*, il permet aux internautes de prêter de l'argent à des porteurs de projets. Dans cet article, nous montrons que si, à l'origine, le *crowdfunding* a pu être présenté comme un véritable modèle alternatif permettant de financer des projets risqués en se fondant notamment sur une définanciarisation de l'évaluation (Bessière et Stéphany, 2014), l'évolution récente de la réglementation et le développement des multiples partenariats noués entre les plates-formes et les banques nous semblent traduire la refinanciarisation du modèle initial. Nous soutenons finalement l'idée que le développement du *crowdfunding* ne conduit pas à un mouvement de désintermédiation, mais qu'au contraire, il généralise les principes de l'intermédiation financière de marché en proposant un outil de marché adapté au non-coté.

LE CROWDFUNDING : UN MODÈLE ALTERNATIF DE FINANCEMENT

Dans cette partie, nous présentons le financement participatif tel qu'il est décrit par la littérature académique. Nous montrons que sa définition et les principes qui fondent son modèle conduisent certains auteurs à présenter le *crowdfunding* comme une solution alternative aux financements dits « classiques », qu'ils soient intermédiés (banques, capital-risque) ou non intermédiés (*business angels* ou marchés).

Définition du crowdfunding

Le concept de *crowdfunding* trouve son origine dans le concept plus large de *crowdsourcing*, qui utilise la foule pour obtenir des idées, un retour et des solutions de manière à développer des activités d'entreprise. Dans le cas du *crowdfunding*, l'objectif est de collecter des fonds pour l'investissement en utilisant Internet et les réseaux sociaux (Twitter, Facebook, LinkedIn et d'autres blogs spécialisés). Puisqu'une « foule » d'investisseurs sont sollicités, le terme *crowdfunding* a été utilisé pour décrire cette nouvelle source de financement qui, comme le microcrédit, est présentée comme un système de financement alternatif par rapport aux modes de financement traditionnels (Bruton *et al.*, 2015).

Le principe de base du *crowdfunding* est le suivant : au lieu de lever des fonds auprès d'un très petit groupe d'investisseurs professionnels, les entrepreneurs essaient de les obtenir auprès d'un public très large, chaque individu apportant un très faible montant. Les financeurs, les *crowdfunders*, peuvent également, dans certains cas, participer aux décisions stratégiques et même avoir un droit de vote. Plus précisément, le phénomène de *crowdfunding* incarne la combinaison de deux concepts : le *crowdsourcing* et la microfinance (Harrison, 2013). Celle-ci se réfère à l'intermédiation financière et sociale par le biais de prêts de faibles montants pour des emprunteurs actifs économiquement, mais trop pauvres pour accéder à des sources de financement plus conventionnelles (Ledgerwood, 1998).

257

Au tout début de leur projet de création, les entrepreneurs sont très souvent confrontés à des difficultés pour mobiliser des ressources externes, compte tenu du manque de garanties, de la faiblesse des *cash-flows* dégagés et de la forte asymétrie d'information par rapport aux financeurs. Ces dernières années, des entrepreneurs ont choisi de lever des fonds sur Internet *via* des plates-formes de *crowdinvesting* (fonds propres) et de *crowdlending* (prêts) qui, au-delà des ressources financières apportées dans un délai relativement court (souvent moins de deux semaines pour le *crowdlending*), créent aussi une opportunité pour communiquer et fédérer une vraie communauté. Le *crowdfunding* apparaît ainsi comme un moyen alternatif et transparent de financement de projets par un groupe d'individus sur le web. Il utilise un circuit financier décentralisé et repose sur quatre grands principes.

Principes du modèle de financement par crowdfunding

Transparence et confiance

Le premier principe de ce modèle de financement est la transparence et la confiance. Le *crowdfunding* est né grâce au développement des

réseaux sociaux, qui donnent aujourd'hui une confiance renouvelée vis-à-vis d'Internet et permettent l'émergence de pratiques nouvelles et simplifiées. Le *crowdfunding* tire ainsi des avantages de l'exploitation du potentiel des nouvelles technologies de l'Internet pour rassembler et augmenter l'interaction entre différentes parties à l'intérieur d'une large communauté d'investisseurs et de promoteurs de projets innovants. Les contributeurs peuvent choisir la destination exacte de leur argent et reprendre le pouvoir sur celui-ci. Les plates-formes de *crowdfunding* présentent des projets portant sur une promesse économique (un objectif de rentabilité attractif) et les *crowdfunders* sont informés régulièrement des nouvelles du projet et de son avancement.

Création de lien

Le *crowdfunding* repose sur un financement créateur de lien. Ce lien est financier, puisqu'il implique une prise de participations ou un prêt d'une somme d'argent, mais il est aussi extra-financier. Les plates-formes de *crowdfunding* permettent la création d'un lien entre le porteur d'un projet et les individus qui lui permettent de le mener à bien. Elles permettent de fédérer une communauté de clients, de collaborateurs, de fournisseurs en présentant le *business model*, le produit ou le service à la foule des internautes pour les convaincre. Le phénomène s'inscrit dans l'économie collaborative (Rifkin, 2014) et, plus précisément, dans un mouvement de fond poussé par la volonté du consommateur de devenir un « consom'acteur ».

Les valeurs véhiculées par ce modèle de financement sont le partage et la participation, et la finance participative ne repose donc pas uniquement sur des motivations financières. La motivation de la foule naît aussi du sentiment d'aide et de participation au développement de nouveaux produits et entreprises (Gerber *et al.*, 2012). Bien que les études empiriques se soient intéressées à d'autres formes de *crowdfunding* (notamment les dons avec ou sans contrepartie), il semble plausible que l'altruisme et des motivations sociales, personnelles et financières animent également les *crowdlenders* et les *crowdinvestors* (Pierrakis et Collins, 2013), mais sans doute dans une moindre mesure (ils sont investisseurs ou prêteurs). Par conséquent, les décisions de financement prises par la foule sont aussi impactées par des avantages non pécuniaires. Le choix peut en effet correspondre à des motivations ludiques (par exemple, chercher à deviner le projet qui va fonctionner) ou morales. L'affect est aussi très important dans le choix des projets et dans la réussite de la levée de fonds pour les entreprises (Bessière et Stéphan, 2014). Il faut souligner que ce type de décisions en un « clic » basé sur les émotions est aussi une source de fragilité intrinsèque de ce modèle de financement puisque les décisions peuvent être plus guidées

par l'impulsion que par la raison. L'approche financière selon laquelle la relation entre risque et rentabilité est positive peut alors être renversée, pour un projet apprécié par un individu, avec une perception du risque faible et une perception des bénéfices élevée (Slovic *et al.*, 2004). Le *crowdfunding* se situe ainsi à la marge de la finance.

Collaboration et connaissance partagée

Le modèle de la plate-forme de *crowdfunding* est basé sur le principe de la collaboration et de la connaissance partagée. Il mise donc sur l'intelligence collective et bénéficie de sa capacité à mobiliser une expertise industrielle et financière pointue et adaptée à chaque projet. Schwienbacher et Larralde (2012) ont montré, à partir de l'étude de cas du projet *Media No Mad*, que l'interaction avec le réseau, la communication et l'échange de compétences sont essentiels dans un processus de *crowdfunding*. En outre, l'étude de Kim et Viswanathan (2014), réalisée dans le cadre d'une plate-forme spécialisée dans les applications pour mobiles, a montré que les décisions de la foule sont fortement influencées par celles des investisseurs experts. Les choix de projets des investisseurs compétents fournissent un signal sur la qualité du projet (Bessière et Stéphany, 2014).

Le *crowdinvesting* permet de lever des fonds pour des projets très risqués (*start-up*, innovation, R&D – recherche et développement –, etc.) que les banques ou les investisseurs financiers traditionnels (capital-risqueurs, *business angels*) ne sont pas forcément prêts à financer. L'un des avantages du financement de l'innovation par le marché réside dans la diversité des opinions (Allen et Gale, 1999). Contrairement au financement par un intermédiaire financier où la décision d'investissement est déléguée à une personne (ce qui réduit certes les coûts d'information, mais aussi la diversité d'opinions), le financement par le marché implique que chaque participant acquière l'information et prenne sa propre décision. Le même argument peut être avancé pour justifier le financement de l'innovation par la foule : celui-ci est supérieur à un financement par un intermédiaire financier car les nouvelles technologies de l'Internet rendent l'information peu coûteuse et permettent une grande diversité d'opinions grâce à un accès à un très grand nombre d'internautes.

L'existence d'une « preuve sociale » permet par ailleurs de gérer au mieux l'incertitude inhérente au marché d'une *start-up* en phase d'amorçage (Cialdini, 1984). Le principe de la preuve sociale désigne cette tendance à croire que si la plupart des gens croient en quelque chose ou agissent d'une certaine manière, mieux vaut se conformer à cela en vertu de l'idée qu'autant de gens ne peuvent pas tous se tromper. La preuve sociale est ainsi une forme de persuasion qui provoque une

adhésion automatique et donc non réfléchi de la part des individus. Toutefois, de nombreux travaux sur la dynamique des marchés de capitaux se sont intéressés aux phénomènes de contagion des opinions ou encore de comportements mimétiques (Bruno et Dal-Pont Legrand, 2004). Des investisseurs individuels non coordonnés décident de leur choix d'investissement en fonction de l'idée qu'ils se font des décisions des autres agents (Orléan, 1992). Dès lors, ces comportements mimétiques peuvent donner lieu à un processus d'engouement collectif, source de surinvestissement dans certains types d'activités. Ce type de phénomène pourrait également expliquer le succès de certains projets sur les plates-formes de *crowdfunding*.

En outre, le financement participatif – et en particulier le *crowdfunding* – repose sur une évaluation spécifique des projets, caractérisée par une certaine définanciarisation (Bessière et Stéphanie, 2014). En effet, ce mode de financement modifie la gouvernance de l'entreprise (en comparaison avec celle des capital-risqueurs et des *business angels*) car les *crowdinvestors* apporteront généralement une faible mise de fonds initiale et ne pourront pas réaliser une analyse approfondie du projet (le coût serait trop élevé). Le *crowdfunding* engendre un risque opérationnel plus élevé car le projet peut échouer si l'entrepreneur n'estime pas bien ses besoins de financement. Dans le cadre du *crowdfunding*, la plupart des plates-formes effectuent des *due diligences* avant de présenter un projet à la foule des investisseurs. Toutefois, Schwiendbacher (2015) montre que les entreprises financées par la foule peuvent engendrer différentes formes de risque opérationnel par rapport à celles financées par des investisseurs en fonds propres comme les *business angels*. En effet, les entreprises financées par la foule ne sont pas, en général, sélectionnées par des investisseurs professionnels et leurs *business plans* ne sont pas comparés avec d'autres comme c'est le cas pour le financement par les *business angels*. Ainsi, le *crowdfunding* fournirait une évaluation non financière des projets, la décision de financement par la foule étant prise sur la base d'informations publiques moins approfondies que dans un cadre de gré à gré (Bessière et Stéphanie, 2014). Cela crée un risque opérationnel plus élevé que lorsque ce sont les *business angels* qui apportent le financement. Une fois que l'entrepreneur a enregistré sa *start-up* sur la plate-forme, il rejoint l'écosystème dans lequel il sera soumis au principe de la « preuve sociale », c'est-à-dire qu'il sera évalué de manière continue par différentes catégories d'acteurs à l'intérieur de la communauté. Les plates-formes misent aussi sur l'intelligence collective et la « sagesse des foules » (Surowiecki, 2004) : l'investisseur est plus intelligent lorsqu'il réfléchit en groupe plutôt que tout seul.

Réduction de l'incertitude entrepreneuriale

Le modèle de plate-forme de *crowdfunding* apporte une nouvelle réponse à la question fondamentale du management de l'incertitude entrepreneuriale car il permet un premier test du marché. L'entrepreneur reçoit un signal de valeur sur le potentiel de marché de son produit car la foule « précommande » (puisque le produit est généralement la récompense) au cours de la campagne de *crowdfunding* et agit ainsi comme un consommateur. Obtenir un retour sur le potentiel du produit doit ainsi être considéré comme une motivation aussi importante pour impliquer la foule (Belleflamme *et al.*, 2013 ; Schwienbacher, 2015). Lever des fonds auprès d'investisseurs professionnels n'offre pas le même retour informationnel puisque les investisseurs ne prennent pas de décisions fondées sur la consommation, mais sur leur évaluation de la rentabilité globale de l'opportunité d'investissement. Le *crowdfunding* permettrait donc de limiter le risque potentiel de marché puisque les projets qui n'ont pas engendré une participation en *crowdfunding* suffisante peuvent être abandonnés relativement tôt.

Au terme de cette revue de la littérature, il apparaît que les plateformes de *crowdfunding* permettent d'orienter, à partir d'une approche définanciarisée de l'évaluation (Bessière et Stéphany, 2014), les ressources d'un grand nombre d'investisseurs vers les besoins spécifiques des TPE (très petites entreprises) et PME, notamment pour celles qui n'offrent pas un niveau de garanties suffisant pour les établissements de crédit (Lesur, 2015). Le *crowdfunding* apparaît ainsi offrir une alternative aux financements traditionnels, qu'ils soient intermédiés par les banques et les capital-risqueurs ou non intermédiés *via* les *business angels*. Dans la partie suivante, nous proposons une analyse des conditions de l'activité des plates-formes, qui remet en cause cette thèse de la « définanciarisation » du financement des TPE/PME *via* les plates-formes de *crowdfunding*.

261

VERS UNE REFINANCIARISATION DU MODÈLE DE CROWDFUNDING : LA FIN DU MYTHE DE LA DÉSINTERMÉDIATION DU FINANCEMENT DES ENTREPRISES À RISQUE

Plusieurs arguments vont dans le sens d'une refinanciarisation de l'activité de *crowdfunding* : (1) la réglementation, tout d'abord, qui exige un statut d'intermédiaire financier pour gérer une plate-forme de *crowdfunding*, (2) la qualification et l'expérience des fondateurs/dirigeants des plates-formes, qui relèvent pour une part très significa-

tive du domaine financier, et enfin (3) les interactions stratégiques et financières qui se développent entre les intermédiaires financiers, d'une part, et les plates-formes de finance participative, d'autre part.

Encadré
Méthodologie de la recherche

Notre démarche de recherche est exploratoire compte tenu du caractère récent de l'activité de finance participative en France. Nous avons recensé, à partir des sites internet des plates-formes de finance participative, des sites internet des principales banques françaises et des informations délivrées sur les réseaux sociaux par les dirigeants des plates-formes, deux types de données : la formation et l'expérience des créateurs et/ou des dirigeants des plates-formes, et les modalités des partenariats entre les banques et les plates-formes. La synthèse des données collectées figure dans les tableaux 1 et 2 (*infra*).

Une réglementation qui réintermédie le crowdfunding

Le 1^{er} octobre 2014 est entré en vigueur le dispositif réglementaire qui encadre l'activité de *crowdfunding* en France⁵. La finance participative doit dorénavant s'exercer soit dans le cadre d'un statut d'intermédiaire en financement participatif (IFP) pour les plates-formes de prêts (à titre gratuit ou onéreux) ou de dons, soit dans le cadre d'un statut de conseiller en investissement participatif (CIP) pour les plates-formes de fonds propres.

La création du statut d'IFP introduit une dérogation, pour l'octroi de prêts à titre onéreux, au principe du monopole des établissements de crédit (article L. 511-6 du Code monétaire et financier). Cette dérogation permet à des particuliers de consentir un prêt rémunéré à des personnes physiques ou morales si les opérations sont réalisées dans le cadre d'un financement regroupant un nombre minimal de participants. Les décrets d'application ont précisé les caractéristiques de ce *crowdlending* : les crédits à titre onéreux sont d'une durée maximale de sept ans, ils ne peuvent excéder 1 000 euros par prêteur et par projet, et leur rémunération doit respecter la réglementation de l'usure définie par l'article D. 548-1 du Code monétaire et financier⁶. Le total des encours de crédits souscrits sous forme de financement participatif ne peut par ailleurs excéder 1 M€ par projet (art. D. 548-1 du Code monétaire et financier). Les crédits à titre gratuit ne peuvent pas excéder 4 000 euros par prêteur et par projet.

Le statut de CIP s'inspire du statut des conseillers en investissements financiers⁷ (CIF). Comme le CIF, le CIP ne peut ni recevoir ni détenir les fonds qui correspondent aux souscriptions des investisseurs *via* la

plate-forme. Le CIP se distingue du CIF du fait de l'étendue de ses activités qui sont limitées au conseil portant sur les titres de capital émis par les sociétés par actions et aux titres de créances, c'est-à-dire uniquement aux offres portant sur les actions ordinaires et les obligations à taux fixe (article D. 547-1 du Code monétaire et financier). La loi autorise également les CIP à fournir aux entreprises des conseils en matière de structure de capital, de stratégie industrielle, de fusion et de rachat d'entreprise (art. L. 547-1-I du Code monétaire et financier).

Ces statuts définissent donc un cadre à l'activité des plates-formes de financement participatif qui les place sous l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) pour les IFP et de l'Autorité des marchés financiers (AMF) pour les CIP. Cette réglementation fait donc entrer les plates-formes dans le giron de l'activité financière standard.

Pour obtenir le droit d'exercer, l'AMF et l'ACPR évaluent le respect par l'infrastructure des conditions d'inscription qui reposent sur l'immatriculation comme personne morale de l'intermédiaire, l'honorabilité de ses dirigeants, l'existence d'une assurance responsabilité civile professionnelle et également la vérification des capacités professionnelles des dirigeants. Cette dernière condition souligne l'importance, pour exercer l'activité de *crowdfunding*, d'une formation et/ou d'une expérience en matière financière.

263

*Les fondateurs des plates-formes de crowdfunding :
des financiers avant tout*

La capacité professionnelle des IFP est définie par l'arrêté du 30 septembre 2014. Les personnes qui désirent exercer l'activité d'IFP doivent pouvoir se prévaloir, auprès de l'ACPR (article R. 548-3 du Code monétaire et financier), soit d'une formation professionnelle en matière bancaire ou financière d'une durée d'au moins 80 heures, soit d'une expérience professionnelle adaptée⁸, soit d'un diplôme d'un niveau de formation I ou II relevant de l'une des spécialités de formation dont la liste est fixée par l'arrêté du 30 septembre 2014.

La capacité professionnelle des CIP est vérifiée par l'AMF qui examine également la capacité de la plate-forme à respecter les règles de bonne conduite et les règles d'organisation prévues par le règlement général de l'AMF. Les personnes qui candidatent au statut de CIP doivent pouvoir justifier soit d'un diplôme national sanctionnant trois années d'études supérieures adapté à l'activité de CIP, soit d'une formation professionnelle adaptée à l'activité de CIP (article 325-33 du Règlement général de l'AMF), soit d'une expérience d'une durée de deux ans au cours des cinq dernières années dans des fonctions liées à l'activité de CIP ou à l'activité de conseil aux entreprises en matière de structure de capital, de stratégie industrielle et de fusion ou de rachat d'entreprise.

Quel que soit le type de plates-formes (prêts ou fonds propres), la loi reconnaît aux professionnels de la finance le droit d'exercer comme CIP ou IFP : deux critères sur les trois possibles renvoient à l'existence d'une formation ou d'une expérience préalable en finance. La loi reconnaît cependant à des non-financiers d'exercer s'ils possèdent l'un des diplômes visés. Néanmoins, force est de constater que la grande majorité des fondateurs des plates-formes présentent des diplômes et une expérience qui relèvent du domaine financier et plus particulièrement du secteur bancaire.

Le tableau 1 recense la formation et l'expérience préalable des créateurs des principales plates-formes françaises de prêts et de fonds propres. L'information provient des plates-formes et des informations déposées par les dirigeants sur les principaux réseaux sociaux.

Tableau 1
Capital humain des fondateurs de plates-formes de crowdfunding

Plates-formes	Créateurs	Diplômes	Expérience
<i>Crowdlending (prêts avec contreparties non financières)</i>			
Hello merci	Vincent Ricordeau	EAD	Vente marketing
	Ombline Le Lasseur	École Pascal	Création
	Adrien Aumont	Autodidacte	Communication
Kisskissbankbank	Vincent Ricordeau	EAD	Vente marketing
<i>Crowdlending (prêts solidaires non rémunérés)</i>			
Babyloan	Arnaud Poissonnier	Université de droit	Banque
Ulule	Alexandre Boucherot	DEA lettres modernes	Internet
	Arnaud Burgot	DEC/école commerce Angers	Comptabilité audit conseil
<i>Crowdlending (prêts rémunérés)</i>			
Lendix	Jean-Baptiste Sciandra	Grenoble EM	Banque
Prêt d'Union	Charles Egly	HEC	Banque
Spear	François Desroziers	Master finance, université Paris-Dauphine	Banque
	Nicolas Dabbaghian	HEC	Banque
Unilend	Nicolas Lesur	HEC INSEAD	Banque
	François Prioux	ESSEC	Banque
<i>Crowdequity</i>			
Anaxago	Joachim Dupont	Master finance, université Paris-Dauphine	Banque, assurance, immobilier
	François Carbone	Master finance, université Paris-Dauphine	Banque
	Caroline Lamaud	Master finance, université Paris-Dauphine, ESCP	Banque, conseil, marketing

Plates-formes	Créateurs	Diplômes	Expérience
FinanceUtile.com	Anne Saint Léger	ESC, maîtrise de droit et DESS, affaires internationales (Dauphine).	Capital-risque et redressement d'entreprise
Happy Capital	Philippe Gaborieau	HEC	Marketing conseil
SmartAngels	Benoît Bazzocchi	École de management de Lyon	Capital investissement
Sowefund	Jeremy Sartre	HEC	Conseil en M&A
	Georges Viglietti	ESCP	Capital investissement
	Benjamin Wattinne	Master en management de l'innovation	<i>Serial</i> entrepreneur et <i>business angel</i>
	Jean-Philippe Leflot	Bachelor ESC, master management	Marketing
Wiseed	Thierry Merquiol	Ingénieur	Industrie
	Nicolas Sérès	Ingénieur	Industrie et valorisation de recherche

Source : d'après les auteurs.

On observe que plus de la moitié des créateurs de plates-formes ont une expérience préalable dans le secteur banque ou capital-investissement, et 80 % de l'effectif a reçu une formation relevant du domaine droit, économie, gestion, et plus particulièrement de la spécialité finance à l'université et/ou dans une grande école (avec une prépondérance des anciens de HEC et de Paris-Dauphine). C'est ici une différence significative avec les structures de finance solidaire dont les parties prenantes sont assez souvent issues des mouvements coopératifs et/ou éthiques. Comme le soulignent Glémain et Cuénoud (2014, p. 7), « la finance participative tient plus de l'économie collaborative, rassemblant une communauté d'internautes plutôt socialement favorisés (les initiateurs de Prêt d'union sont des diplômés de HEC) et urbains, avec une culture d'éthique des affaires et de responsabilité sociétale ».

La plupart des plates-formes ont en effet besoin de posséder en interne des compétences en analyse financière, malgré le développement des FinTechs qui proposent des applications démocratisant la réalisation des services financiers. Kalougine (2014) cite les exemples de FinanceUtile, SmartAngels, Happy Capital, Anaxago ou Sowefund qui sélectionnent les projets, aident les entrepreneurs à formaliser leur *business plan*, à rédiger les pactes d'actionnaires et à calculer leur valorisation. Notons avec Kalougine (2014) que toutes les plates-formes ne requièrent pas cependant ces compétences car elles choisissent de

déléguer la sélection des projets à une communauté d'investisseurs dans laquelle on retrouve des *business angels*, des banques d'affaires ou des fonds d'investissement qui coinvestissent avec les internautes.

*Rapprochement stratégique des intermédiaires financiers
et des plates-formes de crowdfunding : complémentarité
des approches et financiarisation des plates-formes*

Depuis quelques années, on observe en France des mouvements de rapprochement entre les structures de financement participatif et les banques. La lecture des sites internet des banques françaises met en évidence que la majorité d'entre elles ont en effet noué des partenariats avec les principales plates-formes de *crowdfunding*. Le tableau 2 (ci-contre) présente ces partenariats qui prennent des modalités très diverses allant de l'action de communication sur les projets à financer à l'intégration des projets proposés par les plates-formes dans l'offre de produits d'épargne proposés par les banques à leurs clients. Banques et plates-formes trouvent en effet un intérêt mutuel à coopérer.

Du côté des banques, tout d'abord, la réforme de la réglementation prudentielle (accords dits de Bâle III) rend l'activité de crédit aux contreparties risquées plus coûteuse en fonds propres si bien que l'on peut craindre le retrait des banques de financement de ces projets (Haouat Asli, 2013 ; Pons et Quatre, 2014). Par ailleurs, l'introduction des ratios de liquidité à un mois (LCR – *liquidity coverage ratio*⁹) et surtout à un an (NSFR – *net stable funding ratio*¹⁰) devrait pousser les banques à chercher à capter plus de dépôts. La coopération avec les plates-formes de *crowdfunding* fournit une solution aux établissements bancaires puisque les crédits ne sont plus logés dans le bilan des banques alors que la ressource des épargnants transite par des comptes de dépôt gérés par l'établissement de crédit.

Le développement d'un partenariat avec une plate-forme de *crowdfunding* permet également de gagner en notoriété en bénéficiant de la bonne image de cette activité naissante (Wajsbrodt, 2014) et en mettant en valeur auprès des épargnants de nouvelles opportunités d'investissement qui peuvent être attirantes pour la clientèle privée (Lederer, 2014a). En effet, l'intérêt de la clientèle privée peut reposer non seulement sur le sentiment de participer à une aventure entrepreneuriale, mais aussi sur les avantages fiscaux liés à l'investissement dans le capital de PME. Le *crowdequity* s'insère dans les quatre dispositifs fiscaux existants qui offrent soit des avantages à l'entrée (c'est le cas de l'IR PME et de l'ISF PME), soit des avantages à la sortie (dans le cadre des PEA et des PEA-PME).

Tableau 2
Recensement des modes de coopération entre banques et plates-formes

Banques	Plates-formes	Modalités
La Banque postale	KissKissBankBank	Tous les mois, La Banque postale soutient un projet à hauteur de 50 % de l'objectif de collecte
	Hellomerci.com	Soutien de projets « coup de cœur » en prenant en charge à la place du porteur de projets le coût de commission normalement perçu par Hellomerci
BNP Paribas	Ulule	Communication de BNP Paribas sur un projet choisi par la communauté dans un sous-échantillon présélectionné conjointement par les deux partenaires Apport de 3 000 € et accompagnement par un parrain BNP Paribas Organisation de l'Ulule Tour (rencontre entre financeurs et porteurs de projets)
	WiSeed	Atelier BNP Paribas : incubation de nouveaux projets
Crédit agricole	Friendsclear (fermée en juin 2013)	Dépôt du montant pour financer un projet sur un compte bancaire spécial et prêt complémentaire accordé par la banque
Société générale	Spear	Choix de la destination de l'épargne sur des projets à fort impact social ou environnemental Taux d'intérêt minoré et portage du risque par la banque
Crédit coopératif	Spear	Choix de la destination de l'épargne sur des projets à fort impact social ou environnemental
	Babyloan	Taux d'intérêt minoré et portage du risque par la banque
	Prêt de chez moi	Actionnaire de la plate-forme
	Afexios	Actionnaire de la plate-forme
	Arizuka	Actionnaire de la plate-forme
CM Arkéa	Capsens	Prêt d'union
		Actionnaire de la plate-forme (35 % du capital) Les clients patrimoniaux d'ARKEA peuvent investir dans des OPCVM <i>ad hoc</i> destinés à refinancer les prêts accordés <i>via</i> la plate-forme
Groupama banque	Unilend	Mise en relation avec des TPE et des PME à la recherche de financements pour leurs projets de développement pour des prêts, aux côtés des autres prêteurs d'Unilend

Source : d'après les auteurs.

Par ailleurs, l'engagement des banques dans le financement participatif relève parfois d'une démarche de RSE (responsabilité sociale des entreprises) (Glémain et Cuénoud, 2014). Il renouvelle, dans certains cas, l'engagement coopératif ou mutualiste des établissements de crédit. Ainsi, le Crédit coopératif, le Crédit municipal de Paris, le Crédit mutuel ARKEA et la Société générale financent des projets à fort impact social, culturel ou environnemental en accordant des prêts à taux minorés aux porteurs de projets présentés sur la plate-forme SPEAR pour les trois premiers établissements et Prêt d'union pour le

quatrième. Contrairement aux prêts participatifs, la coopérative SPEAR collecte les fonds des particuliers et les confie à la banque partenaire, qui fait le prêt et supporte donc le risque.

Les plates-formes peuvent ensuite profiter de la visibilité et de la notoriété vis-à-vis des épargnants des établissements de crédit. Ainsi, par exemple, la plate-forme Prêt d'union travaille avec quatre banques privées qui vendent à leurs clients patrimoniaux les fonds communs de placement gérés par la plate-forme et où sont logés les projets financés¹¹. Les conseillers en gestion de patrimoine de l'assureur Generali distribuent aussi les fonds d'investissement de Prêt d'union.

Dans certains cas, l'engagement va plus loin puisque les banques prennent en charge certains coûts. Ainsi, BNP Paribas sponsorise le Ulule Tour et propose à des projets issus de la plate-forme Wisede une incubation qui permet à cinq projets par an d'expérimenter le prototypage de leur produit/service au sein du groupe BNP Paribas. La Banque postale supporte, à la place du porteur de projets, le coût lié aux commissions normalement perçues par hellomerci.com. La Société générale accorde aux projets choisis par ses clients patrimoniaux un taux d'intérêt minoré et porte le risque de contrepartie. Les banques peuvent également permettre le bouclage du financement d'un projet. Ainsi, La Banque postale soutient-elle un projet par mois issu du site KissKissBankBank à hauteur de 50 %. BNP Paribas finance à hauteur de 3 000 euros un projet par semestre choisi par la communauté parmi trois projets que la banque et Ulule ont préalablement retenus et présentés à la communauté. Dans ces deux cas, l'apport de la banque est un don.

De leur côté, comme toutes les *start-up*, les plates-formes trouvent, auprès des fonds d'investissement et aussi des banques, des ressources externes nécessaires au financement de leur développement. Ainsi, la Bred, le Crédit coopératif et Neuflyze OBC sont actionnaires de la plate-forme Babyloan. Le Crédit coopératif soutient aussi la plate-forme Prêt de chez moi. Arkéa est actionnaire de Prêt d'union. La plate-forme SmartAngels a été financée grâce à une levée de fonds auprès d'une dizaine de *business angels* de renom et de trois fonds de capital-risque français (Elaia, Idinvest et XAnge).

Enfin, on identifie quelques cas, plus rares, où les banques reprennent le concept de finance participative à leur compte sans s'associer à une plate-forme externe. Ainsi, le Crédit agricole et le Crédit coopératif ont participé aux financements de parcs éoliens, avec respectivement la coopérative des fermiers de Loué et Valorem, en mettant en place un crédit bancaire avec une partie ouverte à un financement participatif. Dans les deux cas, les banques proposent aux riverains des entreprises soutenues de souscrire un compte à terme pour

financer le projet. Dans le même esprit, la Caisse d'épargne a créé, en mars 2014, des « comptes sur livret régionaux » qui garantissent un investissement de proximité et une transparence financière. L'épargnant ne pourra pas choisir directement les projets financés, mais ces projets seront forcément locaux. L'épargnant recevra aussi une information régulière sur les projets soutenus. Dans l'ensemble de ces cas, les banques auraient gagné en efficacité si elles avaient pu utiliser une plate-forme. Certaines banques sont en train de créer leur propre plate-forme à l'instar de Royal Bank of Scotland. La Banque populaire a ainsi annoncé en avril 2015 le lancement d'une plate-forme locale, Proxima, à Nantes.

CONCLUSION

Le *crowdfunding* connaît actuellement un fort développement. Ce nouveau mode de financement ne permet toutefois pas encore aux entreprises de trouver les ressources que les banques ne peuvent pas leur apporter, en particulier lorsque les projets sont risqués et insuffisamment rentables. Ce financement présente la particularité d'intégrer l'étude de marché et la mise en place du financement, puisque les internautes valident le projet en le soutenant. La diversité d'opinions liée à ce financement par la foule est alors plus propice au financement de l'innovation que les financements traditionnels. Les petits projets en phase d'amorçage profitent ainsi d'un des avantages des financements de marché soulignés par Allen et Gale (1999).

269

Dans cet article, nous avons montré que les banques ont intérêt à s'inscrire dans le développement de la finance participative. Cette dernière fournit une voie de diversification des portefeuilles de clients de la banque privée dans une logique de circuit court de financement. L'association des banques avec les plates-formes de finance participative leur permet de capter une épargne liquide sans augmenter leur exposition au risque.

Le développement du *crowdfunding* s'accompagne ainsi de nouveaux partenariats avec les acteurs de la finance classique. D'après notre analyse, il ne conduit pas à un mouvement de désintermédiation, mais au contraire généralise l'intermédiation de marché, c'est-à-dire l'activité de rapprochement des agents à capacité de financement et des agents à besoin de financement sans aucune transformation des actifs, au domaine du non-coté. La banque peut ainsi réduire son engagement en tant qu'intermédiaire financier de bilan qui est une activité coûteuse en fonds propres. Le développement de la finance participative et l'implication des banques dans ce développement s'inscrivent donc,

selon nous, dans un processus de transformation du secteur financier logique et cohérent. En ce sens, le *crowdfunding* apparaît comme l'aboutissement de l'évolution du système financier qui a enfin créé un outil de finance de marché adapté au non-coté.

NOTES

1. Pour plus de détails, voir le site : <http://financeparticipative.org/barometres/1er-semester-2015/>.
2. Source : www.fbf.fr/fr/espace-presse/fiches-reperes/financement-des-tpe-pme.
3. Source : www.afic.asso.fr/fr/etudes-statistiques/les-statistiques-du-capital-investissement/activite.html.
4. Source : <http://financeparticipative.org/barometres/1er-semester-2015/>.
5. Ce cadre réglementaire a été défini dans l'ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014. Le décret d'application et les arrêtés ont été votés en septembre 2014. Pour plus d'informations, le lecteur peut consulter le site de l'ACPR (<http://acpr.banque-france.fr/agrements-et-autorisations/le-financement-participatif-crowdfunding.html>).
6. Il est à noter que depuis les lois du 1^{er} août 2003 et du 2 août 2005, la réglementation sur l'usure ne concerne plus en France les crédits aux sociétés et aux personnes physiques exerçant une activité marchande (entrepreneurs individuels, commerçants, artisans, etc.) en dehors du découvert.
7. La directive sur les marchés d'instruments financiers (dite « Directive européenne MIF ») de 2004 définit le conseil en investissement comme la fourniture de recommandations personnalisées relatives à des transactions portant sur des instruments financiers à un client soit à la demande du client, soit à l'initiative de l'entreprise d'investissement.
8. Une expérience est jugée adaptée si elle renvoie à une activité de trois ans au cours des cinq dernières années précédant l'immatriculation dans des fonctions liées à la réalisation d'opérations de financement participatif, d'opérations de crédit, de fourniture de services de paiement ou de services de conseil aux entreprises.
9. Le LCR est le ratio qui impose aux banques de posséder des réserves de liquidité à un mois (*cash*, titres d'État liquides sur le marché et éligibles au refinancement en banque centrale, etc.) supérieures aux engagements à un mois. Il doit permettre aux banques de faire face à des crises de liquidité aiguës sur une durée d'un mois.
10. Le NSFR est le ratio qui rapporte les ressources disponibles à un an aux besoins en ressources stables. Ce ratio doit être à partir de 2015 supérieur à 60 % plus 10 % chaque année jusqu'à atteindre 100 % en 2019. Son objectif est de permettre aux banques de résister un an à une situation de crise spécifique.
11. Pour en savoir plus, voir Lederer (2014b).

270

BIBLIOGRAPHIE

- ALLEN F. et GALE D. (1999), « Diversity of Opinion and Financing of New Technologies », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 8, n° 1-2, pp. 68-89.
- BELLEFLAMME P., LAMBERT T. et SCHWIENBACHER A. (2013), « Individual Crowdfunding Practices », *Venture Capital: an International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 15, n° 4, pp. 313-333.
- BESSIÈRE V. et STÉPHANY E. (2014), « Le Financement par *crowdfunding*. Quelles spécificités pour l'évaluation des entreprises ? », *Revue française de gestion*, vol. 5, n° 242, pp. 149-161.
- BRUNO O. et DAL-PONT LEGRAND M. (2004), « Dynamique des opinions et marché de capitaux : impact sur le financement des activités innovantes », *Revue d'économie industrielle*, vol. 107, n° 3, pp. 195-213.

- BRUTON G., KHAVUL S., SIEGEL K. et WRIGHT M. (2015), « New Financial Alternatives in Seeding Entrepreneurship: Microfinance, Crowdfunding and Peer-to-Peer Innovations », *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 39, n° 1, pp. 9-26.
- CIALDINI R. B. (1984), *Influence: the Psychology of Persuasion*, Quill.
- GERBER E. M., HUI J. S. et KUO P. Y. (2012), « Crowdfunding: Why People Are Motivated to Post and Fund Projects on Crowdfunding Platforms », Northwestern University, Creative Action Lab, *Working Paper*.
- GLÉMAIN P. et CUÉNOUD T. (2014), « Finance solidaire et finance participative – Un effet réseau induit par des « convictions coopératives » différenciées ? », 14^e Rencontres du RIUESS, mai, Lille.
- HAOUAT ASLI M. (2013), « Réglementations prudentielles, crise financière : quelles conséquences pour le financement des jeunes entreprises innovantes », *Innovations*, vol. 1, n° 40, pp. 101-123.
- HARRISON R. (2013), « Crowdfunding and the Revitalisation of the Early Stage Risk Capital Market: Catalyst or Chimera? », *Venture Capital: an International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 15, pp. 283-287.
- HORNUF L. et SCHWIENBACHER A. (2014), « Crowdfunding – Angel Investing for the Masses? », *Handbook of Research on Venture Capital*, vol. 3, Business Angels.
- KALOUGINE T. (2014), « Le financement participatif des entreprises au banc d'essai », *Le Monde Argent*, 13 octobre, www.lemonde.fr/argent/article/2014/10/13/le-financement-participatif-des-entreprises-au-banc-d-essai_4505447_1657007.html#hBK6oexpU8j3szD7.99.
- KIM K. et VISWANATHAN S. (2014), « The Experts in the Crowd: the Role of Reputable Investors in a Crowdfunding Market », TPRC 41: the 41st Research Conference on Communication, Information and Internet Policy, <http://ssrn.com/abstract=2258243>.
- LEDERER E. (2014a), « La France déroule le tapis rouge pour le crowdfunding », *LesEchos.fr*, 16 février, www.lesechos.fr/16/02/2014/lesechos.fr/0203319955134_la-france-deroule-le-tapis-rouge-pour-le-crowdfunding-.htm#8vI2iZP0c3SYPK82.99.
- LEDERER E. (2014b), « Pourquoi plates-formes et banques privées se mènent une cour assidue », *LesEchos.fr*, 7 octobre, <http://business.lesechos.fr/entrepreneurs/tresorerie/0203829953079-pourquoi-plates-formes-et-banques-privees-se-menent-une-cour-assidue-103986.php>.
- LEDGERWOOD J. (1998), *Microfinance Handbook: an Institutional and Financial Perspective*, The World Bank.
- LESUR N. (2015), « Les défis posés par le crowdfunding », *Revue d'économie financière*, n° 118, pp. 103-112.
- ORLÉAN A. (1992), « Contagion des opinions et fonctionnement des marchés financiers », *Revue économique*, vol. 43, n° 4, pp. 685-697.
- PIERRAKIS Y. et COLLINS L. (2013), « Crowdfunding: a New Innovative Model of Providing Funding to Projects and Businesses », <http://ssrn.com/abstract=2395226>.
- PONS J.-F. et QUATRE B. (2014), « L'impact de Bâle III sur les prêts aux PME : l'heure de vérité approche », *Revue d'économie financière*, n° 114, pp. 233-240.
- RIFKIN J. (2014), *La nouvelle société du coût marginal zéro*, Les Liens qui libèrent.
- SCHWIENBACHER A. (2015), « Entrepreneurial Risk-Taking in Crowdfunding Campaigns », Social Science Research Network, *Working Paper*.
- SCHWIENBACHER A. et LARRALDE B. (2012), « Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures », in *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance*, Oxford University Press.
- SLOVIC P., FINUCANE M., PETERS E. et MCGREGOR D. (2004), « Risk as Analysis and Risk as Feelings: some Thoughts about Affect, Reason, Risk and Rationality », *Risk Analysis*, vol. 24, n° 2, pp. 311-322.
- SUROWIECKI J. (2004), *The Wisdom of Crowds*, Anchor Books.
- WAJSBROT S. (2014), « Les banques s'invitent dans l'écosystème du crowdfunding », *Les Echos.fr*, 7 octobre, www.lesechos.fr/07/10/2014/LesEchos/21787-118-ECH_les-banques-s-invitent-dans-l-ecosysteme-du-crowdfunding-.htm#LucrXhf5sul4kXxp.99.

