

Louvain School of Management

Le financement participatif en capital : pourquoi les *start-ups* belges le choisissent-elles pour se financer ?

Mémoire recherche réalisé par
Morgane Chavet

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

Promoteur
Michel De Wolf

Année académique 2017-2018

Tout d'abord, je souhaite témoigner ma sincère gratitude à mon promoteur, Monsieur le Professeur Michel De Wolf. Je le remercie vivement pour sa confiance, sa disponibilité et ses précieux conseils.

Je tiens également à remercier les différentes personnes interrogées au cours de ce mémoire, à savoir Yann Le Metayer, Michael Leidensdorf, Amaury Timmermans, Mark Turcksin, Mathieu Verhaeghe, Sébastien Commeyne ainsi que les deux autres personnes qui ont souhaité rester anonyme pour le temps qu'elles m'ont consacré et pour m'avoir fait part de leur expérience.

Je voudrais aussi remercier Monsieur le Professeur Paul Belleflamme de m'avoir communiqué ses nombreuses publications.

Enfin, je remercie ma famille, et particulièrement mes parents, qui m'ont soutenu pendant mes cinq années d'études.

La réalisation de ce mémoire n'aurait pas été possible sans la contribution de toutes ces personnes. Dès lors, je leur adresse mes profonds remerciements.

Table des matières

Introduction générale.....	1
Chapitre 1 : Le concept de <i>crowdfunding</i>	4
1. Définition	4
2. Contextualisation	5
3. Acteurs	7
3.1. Entrepreneurs.....	7
3.2. Investisseurs	8
3.3. Plateforme de <i>crowdfunding</i>	8
4. Types de <i>crowdfunding</i>	9
4.1. Le <i>crowdfunding</i> financier	10
4.2. Le <i>crowdfunding</i> non-financier.....	12
5. Déroulement d’une opération de <i>crowdfunding</i>.....	13
5.1. Préparation du projet	13
5.2. Acceptation du projet par la plateforme	14
5.3. Communication	14
5.4. Transfert des fonds.....	17
5.5. Récompenses – Contreparties.....	18
6. Aperçu de la situation actuelle du <i>crowdfunding</i>	19
6.1. Dans le monde.....	19
6.2. En Belgique	21
7. Contexte législatif	23
7.1. Aux Etats-Unis.....	23
7.2. En Europe	24
7.3. En Belgique	26
7.4. Le Plan <i>Start-up</i>	29
Chapitre 2 : Aperçu et comparaison des différents moyens de financement par <i>equity</i> pour les <i>start-ups</i>	32
1. Le concept de <i>start-up</i>.....	32
2. Les différentes formes de financement par <i>equity</i> pour les <i>start-ups</i>.....	33
2.1. <i>Business Angels</i>	34

2.2.	<i>Venture Capital</i>	34
2.3.	Comparaison du <i>crowdequity</i> aux <i>business angels</i> et aux <i>venture capitalists</i>	34
3.	Le cycle de vie d'une entreprise et le financement par <i>equity</i>	38
Chapitre 3 : Motivations et risques du <i>crowdequity</i>		41
1.	Motivations liées au financement par <i>crowdequity</i>	41
1.1.	Du point de vue de l'entrepreneur	41
1.2.	Du point de vue de l'investisseur	43
2.	Risques et désavantages liés au financement par <i>crowdequity</i>	45
2.1.	Du point de vue de l'entrepreneur	45
2.2.	Du point de vue de l'investisseur	47
Chapitre 4 : Analyse qualitative		50
1.	Méthodologie	50
2.	Analyse des données et hypothèses	53
2.1.	Avantages et désavantages du financement par <i>crowdequity</i>	53
2.2.	Stade du cycle de vie d'une entreprise	65
2.3.	Complémentaire ou substitut ?	68
2.4.	Contexte législatif	72
Conclusion générale		76
Bibliographie		80
Table des annexes		93
Annexe n°1 : Répartition du <i>crowdfunding</i> dans le monde		94
Annexe n°2 : Répartition mondiale par type de <i>crowdfunding</i>		94
Annexe n°3 : Le <i>crowdfunding</i> en Belgique et dans les pays voisins en millions d'euros (2015) ..		95
Annexe n°4 : Motivations des investisseurs liées au <i>crowdfunding</i>		95
Annexe n°5 : Questionnaire pour les <i>start-ups</i>		96
Annexe n°6 : Questionnaire pour la plateforme de <i>crowdequity</i> (Spreds)		97
Annexe n°7 : Interview répondant A		99
Annexe n°8 : Interview Yann Le Metayer – Europea Residences		99
Annexe n°9 : Interview Michael Leidensdorf – Shiftmeapp		109
Annexe n°10 : Interview répondant D		109
Annexe n°11 : Interview Amaury Timmermans – Qiqo		113
Annexe n°12 : Interview Mark Turcksin – Opinum		121
Annexe n°13 : Interview Mathieu Verhaeghe – Full of Good		129

Annexe n°14 : Interview Sebastien Commeyne – Spreds.....	136
---	------------

Introduction générale

« Tout projet, particulier ou collectif, capitaliste ou associatif, est en général confronté à un problème de financement » (Boyer et al., 2016).

En effet, de nombreuses *start-ups* rencontrent de réelles difficultés lors de leur recherche de fonds, eu égard à leur manque de garanties, à l'irrégularité de leur *cash-flow* et à l'asymétrie de l'information (Cieply et Le Nadant, 2016, p. 257).

La crise financière de 2008 ainsi que le durcissement des règles relatives à l'octroi de fonds par les banques qui s'en est suivi n'ont fait qu'amplifier les difficultés de financement qu'éprouvent les entreprises. En se tournant vers d'autres modes de financement, celles-ci se libèrent dès lors parfois de leur dépendance à l'égard des banques.

Ainsi, le « financement participatif est devenu une source importante de financement pour environ un demi-million de projets au sein de l'Union européenne par an » (Commission européenne, 2014, p. 2), qui, à défaut, n'auraient peut-être pas « trouvé les fonds à leur réalisation » (Commission européenne, 2014, p. 2). Bien qu'encore jeune, le financement participatif se développe (Onnée et Renault, 2013, p. 55). Grâce au recours à une plateforme internet, il parvient à mieux mettre en correspondance « des investisseurs et des projets d'entreprises en quête de financements » (Commission européenne, 2014, p. 2).

A l'instar d'Airbnb dans le secteur hôtelier ou d'Uber dans celui des taxis, le financement participatif ainsi que d'autres FinTechs¹ repensent et révolutionnent le modèle de la finance (Vadé, 2017 ; BoldenBlog, 2017). Alors que le secteur des banques est en difficulté, celui des FinTechs voit son rôle dans l'économie renforcé et par conséquent, il se professionnalise.

¹ Le terme FinTech est une contraction des mots « finance » et « technologie ». Il comprend des solutions financières innovantes, rendues possibles par la technologie de l'information (Puschmann, 2017, p. 70). Le terme "Fintech" est utilisé pour « décrire des entreprises innovantes, plutôt jeunes, utilisant les technologies du numérique, du mobile, de l'intelligence artificielle, etc. pour fournir des services financiers de façon plus efficace et moins cher » (Cuny, 2017).

Dans ce contexte marqué par l'utilisation accrue d'internet, des internautes de plus en plus actifs, de l'extension de la digitalisation, de la désintermédiation, de l'essor du financement participatif et au vu de la difficulté à laquelle les *start-ups* font face lors de leur recherche de capitaux, il nous a semblé intéressant de comprendre les raisons qui ont poussé les entreprises, et plus particulièrement les *start-ups*, à recourir au *crowdfunding* par *equity*.

Nous avons dès lors posé deux questions de recherche :

- Pourquoi les *start-ups* choisissent-elles d'utiliser le *crowdequity* pour se financer ?
- Le *crowdequity*, est-il plutôt un complément ou un substitut par rapport aux autres sources de financement par *equity* ?

Afin de répondre à ces deux questions, nous allons d'abord nous pencher sur le concept de *crowdfunding*. Ensuite, nous allons en présenter les différents types, le déroulement d'une opération de *crowdfunding*, la situation actuelle ainsi que le contexte législatif.

Un deuxième chapitre explique la notion de *start-up* et donne un aperçu des différentes sources de financement par *equity* auxquelles elle peut recourir. Dans le point suivant, celles-ci sont étudiées en rapport avec le cycle de vie dans lequel se trouve la *start-up*.

Un troisième chapitre étudie les risques et les motivations que les entrepreneurs associent au financement participatif en capital. Afin de bien les comprendre, il nous a semblé judicieux d'évoquer également les risques et motivations des investisseurs.

Enfin, un dernier chapitre est dédié à une étude qualitative. Elle analyse les données récoltées au travers d'interviews semi-directives menées auprès d'entrepreneurs qui ont eu recours au financement participatif en capital ainsi qu'auprès d'un collaborateur d'une plateforme de *crowdequity*. L'analyse de leur expérience et de leurs perceptions a permis d'illustrer les éléments théoriques par des preuves empiriques.

Pour finaliser mon cursus universitaire en sciences de gestion, j'ai souhaité étudier un phénomène récent et innovant dans le domaine de la finance. De plus, mon envie de créer ma propre *start-up* d'ici quelques années m'a motivée à opter pour un sujet qui pourrait

m'être utile dans ma démarche future. J'ai dès lors choisi d'approfondir mes connaissances sur le financement participatif et particulièrement sur le *crowdequity*, qui est en plein essor et en continuelle évolution.

Chapitre 1 : Le concept de *crowdfunding*

1. Définition

Le concept de *crowdfunding* trouve son origine dans le phénomène plus large et apparenté du *crowdsourcing* (Cieply et Le Nadant, 2016, p. 257). Celui-ci « vise l'utilisation du savoir-faire ou des connaissances d'une communauté, c'est-à-dire de plusieurs individus, pour obtenir des idées et des informations relatives [...] au développement des activités d'une entreprise » (Boyer et al., 2016, p. 20).

Alors que dans le cadre du *crowdsourcing* un créateur de projet sollicite l'aide de la foule par rapport au contenu de son projet, dans le cadre du *crowdfunding*, l'entrepreneur fait appel à un grand nombre d'investisseurs en vue de lever une partie des fonds nécessaires à la réalisation de celui-ci. Le *crowdfunding*² ainsi que le *crowdsourcing* mobilisent donc un nombre important de personnes, mais à des fins différentes. Le premier s'intéresse particulièrement à l'information tandis que le second avant tout au financement (Boyer et al., 2016, p. 20).

Lambert et Schwienbacher (2010, p. 6) définissent le *crowdfunding* comme suit : il implique « un appel ouvert, essentiellement sur internet, pour la mise à disposition de ressources financières, soit sous forme de dons ou en échange d'une certaine forme de récompense et/ou de droits de vote afin de soutenir des initiatives à des fins spécifiques »³.

Le *crowdfunding* constitue, dès lors, une forme tout à fait unique de financement, avec des moyens, des procédés et des objectifs qui lui sont propres. Il se caractérise notamment par l'absence d'intermédiaires financiers actifs et s'effectue essentiellement par le biais de plateformes internet (Lukkarinen et al., 2016, p. 2). Comme l'expliquent pertinemment

² Notons que "*crowdfunding*" se traduit littéralement par financement par la foule ou par financement participatif.

³ "*Crowdfunding* involves an open call, essentially through the Internet, for the provision of financial resources either in form of donation or in exchange in some form of reward and/or voting rights in order to support initiatives for specific purposes" (Lambert et Schwienbacher, 2010, p. 6).

Belleflamme et al. (2012), la différence principale entre les méthodes de levée de fonds conventionnelles et le *crowdfunding* réside dans le procédé de financement lui-même. Les entrepreneurs tentent d'obtenir des fonds au moyen d'un appel au public lancé par une plateforme et suite auquel des investisseurs décident sur base des informations obtenues de financer le projet ou non. Le lien entre les trois acteurs (entrepreneur, investisseur et plateforme) joue un rôle important et constitue une des caractéristiques du *crowdfunding*. D'autres éléments permettent de distinguer le *crowdfunding* des méthodes de financement traditionnel : tout d'abord, les fonds sont récoltés par de petites contributions venant d'un grand nombre d'investisseurs différents, sur une durée limitée. Ensuite, les potentiels sponsors ont la possibilité de voir le niveau de financement apporté par d'autres investisseurs ainsi que le temps restant de la campagne de *crowdfunding*, ce qui a un impact sur sa réussite (Kuppuswamy et Bayus, 2015, p. 3).

Notons encore que le financement participatif se différencie aussi par « une volonté d'implication et d'altruisme des acteurs souhaitant participer à cette aventure entrepreneuriale et sociétale. C'est ce nouvel état d'esprit qui amène le *crowdfunding* à changer la donne par rapport aux autres modes de financement conventionnel » (Bessière et Stéphany, 2017, p. 16).

Enfin, les projets de financement participatif peuvent concerner des secteurs d'activités très divers comme le domaine de l'art, des causes sociales, de l'entrepreneuriat, de l'énergie et de l'environnement (Gadja et Masson, 2013, p. 6).

2. Contextualisation

L'idée de vouloir financer un projet (*funding*) par un grand nombre de contributeurs (*crowd*) n'est pas nouvelle. Selon certains auteurs (Bessière et Stéphany, 2017, p. 16), le *crowdfunding* est la forme moderne et sociale d'un phénomène assez ancien : la souscription publique. Au fil du temps, il a été utilisé au moyen de différents supports comme la presse écrite, la radio ou comme à l'heure actuelle grâce à internet (Boyer et al.,

2016, p. 19). Le *crowdfunding* ne serait donc pas une innovation de notre époque⁴ et serait né bien avant le développement d'internet (Bessière et Stéphanie, 2017, pp. 16-21).

Comme le disait déjà Joseph Schumpeter en 1911, « *la croissance dans une économie développée s'explique par la liberté d'entreprendre, l'innovation technologique, scientifique, commerciale et managériale* ». L'innovation peut aujourd'hui se traduire par la forte augmentation du nombre de *start-ups* toujours en quête de financement. Le nombre de *start-ups* créées au cours des cinq dernières années n'a jamais été aussi élevé qu'au cours des 40 années précédentes (Schreuer et al., 2017, p. 3).

Cependant, la crise de 2008, qui a fortement fragilisé notre système bancaire, financier et ensuite économique, a remis en cause l'entière du système bancaire mondial. Les réglementations toujours plus rigoureuses et limitatives en ce qui concerne l'octroi de financement ont conduit les entreprises, notamment les petites et moyennes, à se tourner vers un modèle de financement plus « désintermédié » (Boyer et al., 2016, p. 10). De ce fait, les projets toujours plus innovants, plus créatifs et plus risqués n'ayant pas trouvé les fonds nécessaires par l'intermédiaire des modes de financement traditionnels ont tendance à s'orienter vers les plateformes de *crowdfunding* qui ont des critères d'acceptation moins strictes. Ces projets financés par la foule ne sont pas négligeables puisqu'ils sont une source de croissance économique et permettent la création d'emplois (Belleflamme et Lambert, 2014, pp. 289-290). Cette désintermédiation du modèle financier a été rendue possible par la révolution technologique et plus particulièrement par l'expansion et le développement d'internet. C'est cette raison qui explique principalement l'essor du *crowdfunding* de ces dernières années (Boyer et al., 2016, p. 19).

De plus, les changements de mentalité de l'investisseur qui est de plus en plus engagé dans la gestion de son épargne et qui souhaite une plus grande proximité avec ses placements, suivis d'un plus grand rendement (Boyer et al., 2016, p. 15), ont contribué à l'évolution du financement participatif.

⁴ Selon les mêmes auteurs, l'histoire a été marquée par de nombreux projets de financements participatifs. Ainsi, ils citent à titre d'exemples le financement de la construction de la tour Eiffel ou celui du piédestal de la statue de la Liberté à New York.

La révolution d'internet, la hausse du nombre de *start-ups*, le détournement du système bancaire par rapport aux petites et moyennes entreprises ainsi que le changement de mentalité des investisseurs sont les facteurs qui ont conduit au développement du *crowdfunding*.

3. Acteurs

Le *crowdfunding* est basé sur une relation entre trois acteurs : l'entrepreneur qui est porteur d'un projet qui nécessite des fonds, l'investisseur qui possède des fonds à investir et la plateforme de crowdfunding qui joue le rôle d'intermédiaire entre le porteur de projet et l'épargnant (Boyer et al., 2016, p. 40). Cependant, il ne faut pas oublier l'existence d'autres intervenants, comme par exemple la Commission européenne et la FSMA dont les rôles seront explicités dans la partie dédiée à l'aspect législatif (voir *infra*, 6. Contexte législatif).

3.1. Entrepreneurs

Le porteur de projet doit suivre différentes étapes afin de mener à bien sa campagne de *crowdfunding* et ainsi rassembler les fonds nécessaires. Pour ce faire, il doit ;

- choisir la plateforme adéquate pour lancer son projet,
- établir un objectif de financement réaliste,
- fixer un laps de temps au cours duquel les fonds sont récoltés,
- déterminer sa politique de récompense en fonction du type de *crowdfunding* choisi,
- créer une campagne afin de promouvoir son projet
- et enfin déterminer sa stratégie de communication (Ramos, 2014, p. 13).

Les deux dernières étapes sont les phases les plus déterminantes dans une campagne de *crowdfunding*. Il est important que l'entrepreneur rende son projet visible et qu'il s'implique activement dans sa promotion afin d'atteindre les différentes cibles (Boyer et al., 2016, p. 57) (voir *infra*, 5.3. Communication). Boyer et al. (2016, p. 57) ajoutent qu'« il est conseillé

au porteur de projet, pour maximiser ses chances de réussite, de se rendre disponible et accessible à ses éventuels futurs clients/et ou financeurs ».

3.2. Investisseurs

Selon les auteurs précités (Boyer et al., 2016), toutes les personnes qui participent au financement d'un projet de *crowdfunding* sont appelées « investisseurs ». Les investisseurs cherchent de plus en plus une proximité par rapport à leurs placements car ils veulent « être acteurs de leur épargne et être impliqués dans l'opération de financement » (Boyer et al., 2016, p. 15). Ces investisseurs sont en général des particuliers, des entreprises, des fonds d'investissement, des banques, etc. Ils constituent une réelle plus-value pour l'entrepreneur par leur participation active et directe au projet (Kleemann et al., 2008, p. 7).

3.3. Plateforme de crowdfunding

Les plateformes de *crowdfunding* sélectionnent les projets qui sont susceptibles de séduire un maximum d'individus. Les plateformes ont pour objectif de faciliter l'interaction entre l'entrepreneur et les investisseurs par la mise en place de la campagne ainsi que de la collecte de fonds. Sans ce service d'intermédiation, l'entrepreneur et les investisseurs ne pourraient interagir de manière efficace (Belleflamme et al., 2016, p. 10). De plus, certaines plateformes fournissent d'autres efforts lorsque par exemple elles donnent des conseils, effectuent les vérifications nécessaires à l'investissement (*due diligence*), cherchent des co-investisseurs, etc. (Hemer, 2011, pp. 10-11).

La plupart des plateformes se rémunèrent en prélevant un pourcentage sur le montant de la collecte pour les campagnes réussies. Il n'est pas rare qu'à cela s'ajoutent des frais de mise en ligne ou de montage de dossier, des frais de traitement de paiements ou encore des frais légaux. Il n'existe pas de règle concernant la rémunération des plateformes (Boyer et al., 2016, p. 59).

4. Types de *crowdfunding*

Le terme générique *crowdfunding* englobe différents types de collectes de fonds qui peuvent être très variables et aller du don à la vente de participations via internet. Bien que ce mémoire se focalise principalement sur le *crowdequity*, il est tout de même intéressant de brièvement expliquer les autres types de *crowdfunding*. Il existe deux grandes formes de *crowdfunding* : le ***crowdfunding financier*** axé sur l'investissement, offrant aux investisseurs une compensation monétaire et le ***crowdfunding non-financier*** basé sur la récompense et la donation. Dans le second cas, les investisseurs sont intéressés par la récompense qu'ils peuvent tirer de leur investissement ou par le support qu'ils peuvent apporter au projet (Belleflamme et al., 2015, pp. 3-4) et non par le rendement financier. Il existe également le ***crowdfunding hybride***, qui est une combinaison des modèles du *crowdfunding* financier et non-financier.

Tableau n°1 : Les différents types de financement participatif

	<i>Crowdfunding non-financier</i>		<i>Crowdfunding financier</i>	
Types	Don	Reward – based CF	Crowdlending	Crowdinvesting
Concept	Financement philanthropique	Financement « coup de cœur » ou philanthropique. Financement artistique, culturel, caritatif...	Prêts entre particuliers ou aux PME	Investissement dans les entreprises sous différentes formes : titres financiers (actions, obligations ou bons) ou royalties.
Projets financés	Projets humanitaires, associatifs. Projets personnels.	Projets culturels, entrepreneuriaux.	Particuliers, PME, projets...	Jeunes entreprises en phase d'amorçage, PME, TPE.
Rétributions	Aucune	Récompense non financière	Intérêts (ou non)	Dividendes, plus-values à la revente, intérêts royalties

Source : Bessière, V., & Stéphanie, E. (2017). *Le crowdfunding : Fondements et Pratiques*. Bruxelles : De Boeck Supérieur.

Les quatre modèles présentés dans le tableau ci-dessus ont un degré d'incertitude et de complexité différent. Selon Hemer (2011, pp. 9-10), le don est considéré comme le modèle

le plus simple tandis que le *crowdequity*⁵ est le modèle le plus complexe de par sa réglementation plus stricte.

4.1. Le crowdfunding financier

Comme expliqué dans le paragraphe précédent, le *crowdfunding* financier se distingue du *crowdfunding* non-financier par sa compensation financière. Cette forme de *crowdfunding* comprend le financement en capital (*crowdequity*) et le financement par prêt (*crowdlending*). Les montants levés en *crowdfunding* financier sont bien plus élevés que ceux récoltés en *crowdfunding* non-financier. Aux Etats-Unis par exemple, en 2015, 34,3 milliards d'euros ont été levés pour le *crowdfunding* financier contre 873 millions pour le *crowdfunding* non-financier (Schrever et al., 2017, p. 6).

4.1.1. Le financement participatif en capital (*crowdequity*)

Compte tenu de l'importance du *crowdequity* dans ce mémoire, une définition plus détaillée et plus complète sera exposée pour ce type de financement. Le financement participatif par capitaux propres est un mode de financement par lequel l'entrepreneur vend un certain nombre d'actions en échange d'investissement externes, négociés via des plateformes en ligne (Brown et al., 2017, p. 3 ; Ahlers et al., 2015, p. 8). Les investisseurs reçoivent donc une part de la société en échange du capital investi. Grâce au *crowdequity*, un grand nombre de personnes peuvent investir dans une entreprise et acquérir une part du capital. Selon Vulkan et al. (2015, p. 4), le *crowdequity* diffère des autres modes de financement participatif sur plusieurs points. En effet, le *crowdequity* se distingue par un objectif de collecte de fonds plus élevé qui augmente au fil du temps, s'approchant de la taille des investissements des premiers tours des *venture capitalists* ; par l'existence d'une évaluation (pré-monétaire) de chacun des projets ainsi que par un objectif clair des contributeurs d'obtenir un rendement monétaire positif sur leur investissement. Belleflamme, Lambert et Schwienbacher (2012), quant à eux, soulignent que la différence centrale entre le *crowdequity* et les modes de financement traditionnels réside dans le processus de financement lui-même.

⁵ Appelé *crowdinvesting* dans le tableau ci-dessus

L'entrepreneur lance un appel de fonds sur une plateforme de *crowdfunding* et les investisseurs prennent leur décision en fonction des informations disponibles.

Lors d'une opération de *crowdequity*, le porteur de projet décide du montant qu'il souhaite obtenir en échange d'un pourcentage de capital et chaque investisseur reçoit une part proportionnelle de la société en fonction de son apport. Prenons l'exemple d'une *start-up* qui souhaite collecter 50.000 € en échange de 20 % de son capital, si chacun des investisseurs apporte 500 €, ils auront chacun 0,20 % du capital de l'entreprise (Wilson et Testoni, 2014, p. 2).

En Belgique, la plateforme de référence en matière de *crowdequity* est « MyMicroInvest ». Depuis quelques mois, cette dernière a changé de nom et s'appelle « Spreds » (Lauwers, 2018). Cette plateforme donne en échange de l'investissement des notes participatives⁶ à l'investisseur. Comme le définit la plateforme (Spreds, 2018), « ce titre est le miroir économique d'un prêt ou d'une prise de participation dans la société sous-jacente (l'entreprise en financement) et donne droit au même rendement (intérêt en cas de prêt ou plus-value en cas d'action). Il ne donne toutefois pas droit aux votes comme à un actionnaire classique ».

4.1.2. Le financement participatif par le prêt (*crowdlending*)

Le *crowdfunding* sous forme de prêt est similaire à un prêt bancaire à la différence qu'au lieu d'emprunter uniquement à la banque, l'entrepreneur peut contracter un emprunt auprès d'une foule d'investisseurs. En échange, les prêteurs reçoivent un taux d'intérêt qui peut varier entre 5 et 12% par an, selon Gadjia et Masson (2013, p. 10) et ils se voient rembourser la totalité de leur apport au terme de leur prêt (OCDE, 2015, p. 54). Il existe également des prêts qui n'offrent pas d'intérêts, appelés *social lending*, pour des projets sociaux, comme par exemple les micro-financements dans les pays en voie de développement (De Buysere et al., 2012, p. 10).

⁶ *Equity-Link-Notes*

4.2. Le crowdfunding non-financier

Le *crowdfunding* non-financier comprend le financement sous forme de don avec et sans récompense. D'après le rapport de Massolution (2012, p. 14), le nombre de plateformes de *crowdfunding* sous forme de récompense est le plus important en comparaison aux autres types de financement à travers le monde alors qu'en 2015, ce mode de financement représentait seulement 1,3% du marché total du *crowdfunding*. Le financement sans contrepartie, quant à lui, perd de plus en plus des parts de marché (Schreiver et al., 2017, p. 16).

4.2.1. Le financement participatif par le don sans contrepartie (*donation crowdfunding*)

Les investisseurs font des dons à des causes qu'ils veulent soutenir, sans attendre une quelconque compensation monétaire. Ce mode de financement peut être considéré comme un financement philanthropique ou de parrainage (Ahlers et al., 2015, p. 6). Cependant, certains contributeurs reçoivent des remerciements immatériels, comme par exemple un mail de remerciement, l'autographe d'un artiste, la mention de leur nom sur la couverture d'un DVD ou d'un CD, des invitations à un vernissage, à un dîner, etc. (Hemer, 2011, p. 13). Belleflamme (2012, pp. 4-5) ajoute que les campagnes lancées par des organisations sans but lucratif ont une plus grande probabilité de succès en comparaison aux autres organisations dont la vision est purement fondée sur le profit.

4.2.2. Le financement participatif par le don avec récompense (*reward-based crowdfunding*)

Contrairement au financement par le don sans contrepartie, le don avec récompense offre aux investisseurs un avantage non-financier en échange de leur apport de fonds (Ahlers et al., 2015, p. 6). La valeur économique de la récompense est en général inférieure au montant de la donation. Toutefois, du point de vue de l'investisseur la perception de la valeur peut être plus importante (De Buysere et al., 2012, p. 10). Lorsque cet avantage constitue le produit en lui-même, on parle du modèle de précommande ou du modèle de prévente (Tomczak et Brem, 2013, p. 351 ; De Buysere et al., 2012, p. 10). Tomczak et Brem (2013, p. 351) soulignent que ce système est un excellent moyen pour un entrepreneur de

mesurer l'intérêt pour son produit et de couvrir ses coûts de production initiale. Un exemple de plateforme qui propose ce type de financement est Kickstarter (Ahlers et al., 2015, p. 6).

5. Déroulement d'une opération de *crowdfunding*

Figure n°1 : Le processus d'un financement par *crowdfunding*



Source : Bessière, V., & Stéphanie, E. (2017). *Le crowdfunding : Fondements et Pratiques*. Bruxelles : De Boeck Supérieur.

5.1. Préparation du projet

Afin que le projet soit couronné de succès, il convient que l'investisseur définisse de façon claire et précise sa stratégie de financement ainsi que sa stratégie de communication qui sont deux leviers centraux dans le processus de financement par *crowdfunding* (Bessière et Stéphanie, 2017, p. 23). De plus, le dossier du projet doit répondre aux différentes étapes d'une démarche de *due diligence*⁷ qui comprend l'intérêt de l'entrepreneur pour son projet, sa pertinence, son délai, son objectif de financement, le rendement, etc. (Bessière et Stéphanie, 2017, p. 24). Cette démarche est d'autant plus importante pour une campagne de *crowdequity*. En effet, comme le démontre l'étude de Ahlers et al. (2015, p. 30), la présentation d'une projection financière réaliste ainsi que la clarté des objectifs à long terme permettent d'augmenter la probabilité d'investissement dans le projet. D'autres facteurs,

⁷ Le *due diligence* correspond à l'ensemble des vérifications qu'un investisseur potentiel réalise afin de se faire une idée de la situation précise d'une entreprise avant de réaliser la transaction (JDN, 2017).

tels que la gouvernance interne ou la qualification des membres du conseil d'administration, peuvent attirer des investisseurs supplémentaires et accélérer la collecte de fonds (Ahlers et al., 2015, p. 30).

5.2. Acceptation du projet par la plateforme

La plupart des plateformes opèrent un travail de pré-sélection des projets sur base de leurs critères. D'une part, elles étudient la foule de contributeurs qui peuvent se mobiliser autour d'un projet afin que la campagne soit un succès (Bessière et Stéphanie, 2017, p. 26). D'autre part, elles évaluent la qualité du projet puisque c'est leur responsabilité propre ainsi que leur réputation qui sont engagées. Ceci permet d'augmenter la confiance des investisseurs et de les rassurer (Belleflamme, 2015). La plateforme Spreds (2018), par exemple, demande une série de documents afin de déterminer si l'entreprise est un candidat éligible pour une campagne de *crowdequity* sur base de leurs critères de sélection.

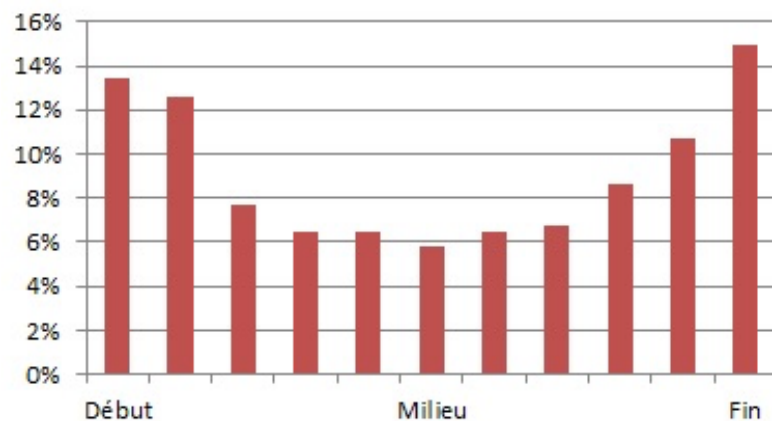
5.3. Communication

La communication joue un rôle central dans la réussite d'une campagne de *crowdfunding*. Il est essentiel que l'entrepreneur maîtrise les techniques de communication afin de présenter son projet de la manière la plus attractive. La communication s'articule autour de trois axes : le rythme de la communication, les cibles de la communication et les outils de communication (Bessière et Stéphanie, 2017, p. 24).

5.3.1. Le rythme de la communication

La campagne de levée de fonds en matière de *crowdfunding* oscille entre 45 et 60 jours pour la plupart des plateformes (Bessière et Stéphanie, 2017, p. 24). Cependant, la récolte n'est pas uniforme sur toute la durée de la campagne. Elle suit une évolution semblable à une courbe dite en « u », qui se traduit par un grand intérêt au début du lancement du projet, une diminution à mi-chemin et une nouvelle vivacité les derniers jours (Bessière et Stéphanie, 2017, p. 24). Les 5.085 projets analysés par la plateforme Ulule confirment cette tendance (Burgot, 2014).

Figure n°2 : Fonds collectés au fur et à mesure de l'avancement des campagnes



Source : Burgot, A. (2014). *La courbe en U du crowdfunding : fonds collectés au fur et à mesure de l'avancement d'une campagne*. En ligne : <https://community.ulule.com/topics/la-courbe-en-u-du-crowdfunding-fonds-collectes-au-fur-et-a-mesure-de-lavancement-dune-campagne-7857/>

Les phases les plus importantes sont donc le début et la fin. Il est dès lors dans l'intérêt du porteur de projet de bien préparer sa campagne en amont afin d'attirer un grand nombre d'investisseurs dès le départ.

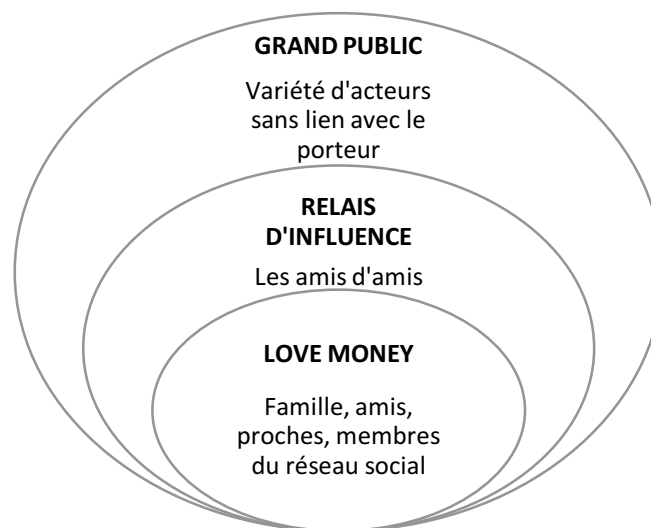
Par ailleurs, selon Mollick (2014), la durée de la campagne est négativement corrélée avec la réussite de la collecte de fonds. Il estime qu'une campagne trop longue peut être une indication d'un manque de confiance de la part des investisseurs. L'étude menée par Härkönen appuie (2014) ces conclusions. Il indique que les durées trop longues peuvent être désavantageuses pour l'entrepreneur car les contributions s'accumulent généralement au début et à la fin, laissant place à une période relativement calme au milieu. De plus, ce laps de temps permet aux investisseurs de prendre plus de temps pour réfléchir, mais également d'oublier.

5.3.2. Les cibles de la communication

Les cibles de la communication peuvent se diviser en trois catégories. Le premier cercle correspond à la famille, aux amis, aux proches et aux membres du réseau social de l'entrepreneur. Ce cercle est couramment appelé le cercle des 3F, à savoir *Family, Friends and Fools*. Ils sont essentiels et forment le point de départ dans la récolte de fonds puisqu'ils ont un lien direct avec l'entrepreneur auquel ils font confiance et une connaissance du projet. Le second cercle correspond aux amis d'amis. Le bouche-à-oreille électronique est

essentiel afin d'atteindre cette cible qui est principalement identifiée via les réseaux sociaux (Bessière et Stéphany, 2017, p. 24). Les petits projets peuvent exclusivement être financés par le premier et le second cercle tandis que les projets plus importants nécessitent la contribution du troisième cercle. Ce dernier correspond à toutes les personnes qui n'ont aucun lien avec l'entrepreneur. Il est nécessaire de les convaincre ainsi que de gagner leur confiance puisqu'il s'agit du groupe le plus important, avec la plus grande capacité financière (Dehorter et Lebourg, 2013, p. 25). La notoriété de la plateforme peut jouer un grand rôle dans l'atteinte de ce dernier cercle (Bessière et Stéphany, 2017, p. 24).

Figure n°3 : Les trois cercles



Source : Bessière, V., & Stéphany, E. (2017). *Le crowdfunding : Fondements et Pratiques*. Bruxelles : De Boeck Supérieur.

En mettant les premières sommes, les proches créent une dynamique positive et contribuent à la réussite du projet. « Ils permettent de passer le syndrome du restaurant vide et de faire décoller le projet en le rendant crédible » (Onnée et Renault, 2013, cité par Bessière et Stéphany, 2017, p. 27). En effet, d'après une étude menée par Dehorter et Lebourg (2013, p. 25) « les chances de succès grimpent à 52% lorsque l'on a au moins une contribution et à 90% lorsque l'on a atteint 50% de l'objectif final sept jours avant la fin ». De plus, selon Li et Duan (2014, pp. 3-4), les investisseurs auront une plus grande tendance à soutenir un projet qui a déjà récolté un nombre important de fonds en début de période.

Dès lors, la famille et les amis sont une source de financement importante pour les nouvelles entreprises, comme l'affirment Cumming et Johan (2014, p. 10) et Agrawal et al. (2015, p. 256).

5.3.3. Les outils de communication

Selon Belleflamme, Omrani et Peitz (2015, p. 33), le succès d'un projet dépend de la qualité de sa campagne. Faire de la publicité au travers de différents supports et médias permet d'attirer un grand nombre d'investisseurs potentiels et d'augmenter les chances de réussite de la campagne (Li et Duan, 2014, p. 4). Le « buzz social » ainsi que « le bouche-à-oreille électronique », par exemple, sont des indicateurs de qualité. Ils se mesurent au nombre de « *likes* » et de partages sur Facebook, ou au nombre de « *tweets* » sur Twitter (Belleflamme, 2015, p. 33). Une autre étude de Thies, Wessel et Benlian (2014, p. 11) démontre que le *buzz social*, et plus spécifiquement les partages Facebook, ont un effet positif sur la réussite du projet. D'après Li et Duan (2014, p. 19), cet engouement est deux fois plus important sur Facebook que sur Twitter. Le buzz social peut également apporter un complément d'information à la description donnée par l'entrepreneur sur la plateforme et peut être critique pour le succès du projet, si les investisseurs accordent une grande importance aux recommandations reçues par des amis d'un réseau social (Belleflamme et al., 2015, pp. 33-34). Dans cette optique, en plus d'apporter des fonds, les investisseurs peuvent accélérer la réussite du projet en faisant de la publicité (Kuti et Madarász, 2014, p. 362). Kuppuswamy et Bayus (2015, pp. 3-4) ajoutent que les projets pour lesquels des mises à jour régulières ont été faites, ont eu un plus grand succès que les autres campagnes.

5.4. Transfert des fonds

Lors du lancement de la campagne de financement, un seuil minimum de levée de fonds est défini. Si au terme de la période de financement, le montant est atteint, voire dépassé, les fonds sont transférés à l'entrepreneur (Kuppuswamy et Bayus, 2015, p. 5). *A contrario*, si le montant n'a pas effectivement été atteint, les fonds sont rendus aux investisseurs. Ce principe, appelé le ***all or nothing***, présente un risque pour l'entrepreneur (Cumming et al, 2015, pp. 2-4 ; Bessière et Stéphanie, 2017, p. 27). Ce modèle est utilisé par la plateforme belge Spreds, plateforme de *crowdequity*, qui rembourse les contributeurs dans les 30 jours,

en cas d'échec (Spreds, 2018). Certaines plateformes, qui ont recours à ce modèle, ne permettent pas la contribution d'investisseurs supplémentaires une fois le seuil atteint, tandis que d'autres acceptent les fonds jusqu'à la fin de la campagne (Belleflamme et al, 2015, pp. 4-5). Une autre méthode, appelée le **keep it all**, peut également être utilisée, bien qu'elle soit plus rare. Par cette approche, les financements récoltés sont directement versés au porteur de projet, même si l'objectif n'a pas été atteint. Cette méthode est beaucoup plus risquée du point de vue des investisseurs (Cumming et al, 2015, pp 2-4 ; Bessière et Stéphane, 2017, p. 27). L'entrepreneur doit donc trouver un équilibre entre un montant de collecte suffisant et la volonté de faire en sorte que le seuil minimum soit atteint, particulièrement dans le cas du modèle du 'tout ou rien' (Lukkarinen et al., 2016, p. 3).

Comme expliqué plus haut (voir 3.3 *supra*, 'Plateforme de *crowdfunding*'), les plateformes se rémunèrent généralement par un pourcentage prélevé sur les fonds levés. Il est donc dans leur intérêt de promouvoir les projets avec la plus grande probabilité de succès, lorsqu'elles appliquent la méthode du *all or nothing*. Le pourcentage de rémunération est plus élevé dans le cas du *keep it all* que dans le cas du *all or nothing*. Signalons encore que la plateforme Indiegogo, deuxième plateforme mondiale, laisse le choix entre ces deux modèles aux entrepreneurs (Bessière et Stéphane, 2017, p. 27).

5.5. Récompenses – Contreparties

Au terme de la campagne de financement, l'entrepreneur est responsable de réaliser son projet conformément aux modalités fixées ainsi que de livrer les contreparties, récompenses et rémunérations prévues. En l'absence de versement, c'est le porteur de projet qui est tenu pour responsable et non la plateforme de *crowdfunding*. Cependant, ce non-respect peut avoir un impact négatif sur la réputation de la plateforme (Bessière et Stéphane, 2017, pp. 27-28). La plateforme Spreds (2018), plateforme de *crowdequity*, explique que lorsque la campagne est réussie, c'est la société intermédiaire Spreds Finance S.A. qui émet les notes participatives. Par exemple, lorsqu'une société ABC a atteint son seuil minimal de financement, la société Spreds Finance S.A. émet de nouvelles notes participatives ABC. « La société Spreds Finance S.A. souscrita à l'augmentation de capital le montant récolté (moins les frais) à la société » (Spreds, 2018) ABC. De cette manière, Spreds Finance S.A. peut

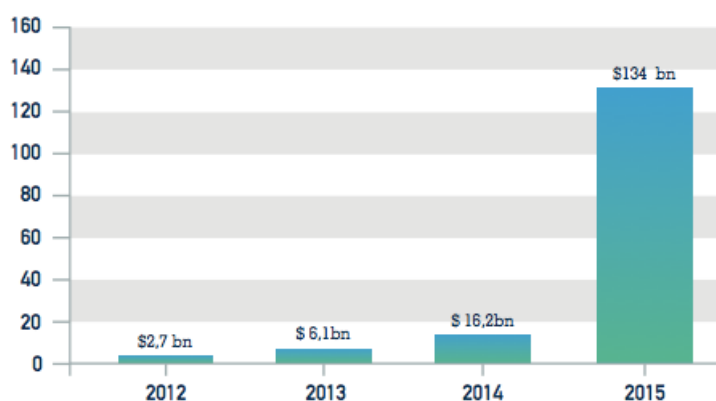
regrouper toutes les souscriptions et investir le montant en une seule fois. Cela permet également « aux entrepreneurs de garder un interlocuteur unique et une communication simplifiée » (Spreds, 2018).

6. Aperçu de la situation actuelle du *crowdfunding*

6.1. Dans le monde

D'après le rapport de Douw et Koren (cité par Schrever et al., 2017, p. 13), le chiffre d'affaires mondial du *crowdfunding* s'élevait à **134,78 milliards de dollars** en 2015. Eu égard aux 16,2 milliards de dollars récoltés en 2014 et l'estimation établie à 34,4 milliards de dollars pour 2015 (Crowdexpert, 2015), cette hausse est très surprenante.

Figure n°4 : Le marché mondial du *crowdfunding*



Source : Douw et Koren cité dans Schrever, K., Lemaire, E., & de Troostembergh, X. (2017). *Le Crowdfunding en Belgique : Une croissance soutenue*. BoleroCrowdfunding. En ligne : <https://bolero-crowdfunding.be/fr/news-events/actualites/whitepaper-2017>.

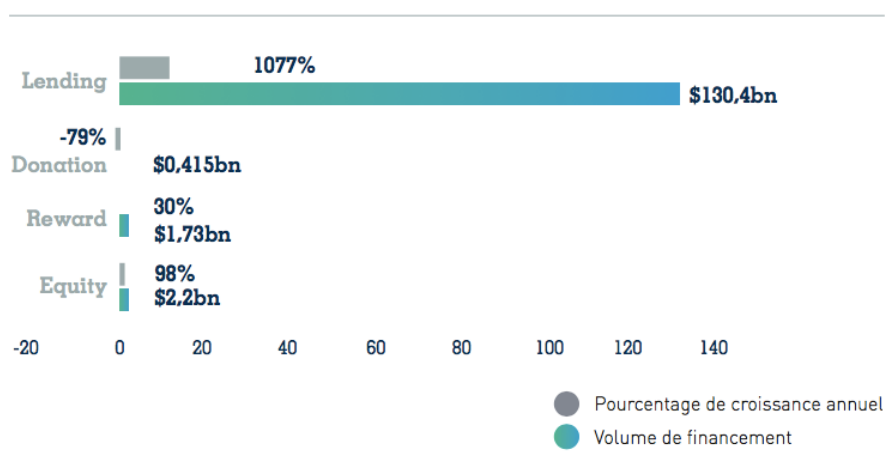
L'Asie représente le plus grand marché avec près de 95 milliards de dollars, suivie des Etats-Unis avec 35 milliards de dollars. L'Europe est en troisième position avec 4,75 milliards de dollars, dont le plus gros contributeur est le Royaume-Uni puisqu'il a levé près de 4 milliards en 2015 (voir *infra*, 'Annexe n°1 : Répartition du *crowdfunding* dans le monde') (Schrever et al., 2017, p. 15). Cuesta et al. (2015, p. 13) affirment que le Royaume-Uni est le pays européen le plus développé en matière de financement participatif financier puisqu'à lui

seul, il récolte plus de 80 % des capitaux sur le marché européen. L'Asie, quant à elle, a eu une croissance très rapide puisqu'elle était encore considérée en deuxième position après les Etats-Unis dans le rapport de Massolution (2015).

En ce qui concerne la répartition par type de *crowdfunding* (voir *infra*, 'Annexe n°2 : Répartition mondiale par type de *crowdfunding*'), le *crowdfunding* sous forme de prêts domine largement avec 97% des montants levés. Une grande partie des prêts, et plus particulièrement les prêts de particuliers à particuliers, est issue de l'Asie. La raison est que les autorités financières chinoises ont restreint l'accès aux prêts hypothécaires afin d'éviter une bulle immobilière. Les emprunteurs chinois se voient dès lors forcés d'emprunter auprès de prêteurs particuliers, ce qui explique cette hausse (Schrever et al., 2017, p. 16).

Le financement participatif en capital occupe la seconde place, suivi par le financement par don avec récompense pour terminer avec le financement par don sans récompense qui respectivement représente 1,6%, 1,3% et 0,3%. Bien que les montants levés en *crowdequity* paraissent faibles, il est à noter que ce type de financement a connu une très belle croissance de 98% en 2015 par rapport à 2014 (Schrever et al., 2017, p. 16). En termes de pourcentage du montant total collecté par *crowdfunding*, le *crowdequity* est très actif en Europe (Wilson et Testoni, 2014, pp. 2-3 ; Schrever et al., 2017, p. 15). Le *crowdfunding* de dons, quant à lui, perd de plus en plus de parts de marché (Schrever et al., 2017, p. 16).

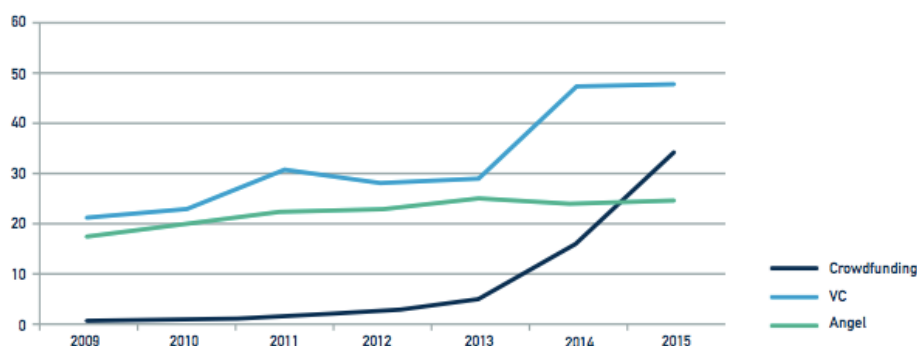
Figure n° 5 : Le marché du *crowdfunding* en 2015 : évolution par type



Source : Bolero Crowdfunding Research cité par Schrever, K., Lemaire, E., & de Troostembergh, X. (2017). *Le Crowdfunding en Belgique : Une croissance soutenue*. BoleroCrowdfunding. En ligne : <https://bolero-crowdfunding.be/fr/news-events/actualites/whitepaper-2017>.

Le financement participatif est en expansion croissante dans le monde entier et prend de plus en plus d'ampleur. A titre d'exemple, le montant levé en *Crowdfunding* en 2015 a largement dépassé le montant annuel moyen de financement effectué par les *business angels* ou les *venture capitalists* (voir *infra*, figure n°6) (Schrever et al., 2017, p. 14).

Figure n° 6 : Financement annuel (en milliards de dollars) : VC vs. *Crowdfunding* vs. Angel



Source : Massolution en Forbes.com cité par Schrever, K., Lemaire, E., & de Troostembergh, X. (2017). *Le Crowdfunding en Belgique : Une croissance soutenue*. BoleroCrowdfunding. En ligne : <https://bolero-crowdfunding.be/fr/news-events/actualites/whitepaper-2017>.

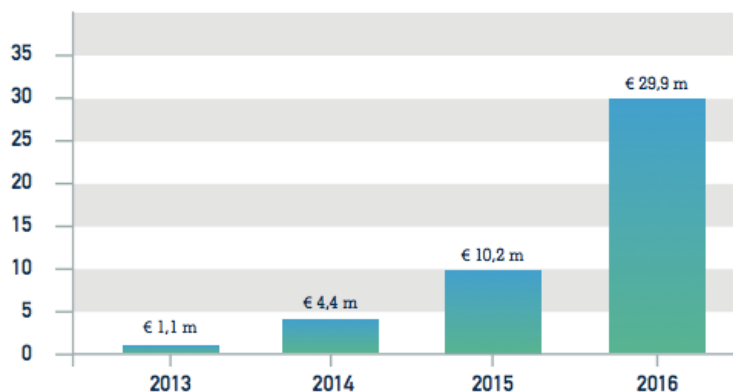
Le *crowdfunding* est devenu un mode de financement reconnu. Néanmoins, il est à noter qu'il n'est pas toujours une source de financement autonome. Une entreprise ne peut que rarement se satisfaire uniquement des fonds levés via les plateformes de financement participatif. Une partie des capitaux proviennent d'autres investisseurs plus professionnels, comme par exemple des *business angels* et des *venture capitalists* (Schrever et al., 2017, p. 14). Ce point sera développé dans le second chapitre de ce mémoire.

6.2. En Belgique

Le financement participatif ne cesse de se développer dans le monde et notamment en Belgique. Selon Douw et Koren (cité par Schrever et al., 2017, p. 19), environ **30 millions d'euros** ont été récoltés grâce au *crowdfunding* en 2016 au travers de 1200 projets belges. Les 10,2 millions d'euros de l'année 2015 ont rapidement été dépassés dès le premier semestre de l'année 2016 (voir *infra*, figure n°7). Néanmoins, « il est important de préciser que Douw & Koren ont une définition très large du financement participatif » (Schrever et al., 2017, p. 19). Selon l'étude menée par Bolero Crowdfunding Research, seulement 16,1

millions d'euros ont été récoltés en 2016. Ce chiffre comprend uniquement les montants investis par la foule, excluant les fonds octroyés par les investisseurs professionnels et les plateformes (Schrever et al., 2017, p. 19). Cependant, ces chiffres sont bien au-dessus des montants annoncés par KPMG qui avait estimé une levée de fonds à 6 millions en 2016 (Walterus et Williams, 2014, p. 20).

Figure n°7 : Evolution du *crowdfunding* en Belgique



Source : Douw et Koren cité par Schrever, K., Lemaire, E., & de Troostembergh, X. (2017). *Le Crowdfunding en Belgique : Une croissance soutenue*. BoleroCrowdfunding. En ligne : <https://bolero-crowdfunding.be/fr/news-events/actualites/whitepaper-2017>.

Malgré cette forte croissance en 2016, la Belgique est en retard en comparaison à ses pays voisins, tels que le Royaume-Uni, la France, l'Allemagne et les Pays-Bas. Selon le rapport réalisé par Eurostat et par Douw & Koren (cité par Schrever et al., 2017, p. 24), l'investisseur belge en 2015 investissait en moyenne seulement **0,9 euro** par an en *crowdfunding*. Ce montant s'élève à 1,4 euro pour l'Allemagne, à 4,4 euros pour la France, à 7,5 euros pour les Pays-Bas et à 54,2 euros pour le Royaume-Uni (voir *infra*, 'Annexe n°3 : Le *crowdfunding* en Belgique et dans les pays voisins en millions d'euros (2015)'). Les Néerlandais investissaient donc en moyenne 12 fois plus et les Britanniques 60 fois plus en *crowdfunding* que le Belge moyen (Schrever et al., 2017, p. 25). KPMG (Walterus et Williams, 2014, p. 8) énonce différentes raisons qui peuvent expliquer cet écart. Premièrement, il y a un manque de connaissance et d'expérience tant de la part de l'entrepreneur que de l'investisseur. Deuxièmement, il existe une forte concurrence entre les plateformes étrangères. La plupart des Belges optent pour des plateformes actives internationalement. Enfin, toujours selon KPMG (Walterus et Williams, 2014, p. 8), la réglementation est trop stricte en Belgique.

L'enquête menée par BoleroCrowdfunding (Schrever et al., 2017, p. 25) ajoute d'autres raisons potentielles qui peuvent expliquer cette situation, à savoir la différence culturelle qui existe entre les différents pays, le Belge étant considéré comme plus averse au risque, l'inexistence de marché secondaire, l'absence d'avantages fiscaux et d'un cadre législatif favorable. Néanmoins, des changements ont eu lieu dernièrement au niveau du cadre législatif. Ils seront développés dans le point suivant.

7. Contexte législatif

Le financement participatif retient de plus en plus l'attention des gouvernements en raison de son potentiel de croissance (The World Bank, 2013, p. 9). Un cadre réglementaire adéquat est donc nécessaire afin de permettre à cette source de financement de se développer en protégeant les investisseurs et en évitant tout risque systémique (Cuesta et al., 2015, p. 22). Toutefois, comme le stipule Culot (2015, p. 16), il est difficile de trouver « l'équilibre entre une liberté suffisante pour permettre le développement de cette activité et une sécurité nécessaire à la confiance des investisseurs et à la stabilité de l'économie ». Seront présentées dans cette section, les législations principales relatives au *crowdfunding* adoptées par les institutions de l'Union européenne et par la Belgique.

7.1. Aux Etats-Unis

Il sera brièvement fait référence à la législation concernant le financement participatif adoptée aux Etats-Unis car celle-ci a largement contribué à la propagation de ce mode de financement en Europe et dans notre pays.

Aux Etats-Unis, le ***JOBS⁸ Act*** a été promulgué par Barack Obama en 2012 afin de permettre aux entreprises d'obtenir des financements via des plateformes internet auprès d'investisseurs non-accrédités (Rampton, 2016). Une des dispositions clé de cette loi a été de légaliser le *crowdfunding* par *equity* en assouplissant les restrictions concernant la vente de titres pour ainsi faciliter l'accès au capital des petites entreprises (Agrawal et al., 2014, p.

⁸ *Jumpstart Our Business Start-ups*

64). Le financement participatif est depuis lors apparu comme une nouvelle façon d'obtenir des fonds pour les entreprises (Mollick, 2014, p. 2).

7.2. En Europe

Comme expliqué par différents auteurs (Belleflamme et Lambert, 2014, p. 289), le manque d'harmonisation des réglementations nationales de chaque pays empêche les plateformes de s'étendre au-delà de leurs frontières, dissuade les entrepreneurs de développer leur campagne sur d'autres plateformes dans l'Union européenne et freine les investissements de la part des investisseurs étrangers dans notre pays. Compte tenu de cette situation, les institutions européennes ont entrepris différentes mesures législatives. Celles-ci visent à ménager « aux entreprises, et assurément aux PME, un accès plus facile et moins onéreux aux marchés financiers » (Febelfin, 2018), « sans compromettre l'information aux investisseurs » (Autorité des marchés financiers, 2017).

Ainsi, le Parlement européen et le Conseil ont adopté le **nouveau règlement « Prospectus »** (Règlement (UE) 2017/1129) au printemps 2017⁹. Une partie des nouvelles règles contenues dans ce nouveau règlement est entrée en vigueur le 20 juillet 2017, d'autres sont entrées en application depuis le 21 juillet 2018 alors que d'autres encore seront d'application à partir du 21 juillet 2019. Le règlement, qui abroge la directive 2003/71/CE, concerne le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de valeurs mobilières à la négociation. Aux yeux du législateur européen, il constitue une « étape essentielle sur la voie de l'achèvement de l'union des marchés de capitaux » (Règlement (UE) 2017/1129, 2017, p. 1) qui vise à « permettre aux entreprises de bénéficier de sources de financement plus diversifiées dans toute l'Union européenne [...] et aux investisseurs et épargnants de trouver de nouvelles possibilités de faire fructifier leur argent afin de renforcer la croissance et de créer des emplois » (Règlement (UE) 2017/1129, 2017, p. 1). Il harmonise « le contenu informatif des prospectus et devrait garantir un degré de protection des investisseurs équivalent dans l'Union » (Secrétariat général du Conseil, 2016). Concrètement, à partir de

⁹ Le nouveau règlement (UE) 2017/1129 remplace la directive dite « prospectus » (Directive 2003/71/CE). Cependant, la majeure partie des nouvelles règles ne seront applicables qu'à partir du 21 juillet 2019.

ce 21 juillet 2018, le règlement a pour conséquence que les porteurs de projets qui souhaitent lever jusqu'à 5 millions d'euros auprès du public, ne seront plus obligés d'élaborer un prospectus (Febelfin, 2018 ; Lauwers, 2018a). Ce dernier constituait une contrainte lourde pour les entrepreneurs puisqu'ils devaient « contenir toutes les informations nécessaires pour permettre aux investisseurs d'évaluer en connaissance de cause le patrimoine, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur, ainsi que les droits attachés aux instruments financiers concernés » (FSMA, 2018a).

Par ailleurs, le 8 mars 2018, la Commission européenne a publié **une nouvelle proposition de règlement portant sur le *crowdfunding***¹⁰ dans le cadre de son plan d'action FinTech¹¹.

La proposition de règlement¹² vise l'obtention d'un passeport européen par les plateformes de *crowdfunding* afin qu'elles puissent offrir leurs services au sein de l'Union européenne sur base d'un ensemble de règles uniques. Les nouvelles règles faciliteront dès lors l'accès des petits entrepreneurs et des entreprises, en particulier des *start-ups*, à ce nouveau mode de financement. Les investisseurs, quant à eux, bénéficieront d'un meilleur régime de protection et d'une garantie plus élevée (Commission européenne, 2018).

En Belgique, ce sera la FSMA (*Financial Services and Markets Authority*) qui accordera l'agrément à la plateforme, à condition qu'elle respecte le régime juridique défini par la proposition de la Commission, notamment les règles de transparence et d'information vis-à-vis des clients (Pince, 2018).

L'initiative législative prise par la Commission européenne permettra aux plateformes de s'étendre vers de nouveaux marchés, mais le nouveau règlement sera également bénéfique au niveau de la cohésion européenne puisqu'il pourrait entraîner les pays les moins développés à s'ouvrir davantage (El Nouchi, 2018). « Les acteurs du *crowdfunding* espèrent

¹⁰ Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil relatif aux prestataires européens de services de financement participatif pour les entreprises du 8 mars 2018.

¹¹ Le plan d'action FinTech, adopté par la Commission européenne en mars 2018, vise un marché financier européen plus compétitif et plus innovant. Une des premières mesures prises dans le cadre de ce plan a été la proposition d'un règlement portant sur le *crowdfunding*.

¹² Le règlement s'inscrit aussi dans le cadre de l'objectif prioritaire de la Commission visant à créer une union des marchés des capitaux (UMC), dans le but d'élargir l'accès au financement des entreprises innovantes, des jeunes pousses (*start-ups*) et autres entreprises non cotées (Commission européenne, 2018a, p. 2).

que le passeport fonctionnera de manière simple et efficace et qu'il réduira leurs coûts associés au développement de leurs activités dans les différents Etats membres » (Pince, 2018). Enfin, le nouveau passeport ne sera pas introduit dans l'immédiat ; son instauration dépendra en effet du temps que mettront les institutions européennes pour adopter la proposition de règlement du 8 mars 2018.

7.3. En Belgique

Au vu de l'expansion du financement participatif en Belgique, le législateur a adopté la **loi du 18 décembre 2016** qui s'intitule « *Loi organisant la reconnaissance et l'encadrement du crowdfunding et portant des dispositions diverses en matière de finances* », entrée en vigueur le 1^{er} février 2017 (FSMA, 2017a). Cette loi a pour objectif de fournir un cadre législatif spécifique au *crowdfunding* et aux modes de financement alternatif. Auparavant, les plateformes de *crowdfunding* belges devaient suivre un panel de lois différentes, ce qui ne facilitait ni la clarté ni la transparence (Dierckx et Peeters, 2017).

Cette nouvelle législation s'adresse, en vertu de l'article 3, paragraphe 1^{er}, « *aux personnes physiques ou morales qui offrent de fournir ou fournissent sur le territoire belge, à titre d'activité professionnelle habituelle, même complémentaire ou accessoire, des services de financement alternatif* » (FSMA, 2017b, p. 1). La loi régleme uniquement les plateformes de **crowdfunding financier** où il est question de « *commercialisation d'instruments de placements* » (Lejeune, 2017). Elle ne concerne donc pas les plateformes de financement participatif sous forme de don ou de récompense (FSMA, 2017a).

De par cette loi, depuis le 1^{er} février 2017, les plateformes de **financement participatif financier** sont dans l'obligation d'obtenir un **agrément de la FSMA** afin de pouvoir exercer leur activité. Pour cela, elles doivent satisfaire à certaines conditions (Dierckx et Peeters, 2017) :

- « *L'activité doit être effectuée sous forme d'une société commerciale, dont l'administration centrale est établie en Belgique ;*
- *Les administrateurs doivent être exclusivement des personnes physiques ;*

- *Les administrateurs doivent disposer des qualités professionnelles nécessaires, de l'honorabilité professionnelle nécessaire et de l'expertise adéquate ;*
- *La direction effective doit être confiée à deux personnes au moins ;*
- *Une plateforme de crowdfunding doit monter une organisation appropriée qui est adaptée à la nature, à l'ampleur et à la complexité des activités, en vue de la continuité ;*
- *Les plateformes doivent également souscrire une assurance de responsabilité professionnelle. » (Dierckx et Peeters, 2017).*

Dans le cas où la plateforme ne respecte plus ces conditions, elle est résiliée. La FSMA liste l'ensemble des plateformes de financement alternatif qui ont reçu l'agrément sur son site internet (Dierckx et Peeters, 2017).

Par ailleurs, afin d'accorder une protection maximale aux investisseurs, cette loi prévoit un certain nombre de règles qui doivent être respectées par les plateformes de *crowdfunding*. Ces dernières sont dans l'obligation d'informer les investisseurs sur le statut et l'identité de la plateforme, sur les coûts des services de financement et la législation en vigueur et sur les caractéristiques principales des instruments dans lesquels leurs clients investissent. Les investisseurs doivent être en mesure d'évaluer et de comprendre les risques qu'ils encourent par leur engagement. Les plateformes doivent, dès lors, contrôler l'expérience et les connaissances des contributeurs et vérifier, si les instruments leurs sont appropriés (Dierckx et Peeters, 2017).

Pour ce qui est des règles qui concernent plus directement les entrepreneurs, nous mettons en évidence **la loi du 16 juin 2006**¹³ ainsi que la récente **loi du 11 juillet 2018**¹⁴, qui abroge certains articles de la loi du 16 juin 2006. Certaines dispositions de la loi du 11 juillet 2018

¹³ Loi du 6 juin 2006 - Loi relative aux offres publiques d'instruments de placement et aux admissions d'instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés, *M.B.*, 21 juin 2006.

¹⁴ Loi du 11 juillet 2018 - Loi relative aux offres au public d'instruments de placement et aux admissions d'instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés, *M.B.*, 20 juillet 2018.

sont entrées en vigueur le 21 juillet 2018. Les autres articles de la loi du 11 juillet 2018 entreront en vigueur le 21 juillet 2019¹⁵ et abrogeront la loi du 16 juin 2006¹⁶.

La loi du 16 juin 2006 transposait la directive dite « prospectus¹⁷ ». Conformément à cette loi, les entrepreneurs étaient exemptés de publication de prospectus, lorsque le montant de leur offre était inférieur à 300.000 euros, à condition que (Febelfin, 2018a) :

- Les contributeurs n'investissaient pas plus de 1.000 euros lorsque l'offre n'était pas publiée sur une plateforme agréée ;
- les contributeurs n'investissaient pas plus de 5.000 euros lorsque l'offre était publiée sur une plateforme agréée (Febelfin, 2018a).

En vertu de la loi du 16 juin 2006, les entrepreneurs bénéficiaient également d'une exemption de prospectus, si les montants levés s'élevaient à moins de 100.000 euros sans qu'il n'y ait une limite par investisseur et s'ils contactaient moins de 150 investisseurs.

Or, ces seuils ont été revus à la hausse par la loi du 11 juillet 2018¹⁸. Un porteur de projet peut à certaines conditions collecter jusqu'à 5 millions euros sans être dans l'obligation de rédiger un prospectus (Febelfin, 2018a). Ainsi, les nouvelles règles prévoient que :

- Il n'y a **pas d'obligation d'établir un prospectus** pour les offres **inférieures à 500.000 euros** à condition que la contribution d'un investisseur ne dépasse pas le montant de 5.000 euros.
- Les offres entre **500.000 euros et 5 millions d'euros** sont exemptées de l'obligation relative au prospectus. Cependant, une **note d'information¹⁹** doit être rédigée et déposée à la FSMA.
- Pour les offres de **plus de 5 millions d'euros**, il y a une **obligation de rédiger et de publier un prospectus** (Febelfin, 2018a).

¹⁵ Art. 104, § 1, § 2 et § 3 de la loi du 11 juillet 2018.

¹⁶ Art. 103, § 1 de la loi du 11 juillet 2018.

¹⁷ La loi du 16 juin 2006 relative aux offres publiques d'instruments de placement et aux admissions d'instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés transpose la directive 2010/73/UE (dite « directive » prospectus). Sénat, Document législatif n° 5 – 2175/3.

¹⁸ Nous soulignons que la disposition concernant l'augmentation des seuils de levée de fonds est entrée en vigueur le 21 juillet 2018 en vertu de l'art. 104, § 1 de la loi du 11 juillet 2018 et conformément à l'art. 49, § 2 du Règlement européen 2017/1129.

¹⁹ « Un document succinct reprenant les informations essentielles sur l'offre » (Febelfin, 2018).

Les nouveaux seuils à partir desquels un prospectus doit être prévu devraient donc faciliter l'accès au financement participatif aux entreprises. En effet, le coût élevé lié à la rédaction du prospectus constituait pour beaucoup un obstacle infranchissable lors de la tentative de collecte de fonds (Febelfin, 2018a). Par ailleurs, la Belgique s'approche ainsi des législations en vigueur dans certains pays voisins où les seuils pratiqués pour l'exemption du prospectus étaient déjà largement supérieurs (Febelfin, 2018a).

7.4. Le Plan Start-up

Le **Plan Start-up** a été mis en place par le gouvernement belge en 2015. Ce dernier a pour objectif de faciliter l'accès aux capitaux pour les petites entreprises, d'encourager l'entrepreneuriat, de redorer le blason du monde financier et de réduire l'empreinte écologique (De Croo, s.d. ; de Lamotte, 2015).

Ce plan s'articule autour de quatre mesures destinées aux *start-ups*, aux *scale-ups* ainsi que plus généralement aux PME (Digital Belgium, 2015, p. 2) :

1. « *Un cadre fiscal préférentiel de type tax shelter pour les start-ups*
2. *Un cadre fiscal plus intéressant pour le crowdfunding*
3. *Un coût salarial moindre pour les jeunes entrepreneurs*
4. *Une déduction unique pour investissements dans le numérique* » (Digital Belgium, 2015, p. 2).

Etant donné que ce mémoire s'intéresse principalement aux *start-ups* et au *crowdfunding*, uniquement les deux premières mesures vont être analysées.

- « *Un cadre fiscal préférentiel de type tax shelter pour les start-ups* »

Afin d'encourager les investissements dans les *start-ups*, les autorités ont mis en place le système du *Tax Shelter*, entré en vigueur le 1^{er} février 2017 pour les plateformes de *crowdfunding* accréditées par la FSMA (Bolero Crowdfunding, 2018). Ce principe permet à toute personne physique qui investit en actions ou en titres dans le capital d'une jeune entreprise d'obtenir un avantage fiscal qui se décline sous forme de réduction d'impôt. Cette

réduction s'élève à 30% lorsque le montant est investi dans une PME²⁰ et à 45% dans le cas d'une micro-entreprise²¹. Néanmoins, différentes conditions doivent être respectées pour pouvoir bénéficier de ce régime. L'investissement doit être fait dans une entreprise, âgée de moins de 4 ans, belge ou qui a son siège social en Belgique. Cette dernière peut lever au maximum 250.000 euros par le mécanisme du *Tax Shelter*. La réduction d'impôt n'est applicable que pour les premiers 100.000 euros d'investissement par investisseur par an et ne peut dépasser 30% du capital de l'entreprise par investisseur. Enfin, les actions doivent être conservées pendant quatre ans au minimum pour pouvoir bénéficier de cette réduction (Digital Belgium, 2015, pp. 3-4).

- « *Un cadre fiscal plus intéressant pour le crowdfunding* »

Concernant le cadre fiscal plus intéressant, il dépend du type de *crowdfunding*. Dans le cas du financement participatif en capital, les investisseurs bénéficient du *Tax Shelter* à condition que les investissements se font via une plateforme de *crowdfunding* accréditée par la FSMA (Bolero Crowdfunding, 2018). Dans le cas du financement participatif sous forme de prêts, les contributeurs bénéficient d'une exonération du précompte mobilier. Néanmoins, comme dans le cas du *Tax Shelter*, cette exonération n'est attribuée que sous certaines conditions. Les investisseurs doivent prêter leurs fonds pour une durée minimale de 4 ans et ces fonds doivent être investis dans une société âgée de moins de 4 ans. L'avantage fiscal concerne uniquement les intérêts des premiers 15.000 euros prêtés par an et l'entreprise ne peut pas contracter un emprunt afin de refinancer un autre prêt (Digital Belgium, 2015, p. 5).

En conclusion, comme le stipule Simon Douw (cité par De redactie, 2017), en offrant un régime fiscal avantageux, les autorités belges ont fait preuve d'une attitude très positive à

²⁰ Une PME telle que définie à l'article 15 du Code des Sociétés, est une société dotée de la personnalité juridique qui à la date de clôture de l'exercice ne dépasse pas plus d'un des seuils suivants :

- Nombre d'employé en moyenne annuelle $\leq$ à 50
- Un chiffre d'affaires annuel (hors TVA) $\leq$ à 9.000.000 euros ;
- Un total du bilan $\leq$ à 4.500.000 euros.

²¹ Une microsociété telle que définie à l'article 15/1 du Code des Sociétés, est une petite société dotée de la personnalité juridique qui à la date de clôture de l'exercice ne dépasse pas plus d'un des seuils suivants :

- Nombre d'employé en moyenne annuelle $\leq$ à 10
- Un chiffre d'affaires annuel (hors TVA) $\leq$ à 700.000 euros ;
- Un total du bilan $\leq$ à 350.000 euros.

l'égard du *crowdfunding*. Cela permet d'une part d'augmenter la confiance vis-à-vis de ce type de financement et d'autre part de développer et de promouvoir l'entrepreneuriat en Belgique. Dans la même lignée, Alexander De Croo, vice-premier ministre et ministre de l'agenda numérique, déclare : « Selon les données de Sirris, les *startups* belges ont levé 329M€ de capitaux en 2016. Ces chiffres, en hausse de 23 % par rapport à 2015, sont encourageants. Toutefois, ils ne représentent que 0,1 % des montants placés sur des comptes épargne. Le potentiel de croissance reste donc important. Le nouveau cadre mis en place va favoriser cette croissance, grâce au fait que les investisseurs en *crowdfunding* pourront maintenant bénéficier du *tax shelter start-ups*. » (FSMA, 2017b).

Chapitre 2 : Aperçu et comparaison des différents moyens de financement par *equity* pour les *start-ups*

1. Le concept de *start-up*

Le tissu économique belge est essentiellement constitué de PME et de *start-ups*. En effet, une étude menée par la Commission européenne a estimé qu'en 2016, les PME constituaient 99,8% de l'activité du pays, représenté par 94,6% de microentreprises (Commission européenne, 2017). Néanmoins, il est important de mentionner que les critères établis pour qualifier une entreprise de PME ne sont pas les mêmes au niveau belge et au niveau européen.

Selon Ries (2015, p. 27), « *une start-up est une structure commerciale organisée par des personnes qui cherchent à concevoir un nouveau produit ou service dans des conditions d'extrême incertitude* ». D'après Patrick Fridenson²² (cité par de Chevigny, 2015), ce n'est pas l'âge, ni le secteur d'activité, ni la taille de la société qui désigne une *start-up*, mais son **grand potentiel de croissance, l'usage d'une technologie nouvelle** et son **important besoin de financement**. Elle est généralement dans une phase d'exploration sur un marché nouveau, caractérisé par un **climat de forte incertitude** et un risque difficile à évaluer. Le fait d'être une *start-up* n'est donc qu'un état temporaire dans la création d'une entreprise.

Deux cas peuvent se présenter au terme de cette phase de recherche : soit la *start-up* échoue et disparaît, soit la *start-up* réussit et peut dès lors être rachetée par un plus grand groupe ou devenir une société avec un cadre économique établi (de Chevigny, 2015).

Lebert (cité par de Chevigny, 2015) ajoute qu'« *une PME n'est pas forcément une start-up, et une start-up ne reste pas longtemps une PME, si elle réussit* ». L'exemple de l'entreprise Airbnb montre que, bien qu'elle soit un géant dans le secteur, elle peut toujours prétendre à l'appellation de *start-up* parce que son modèle économique n'est pas défini.

²² « Historien des entreprises et directeur d'étude à l'Ecole des hautes études en sciences sociales (Ehess) » (de Chevigny, 2015).

Il n'existe donc pas de définition unique pour caractériser une entreprise de *start-up*. Néanmoins, ces sociétés sont associées à des projets innovants, comprenant des risques à plusieurs niveaux. De plus, elles peuvent avoir un impact considérable sur l'économie d'un pays. Il est donc essentiel de faciliter leur accès aux capitaux qui constituent une étape cruciale dans le lancement et le développement de leurs activités.

2. Les différentes formes de financement par *equity* pour les *start-ups*

En règle générale, les sources de financement peuvent être classées par capital ou par dette. Dans le cas de l'investissement par capital, l'investisseur reçoit en échange de l'apport de ses fonds des actions. Ces dernières lui permettent d'obtenir un certain niveau d'emprise sur la société, tout en supportant des risques. Le financement par dette, généralement constitué d'emprunt bancaire, s'effectue au travers d'accord contractuel. Le prêteur en échange de ses fonds reçoit un intérêt. Ce mode de financement comprend un risque plus faible pour l'investisseur (Schwienbacher et Larralde, 2010, p. 8). Néanmoins, bon nombre de *start-ups* ne peuvent accéder à cette dernière classe de financement compte tenu des faibles garanties qu'elles peuvent apporter et de l'irrégularité de leur trésorerie (Berger et Udell, 1998, pp. 641, 659-663). C'est la raison pour laquelle ce mémoire se focalise essentiellement sur le *crowdfunding* par *equity* et sur les modes de financement alternatifs par *equity*. De plus, la théorie sur le financement des *start-ups* a mis en exergue l'importance du financement par *equity*. Carpenter et Patersen (2002) ainsi que Laitinen (1992) stipulent que le financement par dette est inapproprié pour les *start-ups* et qu'il augmente leur probabilité de faillite²³ (cité par Deloof et Vanacker, 2018, pp. 3-6).

Traditionnellement, les jeunes entreprises innovantes se financent au travers de trois sources de financement par capital : les 3F (*founder, family and friends*), les *business angels* et les *venture capitalists* (Wilson et Testoni, 2014, p. 4). Depuis peu, le *crowdequity* constitue également une source de financement additionnel par *equity*. Pour une meilleure compréhension, une brève définition des sources de financement par *business angels* et *venture capitalists* est apportée ci-après.

²³ Demodoran (2009) ajoute que "*Equity funding optimal, debt only if desperate*".

2.1. Business Angels

Les *business angels* (BAs) sont, dans la plupart des cas, des particuliers qui ont été ou qui sont toujours des entrepreneurs. Ils investissent généralement dans des projets innovants qui ont un bon potentiel de croissance. Ces investisseurs apportent leurs fonds au capital de l'entreprise lors des premières étapes de son développement, espérant retirer la plus grande plus-value au moment de la revente de leurs actions (Certhoux et Redis, 2013, pp. 233-252). En plus de leur soutien financier, les *business angels* peuvent par leurs expériences donner des conseils, partager leurs réseaux relationnels et leurs connaissances (1819 – Brussels, 2017). Il n'est pas rare que ces investisseurs se regroupent entre eux pour constituer un réseau de *business angels* afin de diminuer leur risque d'investissement. Ainsi, ils peuvent également atteindre des projets plus importants, qui n'auraient pas été à leur portée en tant qu'investisseur individuel (Certhoux et Redis, 2013, pp. 233-252). En général, leur apport vacille entre 25.000 et 500.000 dollars (Wilson et Testoni, 2014, p. 4).

2.2. Venture Capital

Le capital-risque, plus connu sous le nom de *venture capital* (VC), est le mode de financement le plus souvent utilisé lors de la phase de développement d'une société. Les fonds de capital-risque investissent dans des jeunes entreprises qui poursuivent un projet innovant avec un grand potentiel de croissance. En échange de leur apport, les *venture capitalists* deviennent des actionnaires, généralement minoritaires. Leur objectif est de revendre leurs actions, lorsque l'entreprise a augmenté sa valeur afin de dégager la plus grande plus-value, tout comme le feraient les *business angels* (Manigart et Witmeur, 2014, pp. 5-7). Leur investissement tourne aux alentours des 3 à 5 millions de dollars (Wilson et Testoni, 2014, p. 4).

2.3. Comparaison du crowdequity aux business angels et aux venture capitalists

Le financement participatif en capital est une forme distincte de financement avec des caractéristiques qui le différencient clairement des autres sources de financement.

Cependant, certains de ses aspects sont similaires à ceux des *business angels* et du *venture capital* (Lukkarinen et al., 2016, p. 3). Dorff (2014, p. 493) estime que le financement par *business angels* est l'équivalent le plus proche du *crowdequity*. Manchanda et Muralidharan (2014), quant à eux, déclarent que même si les sociétés de capital-risque peuvent être directement concurrencées par le *crowdequity*, les deux formes possèdent des caractéristiques différentes qui les rendent complémentaires. Comme ces trois sources de financement répondent aux besoins de fonds des entreprises en croissance, elles sont souvent évaluées ensemble et comparées les unes aux autres (Lukkarinen et al., 2016, p. 2).

La plupart des publications s'accordent sur le fait que l'entrepreneur lui-même et son équipe de gestion constituent les critères de décision d'investissement les plus importants pour les *business angels* et pour les investisseurs de *venture capital* (Lukkarinen et al., 2016, p. 5). Les caractéristiques personnelles et l'expérience du porteur de projet sont, en effet, des facteurs décisifs. Les critères relatifs au produit (l'avantage compétitif, l'innovation, ...), au marché (la taille, la croissance, ...), à l'entreprise (étape du cycle de vie, ...) et au potentiel financier (le rendement) constituent d'autres conditions d'investissement pour les *venture capitalists*. Les *business angels* ont des critères d'investissement semblables à ceux des VC²⁴, à la seule différence que les BAs²⁵ accordent une plus grande importance à l'entrepreneur qu'aux autres facteurs. La connaissance et la confiance de l'entrepreneur ainsi que l'engagement et la passion de l'équipe sont les principaux critères de sélection des BAs (Lukkarinen et al., 2016, p. 5). L'étude menée par Lukkarinen et al. (2016, p. 10) démontre que les critères de sélection utilisés par ces modes de financement ne sont pas forcément pertinents pour le financement participatif en capital. Ceci peut s'expliquer par la différence d'expérience qui existe entre les *crowdfunders* et les investisseurs professionnels. La foule n'a, en effet, pas nécessairement la formation, l'expérience ou la volonté d'évaluer les entreprises selon les critères d'investissement utilisés par les professionnels.

L'évaluation approfondie du projet constitue, dès lors, également une différence entre les *crowdinvestors* et les investisseurs qualifiés. La faible mise de fonds apportée par les

²⁴ *Venture capital*

²⁵ *Business angels*

investisseurs en *crowdfunding* dissuade généralement ces contributeurs à mener une analyse complète de l'entreprise à cause de son coût élevé. Leurs décisions d'investissement sont donc prises sur base d'informations publiques, engendrant un risque opérationnel plus élevé que dans le cadre des investisseurs professionnels qui effectuent systématiquement une démarche de *due diligence* (Cieply et Le Nadant, 2016, p. 260).

Néanmoins, l'un des avantages du financement participatif réside dans la variété des opinions. En effet, chaque participant se forge sa propre opinion sur l'entreprise en se fournissant les informations nécessaires à son évaluation, contrairement aux VCs, par exemple, qui délèguent la décision d'investissement à une personne en particulier. Ce sont les nouvelles technologies d'internet qui permettent cette grande diversité d'opinions grâce à l'accessibilité de l'information et au grand nombre d'internautes. De ce fait, le *crowdequity* permet de lever des fonds pour des projets innovants et risqués que des investisseurs professionnels ne sont pas forcément prêts à soutenir (Cieply et Le Nadant, 2016, p. 259).

Les *buisness angels* et les *venture capitalists*, en plus d'apporter des fonds, surveillent les entreprises dans lesquelles ils investissent. Leur contribution s'accompagne généralement de ressources essentielles, telles qu'un réseau de contacts précieux et une expertise sectorielle (Wilson et Testoni, 2014, p. 4).

Selon Wilson et Testoni (2014, pp. 5-6), il existe quelques similitudes entre le financement participatif en capital et les *business angels*. D'après leur étude, le *crowdequity* intervient principalement dans le même segment de financement que celui des *business angels*, les motivations d'investissement entre ces deux modes de financement sont similaires et ils fonctionnent tous les deux sans intermédiaires financiers, donnant le pouvoir de décision à l'investisseur. En effet, les *business angels* et les *crowdinvestors* n'ont pas comme seule motivation le rendement financier. Les valeurs, la vision et les intérêts de l'entreprise constituent également des incitants pour ces investisseurs. Selon une enquête menée par Seedrs²⁶ (2013, cité par Wilson et Testoni, 2014, p. 5), les trois motivations principales pour les investisseurs en *crowdequity* sont le désir d'aider une entreprise à décoller, la capacité

²⁶ Seedrs est une plateforme de financement participatif en capital, basée au Royaume-Uni.

d'obtenir des allègements fiscaux et l'espoir d'acquérir un rendement financier. Les VCs, quant à eux, se concentrent sur les sociétés technologiques, qui sont généralement des investissements à haut risque et à rendement élevé (Wilson et Testoni, 2014, p. 5).

Le dernier élément mis en exergue par Wilson et Testoni (2014, p. 5) est l'absence d'intermédiaire financier actif pour le financement participatif en capital ainsi que pour les *business angels*. La décision d'investir dans un projet ou dans une entreprise est prise par l'investisseur individuel, tandis que pour les sociétés de capital-risque, les fonds des investisseurs sont regroupés et investis dans un portefeuille de société choisi par la société.

Le tableau ci-dessous reprend les caractéristiques principales des trois modes de financement, à savoir le financement participatif en capital, les *business angels* et le *venture capital*. Les similitudes entre le *crowdequity* et les formes de financement adjacentes sont grisées.

Tableau n°2 : Principales caractéristiques du financement participatif en capital et des formes de financement avoisinantes

Types	<i>Equity crowdfunding</i>	<i>Business angels</i>	<i>Venture capital</i>
Typical funder background	Various, many have no investment experience	Former entrepreneurs	Finance, consulting, industry
Source of funds	Investing own money	Investing own money	Investing other people's money
Funding instruments	Shares	Shares	Shares
Deal flow	Through web platform	Through social and/or angel networks	Through social networks and proactive outreach
Due Diligence	Conducted by individual, if at all	Conducted by individuals based on their own experience	Conducted by staff in VC firm with potential assistance from outside firms
Geographic proximity of funders	Investment made online: funders often distant from veture	Most investments local	Invest nationally (or internationally with local partners)
Post-funding role of funders	Most remain passive	Active (hands-on)	Active (strategic)

Return on investment	Financial return important (but not only reason for investing)	Financial return important (but not only reason for investing)	Financial return critical
----------------------	--	--	---------------------------

Source : modifié de Lukkarinen, A., Teich, J., Wallenius, H., & Wallenius, J. (2016). Success drivers of online equity crowdfunding campaigns. *Decision Support Systems*. p. 3.

3. Le cycle de vie d'une entreprise et le financement par *equity*

En fonction de la phase de développement dans laquelle l'entreprise se trouve, diverses sources de financement deviennent significatives (voir *infra*, Figure n°8 : Les étapes du développement d'une entreprise). Le développement d'une *start-up* se déroule généralement au travers d'une succession d'étapes distinctes qui seront reprises ci-après (Tomczak et Brem, 2013, p. 336).

La première phase *Seed Capital*, également appelée phase d'amorçage en français, constitue l'étape au cours de laquelle le produit ou le projet sont en cours de développement. À ce stade, les fonds proviennent principalement du cercle des 3F (*family, friends and fools*). Il est suivi d'un financement par *business angels* ou par *crowdfunding*. Les investisseurs professionnels, tels que les *business angels*, sont une source de capital courante pour les entrepreneurs avant d'obtenir du financement des *venture capitalists*. Il est en effet difficile de convaincre ces investisseurs plus formels de la viabilité du marché et du potentiel de croissance à cette étape (Cumming et Johan, 2014, p. 6). Le financement participatif, quant à lui, constitue une solution pour combler le déficit ou pour augmenter le capital d'amorçage d'une société. Néanmoins, comme le stipule Scholz (2015, p. 2), il n'est pas encore clair si le financement participatif représente une alternative de financement viable face aux méthodes d'investissement traditionnelles ou s'il est simplement une source de financement supplémentaire.

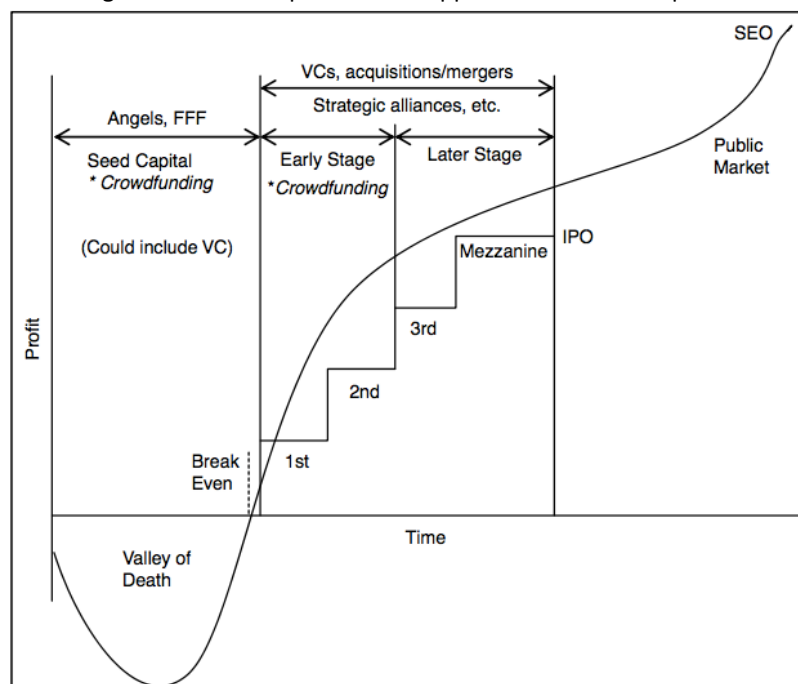
La seconde phase *Early Stage*, que l'on peut traduire par phase de démarrage en français, est l'étape au cours de laquelle le produit ou le projet est testé, préparant ainsi petit à petit son entrée sur le marché. Dans certains cas, il est possible que le produit soit déjà disponible

sur le marché et qu'il génère des revenus. Cependant, elle demande de plus gros investissements qui peuvent être amenés par les *venture capitalists*, par exemple lorsque le projet a démontré sa faisabilité (Peffer et al., 2010 ; Tomczak et Brem, 2013).

La troisième phase est la *phase d'expansion*. Bien qu'elle ne soit pas clairement reprise dans la figure n°8, il est intéressant de brièvement l'expliquer. Au cours de cette phase, le produit ou le service est disponible sur le marché. Cette phase est caractérisée par une croissance significative des revenus puisque l'entreprise continue à se développer afin de maintenir sa croissance. C'est surtout lors de cette phase que les fonds des capitaux-risqueurs interviennent (Peffer et al., 2010).

La dernière phase *Later Stage* est considérée comme la phase à partir de laquelle l'entreprise génère des revenus continus. Elle devient dès lors rentable et présente un risque plus faible aux investisseurs. À ce stade, la *start-up* peut également commencer à développer d'autres projets afin de s'agrandir et de se développer à l'étranger (Peffer et al., 2010).

Figure n°8 : Les étapes du développement d'une entreprise



Source : Tomczak, A., & Brem, A. (2013). A Conceptualized Investment Model of Crowdfunding. *Venture Capital. An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 15(4), p. 337.

L'importance des *business angels* dans le financement des *start-ups* a fortement augmenté ces dernières années, étant donné des difficultés que les entreprises rencontrent pour obtenir du financement au travers d'autres moyens (OCDE, 2011). En effet, à la suite de la crise financière, les banques sont devenues encore plus réticentes à l'octroi de financement aux jeunes entreprises en raison de leur risque élevé et de l'absence de garantie (Wilson et Silva, 2013 cité par Wilson et Testoni, 2014, p. 4). Entre-temps, les *venture capitalists* se sont davantage focalisés sur les investissements à des stades plus avancés, laissant place à un important déficit de financement entre la phase *Seed Capital* et *Early Stage* (Wilson et Testoni, 2014, p. 4). Ce déficit de financement est appelé ***equity gap***, qui se traduit littéralement par « *trou dans le financement en fonds propres* » (Manigart et Witmeur, 2014, p. 10). Cette situation arrive généralement lors de la phase de lancement, lorsque l'entreprise se trouve entre deux propositions de financement, mais qu'elle ne remplit pas les conditions nécessaires pour accéder à l'un ou l'autre financement. D'un côté, les montants recherchés sont trop élevés pour être financés par les *business angels*, qui investissent, individuellement, en moyenne 50.000 euros en Belgique (Rousseau, 2015), et de l'autre côté, les montants sont trop faibles pour susciter l'intérêt des *venture capitalists*, qui ne s'intéressent qu'aux gros investissements (Manigart et Witmeur, 2014, p. 10). Néanmoins, comme le mentionnent Hornuf et Schmitt (2016, p. 16), cet écart qui existe entre les deux premières phases du cycle de vie d'une entreprise pourrait être comblé par le *crowdfunding*. La transition de la phase d'amorçage à la phase de démarrage paraît dès lors l'étape la plus difficile dans le développement d'une *start-up*, puisqu'elle n'est pas assez développée pour se financer par elle-même et puisqu'elle n'est pas assez attrayante pour attirer des investissements de *venture capital* (Tomczak et Brem, 2013, p. 336).

Chapitre 3 : Motivations et risques du *crowdequity*

1. Motivations liées au financement par *crowdequity*

1.1. Du point de vue de l'entrepreneur

Le *crowdequity* est une **source alternative de financement** qui permet à l'entrepreneur de rassembler les fonds nécessaires pour le lancement de son projet (Belleflamme et Lambert, 2014, p. 289). Pour Ramos (2014, p. 51), cette forme de financement permet au porteur de projet d'avoir **accès à du capital à faible coût**. Cependant, selon Agrawal et al. (2014, p. 71), ceci est seulement possible si trois facteurs sous-jacents sont respectés, à savoir une meilleure correspondance, un regroupement (« *bundling* ») et de l'information. Une meilleure correspondance est atteinte lorsque le créateur de projet arrive à rassembler des investisseurs provenant des quatre coins du monde. Ainsi, contrairement aux formes traditionnelles de financement, l'accès au capital n'est pas fortement influencé par la localisation de l'entrepreneur. Le regroupement, quant à lui, consiste en ce que les investisseurs valorisent par exemple l'accès anticipé aux produits, en la reconnaissance pour les potentielles innovations et en la participation dans la nouvelle communauté de supporters. Enfin, l'information additionnelle générée par le *crowdfunding* peut augmenter la volonté des contributeurs à investir dans les projets et par conséquent réduire le coût de capital (Agrawal et al., 2014, p. 71).

Par ailleurs, les campagnes réussies prouvent l'existence d'un marché et d'un intérêt pour le projet. Elles constituent dès lors de réelles preuves **pour l'obtention de financements supplémentaires** auprès d'autres types de financiers comme les *venture capitalists* ou encore les *business angels* (Commission européenne, 2015, p. 9). Gerber et Hui (2013, p. 11) ajoutent que les créateurs de projet sont motivés de **satisfaire un désir d'approbation** à la fois pour eux-mêmes, mais également pour le travail qu'ils ont accompli. Le nombre de supporters et le montant des fonds recueillis sont souvent utilisés pour quantifier la valeur du projet (Gerber et Hui, 2013, p. 11).

Cependant, l'aspect financier n'est pas le seul incitant pour l'entrepreneur. En effet, au travers des plateformes de *crowdfunding*, l'entrepreneur a la possibilité d'attirer l'attention, de tester, d'obtenir des réactions, des *feedbacks* sur des éléments essentiels de son projet ou de son produit avant son lancement (Belleflamme et Lambert, 2014, p. 289 ; De Buysere et al., 2012, p. 13). Les plateformes permettent également de recueillir des idées ou des données d'un très grand nombre de personnes et de comprendre les besoins réels des utilisateurs (Belleflamme et al., 2013, p. 18). Grâce à leur participation, l'entreprise est en mesure de réduire le temps de développement et ainsi le coût de son produit et d'obtenir une meilleure acceptation des potentiels utilisateurs (Schwienbacher et Larralde, 2010, p. 6). Le financement participatif peut donc être un vrai **outil marketing** puisqu'il offre la possibilité de faire connaître le produit, de faire sa promotion et de récolter des informations sur son potentiel. Dès lors, l'information ne permet pas seulement de réduire le coût du capital, mais également d'apporter d'autres avantages au créateur (Agrawal et al., 2014, p. 72).

Kuti et Madarász (2014, p. 357) estiment que le plus grand avantage du *crowdfunding*, de manière générale, est qu'il fonctionne comme les réseaux sociaux. Il facilite la **communication** et la **création de lien direct** entre le porteur de projet et les personnes intéressées. Il a dès lors des implications qui vont au-delà de l'aspect financier en créant une attache émotionnelle entre les deux parties (Gerber et Hui, 2013, p. 10). Or, ce n'est certainement pas le cas pour les *venture capitalists* par exemple (Kuti et Madarász, 2014, p. 357).

De plus, Gerber et Hui (2013, p. 13) soulignent que les entrepreneurs qui ont recours au *crowdfunding* acquièrent de **l'expérience en dehors de leur expertise professionnelle**. Selon une étude des mêmes auteurs, les porteurs de projet qui ont terminé leur campagne étaient motivés de participer à nouveau afin d'améliorer leurs compétences en matière de collecte de fonds, de marketing, de communication, de gestion et de planification financière.

1.2. Du point de vue de l'investisseur

Afin d'augmenter les chances de réussite de leur campagne de collecte de fonds, il est essentiel pour les entrepreneurs de se sensibiliser aux attentes des investisseurs. En effet, les motivations qui poussent les contributeurs à prendre part au financement participatif en capital peuvent affecter la campagne du porteur de projet.

Selon Schrever et al., la raison principale qui motive les investisseurs à avoir recours au financement participatif est qu'ils peuvent par ce biais **soutenir** un projet dans lequel ils **croient** (Schrever et al., 2017). La plupart des supporters investissent dans des projets qu'ils aiment, qui les intéressent ou pour lesquels ils partagent des valeurs communes. Cette motivation à soutenir un projet est renforcée dans le cas du *crowdfunding* sous forme de récompense (Belleflamme & Lambert, 2014, p. 290). Cependant, Agrawal et al. (2014, p. 74) énoncent que la question de savoir si ce comportement persistera dans le cas du financement participatif en capital reste encore ouverte. Néanmoins, ils ajoutent que comme l'accent est mis sur des nouvelles entreprises avec des nouveaux produits, il est fort probable que ce comportement se poursuive.

Les contributeurs sont également stimulés par la **contrepartie** reçue au travers de leur investissement. Elle peut se décliner sous forme de rendement financier, récompense matérielle ou sociale, selon la forme de *crowdfunding* choisie. De Buysere et al. (2012, p. 12) ont tenté de schématiser les motivations en fonction du type de *crowdfunding* (voir *infra*, 'Annexe n°4 : Motivations des investisseurs'). Dans le cadre du *crowdequity*, l'incitant principal est le rendement financier.

Par ailleurs, selon Agrawal et al. (2014, p. 74), les modes de financement traditionnels des *start-ups*, tels que les *business angels* ou les *venture capitalists*, restreignent généralement les investisseurs aux possibilités d'investissement locales. Dès lors, le *crowdequity*, par l'intermédiaire des plateformes, donne accès à des **opportunités d'investissements supplémentaires** qui constituent un avantage tant pour l'investisseur que pour l'entrepreneur.

De plus, ce mode de financement permet aux *crowdfunders* d'investir dans un projet plutôt que dans des entreprises (OCDE, 2015, p. 7). Comme le souligne Boyer et al. (2016, p. 15), les investisseurs cherchent une plus **grande proximité** avec leurs placements. Par le biais du *crowdequity*, ils peuvent dès lors choisir eux-mêmes les projets dans lesquels ils veulent investir et ainsi être plus impliqués dans la gestion de leur épargne. En effet, au travers de cette forme de financement, « *les contributeurs peuvent choisir la destination exacte de leur argent et reprendre le pouvoir sur celui-ci* » (Cieply et Le Nadant, 2016, p. 258).

Les *crowdfunders* sont également encouragés à soutenir un projet afin de bénéficier des **community benefits** qui découlent de leur appartenance à une communauté créée autour d'un projet (Belleflamme et al., 2013, p. 18). En investissant, les contributeurs ont le sentiment de faire partie d'une communauté de personnes spéciales et privilégiées qui partagent des intérêts et des priorités similaires (Hemer, 2011, p. 14 ; Gerber et Hui, 2013, p. 15). De plus, l'étude de Belleflamme et al. (2013, p. 18) met en avant l'importance de créer cette communauté pour faire du *crowdfunding* une alternative viable aux autres modes de financement, tels que les banques, les *business angels* ou encore le *venture capital*.

Enfin, le mécanisme choisi pour la collecte de fonds peut également influencer la décision d'investissement des contributeurs. Tel que décrit précédemment, les entrepreneurs ont le choix entre deux mécanismes, le *All-Or-Nothing* (AON) et le *Keep-It-All* (KIA). Le premier modèle (AON) a l'avantage de rassurer les investisseurs puisque les fonds ne seront versés au porteur de projet, si et seulement si le seuil minimal de financement fixé au début de la campagne est atteint (Belleflamme et al., 2016, pp. 8-9). Ce système a pour objectif de protéger les *crowdfunders*. Le second modèle (KIA) est plus risqué du point de vue de l'investisseur. En effet, quel que soit le seuil atteint au terme de la campagne, les fonds seront versés à l'entrepreneur. Cependant, une charge plus importante est prélevée, lorsque le seuil minimal de financement n'a pas été dépassé (Gerber et Hui, 2013, p. 4). Les deux mécanismes comportent des avantages différents, mais ont tous les deux pour objectif que l'entrepreneur établisse un seuil minimal raisonnable et réalisable.

2. Risques et désavantages liés au financement par *crowdequity*

2.1. Du point de vue de l'entrepreneur

Tout d'abord, il est essentiel que les entrepreneurs prennent conscience du **temps et de l'effort** qu'une campagne de levée de fonds requiert pour qu'elle soit un succès (Manchanda et Muralidharan, 2014). Elle nécessite une grande préparation, un suivi journalier et une interaction constante avec les différents contributeurs. De plus, rien ne garantit son succès (Commission européenne, 2015, p. 10). Il est donc dans l'intérêt des *crowdfundees* de mener à bien leur levée de fonds afin qu'elle ne se transforme pas en perte de temps en cas d'échec.

Cependant, les entrepreneurs doivent faire face à différents **effets externes** qui peuvent naître de leur interaction avec les investisseurs (Belleflamme, 2015).

Le **herding behaviour**, peut, par exemple, survenir lors de la collecte de fonds. Dans ce cas, les potentiels investisseurs prennent en considération les décisions et les caractéristiques des premiers contributeurs (Belleflamme et al., 2015, p. 28). Il est, dès lors, important de rassembler rapidement les premiers sponsors, car comme Belleflamme et al. (2015, p. 29) le soulignent, les projets qui ont la chance de recevoir de l'attention dès le départ ont une plus grande probabilité de succès, même s'ils sont moins méritant (voir *supra*, 4.3. Communication).

L'étude de Li et Duan (2014, pp. 3-4) met en avant deux autres effets. Le premier effet, appelé **positive network externalities**, démontre que les investisseurs sont plus enclins à soutenir un projet qui a déjà attiré un certain nombre de contributeurs. Le second effet, appelé **negative time effects**, indique que la propension à investir des sponsors diminue au fur et à mesure, puisque, selon eux, la probabilité de succès décroît au fil du temps. Lorsque le premier effet domine, les contributeurs sont plus susceptibles d'investir en fin de période, alors que si le second effet domine, les contributeurs sont moins susceptibles d'investir en fin de période. Ces deux effets mettent en exergue l'importance de collecter une masse critique de financement à temps, afin que la campagne de collecte de fonds soit une réussite

à terme (Li et Duan, 2014, p. 27). Cependant, les recherches de Belleflamme et al. (2015, p. 30) laissent entendre que certains investisseurs adoptent plutôt un comportement de **free-riding**. En d'autres termes, ils ne soutiennent pas un projet qui a déjà un grand nombre de participants parce qu'ils estiment que leur support n'est pas indispensable à la réussite du projet.

La **durée de la campagne** a également un impact sur le succès de la collecte de fonds et constitue dès lors un risque pour l'entrepreneur. Cet aspect ayant déjà été développé dans le point 5.3. Communication, il ne sera plus repris ci-après.

Par ailleurs, le *crowdfunding* expose l'idée à un grand nombre d'individus, ce qui rend la **propriété intellectuelle publique**. Dès lors, il est aisé pour les concurrents de copier le projet (Commission européenne, 2015, p. 10). L'**imitation** est le facteur le plus dissuasif à l'utilisation de ce mode de financement en comparaison aux autres sources de capitalisation, particulièrement entre la période de levée de fonds et le lancement du produit (Agrawal et al., 2014, p. 75). Le risque est d'autant plus important dans le cas du *crowdequity*, puisque les entrepreneurs doivent divulguer leur stratégie, leurs potentiels clients, leurs employés, leurs coûts ainsi que leur produit ou leur service (Agrawal et al., 2014, p. 75).

Une dernière contrainte exposée dans ce paragraphe concerne la **gestion des investisseurs**. En effet, comme l'indique la plateforme Spreds (2018), multiplier le nombre de contributeurs équivaut à multiplier le nombre d'interlocuteurs. De plus, ces derniers ne détiennent qu'une faible part de capital et l'aide apportée par la plateforme au terme de la campagne est limitée (Mejri et al., 2018, p. 40). Néanmoins, certaines plateformes, telles que Spreds (2018) regroupent l'ensemble des souscriptions et investissent en une fois le montant total de la levée de fond dans l'entreprise. Ceci permet de garder un seul investisseur supplémentaire, un interlocuteur unique et une communication simplifiée.

Par ailleurs, comme le soulignent à juste titre Mejri et al. (2018, p. 40), les investisseurs ainsi que les plateformes n'ont **pas un rôle aussi actif** que dans le cas du capital-risque ou des *business angels*.

2.2. Du point de vue de l'investisseur

Les investisseurs font face au problème d'**information asymétrique**. Celui-ci se décline sous deux formes : le problème d'informations cachées et le problème d'actions cachées.

Le problème d'**informations cachées**²⁷ apparaît lorsque le contributeur n'a pas accès à toute l'information nécessaire pour estimer correctement les chances de succès des campagnes proposées (Belleflamme et al., 2015, p. 19). Ce phénomène de **sélection adverse** peut engendrer un cercle vicieux et mettre en péril l'existence de certaines plateformes. Si les sponsors s'attendent à une qualité plus faible des projets, ils auront tendance à investir des montants plus faibles. Les entrepreneurs vont dès lors revoir à la baisse leur objectif de financement et seuls les projets de basse qualité seront encore disponibles sur les plateformes. De nouveau, en fonction du niveau de qualité des projets, les sponsors vont revoir leurs attentes à la baisse et ainsi de suite (Belleflamme, 2015). Afin de résoudre ce problème d'asymétrie, une première solution serait d'inclure des investisseurs professionnels aux côtés des investisseurs plus novices (Belleflamme, 2015). En effet, les *venture capitalists* et les *business angels* effectuent régulièrement des vérifications afin d'évaluer la valeur potentielle de l'entreprise. Cela peut être très coûteux en termes de temps et de ressources. Néanmoins, les preuves montrent que la *due diligence* est un facteur déterminant dans l'atteinte de rendement (Wiltbanks et Boeker, 2007, cité par Wilson et Testoni, 2014, p. 7). Cette dépense est dès lors justifiée par la taille des investissements. Cependant, les *crowdinvestors* investissent des montants plus faibles. Ils ont donc moins d'intérêt d'effectuer une démarche de *due diligence* et n'ont probablement pas l'expérience ni les compétences nécessaires pour faire ce genre d'évaluation (Wilson et Testoni, 2014, p. 7).

C'est là que le concept de la « preuve sociale », également appelé la « sagesse de la foule » intervient. Comme le définissent Cieply et Le Nadant (2016, p. 259), ce principe « 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

²⁷ Également appelé "sélection adverse"

peuvent pas tous se tromper ». Alors que certains ont un avis plutôt négatif, comme par exemple Giudici et al. (2012, p. 12) qui se demandent, si l'intelligence collective permet vraiment de mieux sélectionner les projets ou encore Cieply et Le Nadant (2016, pp. 259-260) qui estiment que c'est une « *forme de persuasion qui provoque une adhésion automatique et donc non réfléchie de la part des individus* », d'autres ont un avis plutôt positif. Ramos (2014, p. 7) ainsi que Schwienbacher et Larralde (2010, p. 12) estiment que la foule peut parfois être plus efficace que quelques investisseurs professionnels, car, comme Surowiecki (2004) le stipule, les investisseurs sont plus intelligents en groupe que tout seul. Par ailleurs, Kim et Viswanathan (2014, cité par Lukkarinen et al., 2016, p. 4) constatent que les investisseurs moins expérimentés sont fortement influencés par les décisions d'investissement d'experts.

Le *crowdequity* engendre donc un **risque opérationnel plus élevé** que dans un cadre de gré à gré. Néanmoins, la plupart des plateformes effectuent une démarche de *due diligence* avant de présenter les projets aux contributeurs pour diminuer ce risque (Cieply et Le Nadant, 2016, p. 260).

Concernant le risque **d'actions cachées**, également appelé le **hasard moral**, il se produit lorsque les investisseurs ne sont pas à même de contrôler comment les entrepreneurs vont utiliser les fonds récoltés, à savoir s'ils vont réellement réaliser leur projet et délivrer les contreparties (Belleflamme et al., 2015, p. 19).

Le risque de **fraude** découle du problème d'actions cachées. Contrairement au *venture capital* ou au *angel investing*, les investisseurs n'ont pas de contact personnel avec l'entrepreneur, ni toutes les informations nécessaires pour avoir une réelle connaissance du projet. La distance géographique entre l'entrepreneur et l'investisseur empêche le contributeur de garder un œil sur le projet (De Buysere et al., 2012, p. 15). Cependant, Ramos (2014, p. 23) déclare que la fraude est rare et que le réel problème est au niveau des retards de livraison des contreparties. Les investisseurs des plateformes de *crowdfunding* sont souvent trop optimistes quant à la capacité des entrepreneurs à tenir leurs promesses. Il ne faut, en effet, pas oublier que les créateurs de projet ont pour la plupart que très peu d'expérience (Agrawal et al., 2014, pp. 76-77).

Une autre limite à laquelle les investisseurs en *crowdequity* font face est le **problème de liquidité**. L'accès au capital pour les *start-ups* reste très limité, en particulier pour les fonds propres. Il est dès lors difficile pour les *start-ups* de trouver d'autres possibilités de financement ou de fournir des solutions de sortie aux investisseurs (De Buysere et al., 2012, p. 16 ; Kuti et Madarász, 2014, p. 359). De plus, il n'existe pas de marché secondaire organisé pour le *crowdfunding par equity*.

Afin de diminuer leur risque, la plupart des *venture capitalists* et des *business angels* adoptent une stratégie de **diversification** en investissant dans un portefeuille de sociétés. Les *equity crowdfunders* ont la possibilité d'appliquer cette même stratégie grâce aux plateformes qui proposent différents projets. Cependant, comme exposé plus haut, le non-professionnalisme de certains investisseurs les poussent à concentrer leurs investissements dans une seule entreprise, ce qui est très risqué (Wilson et Testoni, 2014, p. 8). A cet égard, une étude menée par la plateforme Seedrs (2014) montre que 41% des contributeurs ne détiennent qu'une seule société dans leur portefeuille.

Enfin, les projets et les entreprises en phase de démarrage sont naturellement très risqués. De nombreuses causes d'échec existent. Elles vont au-delà de l'asymétrie de l'information, de l'inexpérience des entrepreneurs et de la fraude (Agrawal et al., 2014, p. 77). Comme le souligne la plateforme Spreds²⁸ (2018), investir est toujours une prise de risque. Cependant, les plateformes offrent l'accès à une autre catégorie d'investissement qui n'était auparavant accessible qu'aux investisseurs professionnels.

²⁸ Anciennement appelé MyMicroInvest

Chapitre 4 : Analyse qualitative

Dans les chapitres précédents, nous avons présenté le *crowdfunding* en général et plus spécifiquement le *crowdequity*. Nous avons également présenté un aperçu et une comparaison des différents moyens de financement par *equity* pour une *start-up* et tenté de comprendre les motivations ainsi que les risques liés au financement participatif en capital. Cette dernière partie a pour objectif de tester différentes hypothèses qui ont été dégagées au travers des chapitres précédents et qui sont en lien avec les deux questions de recherche exposées dans l'introduction.

1. Méthodologie

Afin de pouvoir tester différentes hypothèses, une **étude qualitative** a été menée. La méthode qualitative nous a semblé être l'approche la plus appropriée, étant donné que l'information et les données ont pu être recueillies de manière plus détaillée. En effet, ces informations subjectives permettent d'avoir un aperçu plus approfondi sur le sujet. Une analyse quantitative ne nous a pas semblé pertinente dans le cadre de ce travail, puisque ce dernier ne teste pas de théorie, ne recherche pas de validité externe et n'est pas un travail prédictif ou causal (Thiétard, 2003, pp. 94 – 102, cité par Lejeune, 2013, p. 5).

Diverses **start-ups**, qui se sont financées par **crowdequity** en **Belgique**, ont été interrogées. Ces dernières ont été sélectionnées sur des plateformes proposant un financement par *crowdequity*. Il est à noter que toutes les *start-ups* interrogées se sont financées auprès de la même plateforme Spreds. En Belgique, Spreds est la plateforme de référence en termes de financement participatif en capital.

Les données qualitatives ont été récoltées au moyen d'**entrevues semi-directives** avec les fondateurs des différentes *start-ups* ainsi qu'avec un collaborateur travaillant chez Spreds. Au fil des entretiens, des questions ouvertes ont été formulées afin d'éviter une certaine rigidité et une orientation des réponses et afin de donner une certaine liberté à la personne interviewée. Le face-à-face a été privilégié dans le but d'avoir un contact direct avec

l'interlocuteur et afin de mieux cerner ses réactions. Néanmoins, par manque de temps, deux personnes ont préféré mener un entretien téléphonique. Les entrevues ont chacune duré entre 30 minutes et 1 heure en fonction de la disponibilité de chacun des intervenants ; elles ont été enregistrées et retranscrites mot à mot (voir *infra*, Annexe n°7 à 14). Chaque personne interrogée a eu la liberté de garder l'anonymat ou de supprimer certains passages de l'interview afin que certaines données restent confidentielles.

Le tableau ci-après reprend des informations relatives aux personnes interviewées ainsi que certaines caractéristiques de leur société.

Tableau n°3 : Informations concernant les personnes interrogées

Répondant	Nom de la société	Personne interrogée	Fonction de la personne interrogée	Secteur d'activité	Phase pendant laquelle la start-up s'est financée par <i>crowdequity</i>
Répondant A ²⁹	Anonyme	Anonyme	Fondateur	Anonyme	Phase d'amorçage
Répondant B	Europea Residences	Yann Le Metayer	Fondateur	Tourisme	Phase de croissance
Répondant C	Shiftmeapp	Michael Leidensdorf	Co-fondateur	IT	Phase de lancement
Répondant D ³⁰	Anonyme	Anonyme	Co-fondateur	IT	Phase de croissance
Répondant E	Opinum	Mark Turcksin	Co-fondateur	Environnement	Phase de croissance
Répondant F	Qiqo	Amaury Timmermans	Co-fondateur	<i>Food and beverage</i>	Phase de lancement
Répondant G	Full of Good	Mathieu Verhaeghe	Co-fondateur	<i>Food and beverage</i>	Phase de lancement
Répondant H	Spreds	Sébastien Commeyne	<i>Head of Issuers</i>	Plateforme de <i>crowdequity</i>	-

Comme mentionné précédemment, toutes les sociétés précitées ont procédé à une campagne de *crowdfunding* par le biais de la plateforme Spreds. Dès lors, pour une meilleure compréhension, les étapes qu'ont dû franchir les entrepreneurs pour faire une levée de fonds par cette plateforme sont expliquées ci-dessous.

^{19,20} Les répondants n'ont pas souhaité être cités et leur anonymat a été respecté.

Tout d'abord, chaque projet est sélectionné soigneusement par la plateforme sur base de critères objectifs établis afin de proposer uniquement les projets les plus attractifs et les plus prometteurs. Une fois le projet sélectionné, la campagne *crowd*, qui se déroule en deux étapes, est préparée. La première partie de la campagne se fait de manière privée afin de susciter de l'intérêt (Spreds, 2018c). En effet, il est important de récolter une certaine somme avant de mettre le projet en ligne, puisque, tel qu'expliqué auparavant (voir *supra*, Chapitre 3 : Motivations et risques du *crowdequity*), les potentiels investisseurs se laissent influencer par les montants qui ont déjà été levés. Lorsque les fonds récoltés ont atteint le seuil prédéfini, la campagne devient publique et l'entrepreneur démarre alors la deuxième partie. Cette dernière est dès lors accessible à tout le monde. Spreds recommande aux entrepreneurs d'accompagner cette phase d'une campagne de communication afin d'augmenter les chances de réussite. En cas de succès, au terme de la campagne, les fonds sont investis via la structure intermédiaire de Spreds, Spreds Finance SA (Spreds, 2018c). Cette structure permet à l'entrepreneur de n'avoir qu'un seul interlocuteur qui représente l'ensemble des investisseurs du *crowd*. Les investisseurs « détiennent des notes participatives de Spreds Finance qui représentent leur placement » (Spreds, 2018b) et ils ne constituent dès lors pas des actionnaires directs. Néanmoins, afin de bénéficier des fonds récoltés pendant la campagne *crowd*, une dernière exigence doit être accomplie par l'entrepreneur. Celui-ci est dans l'obligation d'obtenir au minimum un investisseur professionnel qui investit directement dans la société. De cette manière, Spreds Finance SA peut mandater le co-investisseur³¹ à la gestion des participations des *crowdfunders* (Spreds, 2018a). Cette structure permet également de garantir aux investisseurs du *crowd* les mêmes conditions que celles octroyées aux investisseurs professionnels.

Il est à noter que ce mode de fonctionnement est propre à la plateforme Spreds, ce qui implique que certains avantages et aspects dégagés dans le point suivant sont uniquement pertinents pour les *start-ups* qui ont réalisé leur levée de fonds auprès de la plateforme susmentionnée.

³¹ « Un Co-Investisseur est une personne ou un groupe de personnes de type Business Angel (ou Venture Capital) qui investit un montant significatif dans le tour de financement de l'entreprise » (Spreds, 2018a).

2. Analyse des données et hypothèses

Après avoir interrogé différentes *start-ups* qui se sont financées par *crowdequity*, la présente partie tente d'apporter des éléments de réponse aux deux questions de recherche exposées dans l'introduction, à savoir :

- Pourquoi les *start-ups* choisissent-elles d'utiliser le *crowdequity* pour se financer ?
- Le *crowdequity*, est-il plutôt un complément ou un substitut par rapport aux autres sources de financement par *equity* ?

Afin de couvrir les différents aspects liés à ces questions, une série d'hypothèses a été formulée. Pour chacune d'elles, un lien avec la partie théorique a été établi. La théorie a ensuite été confrontée aux diverses opinions exprimées par les personnes interrogées.

2.1. Avantages et désavantages du financement par *crowdequity*

Afin de comprendre pourquoi les entrepreneurs ont opté pour le *crowdequity* comme mode de financement, il nous a semblé judicieux de les interroger par rapport aux raisons qui ont orienté leur choix. Nous les avons dès lors questionnés sur les avantages et sur les désavantages qu'ils ont associés au financement participatif et nous avons posé l'hypothèse ci-dessous.

H₁ : Le *crowdequity* est le plus souvent choisi pour les avantages qu'il offre en plus par rapport aux autres modes de financement par *equity*.

Dans le but de répondre au mieux et de la manière la plus complète, nous avons structuré les réponses des entrepreneurs en fonction des différents aspects évoqués dans la partie théorique.

2.1.1. Source alternative de financement

Comme expliqué dans la section dédiée aux motivations relatives à l'utilisation du *crowdequity*, certains auteurs présentent ce dernier comme une solution alternative aux financements plus « classiques, qu'ils soient intermédiés (banques, capital-risque) ou non

intermédiés (*business angels* ou marchés) » (Cieply et Le Nadant, 2016, p. 256). A cet égard, les opinions exprimées par certains intervenants sont reprises ci-après.

Ainsi, l'intervenant A, qui s'est financé par *crowdequity* en 2013, explique qu'il a eu recours à ce mode de financement "pour son côté nouveau, innovant". Selon lui, la crise de 2008 était encore très présente et le financement participatif s'avérait un bon moyen pour **contourner les banques**. Le *crowdequity* lui a donc permis de récolter des fonds par le biais d'un **système parallèle**.

Pour Amaury Timmermans (Qiqo), le *crowdfunding* par *equity* représente plutôt une **source de capital additionnelle** car, selon lui, il importe d'avoir également des fonds en provenance d'investisseurs professionnels, tels que les *BAs*. Toutefois, le *crowdequity* comporte, à ses yeux, une série d'avantages qu'il ne retrouve pas dans d'autres modes de financement. Ceux-ci ont été évoqués par d'autres répondants et seront exposés ci-après. Par exemple, selon Sébastien Commeyne (Spreds), le *crowdequity* offre aux *start-ups* une **combinaison entre un outil marketing** qui permet d'augmenter la notoriété du produit, du service **et de l'argent rapide**.

Le fondateur de Europea Residences, Yann Le Metayer, est du même avis. Cependant, il précise que l'argent levé au cours d'une campagne de financement par *crowdequity* n'est pas l'aspect le plus important, eu égard aux montants levés qui sont très faibles. Pour lui, le financement participatif en capital n'est pas seulement « une façon rapide d'avoir de l'argent, mais aussi une **façon rapide d'avoir des ambassadeurs** ». Il considère en effet qu'il est important de bien utiliser les investisseurs, qui peuvent être de potentiels clients ou de potentiels apporteurs d'affaires.

Quant à Mark Turcksin (Opinum) et à Michael Leidensdorf (Shiftmeapp), ils n'ont pas choisi de se financer par *crowdequity*. Pour bénéficier de fonds de Inventures, une des conditions était de souscrire à une campagne de financement participatif auprès de Spreds. Cette campagne leur a dès lors permis de **bénéficier de divers avantages** liés au financement participatif.

2.1.2. Accès à du capital à faible coût

Dans la partie théorique, nous avons exposé que, selon Agrawal et al. (2014, p. 71), trois conditions doivent être remplies afin de bénéficier du capital à plus faible coût. Nous constatons que ces conditions (une meilleure correspondance, informations, regroupement) n'ont pas été évoquées par les intervenants. En revanche, **la commission prélevée par la plateforme** ainsi que **la valorisation obtenue pour leur projet** jouent un rôle lorsqu'ils qualifient le capital comme étant à faible coût.

Dans ce sens, le répondant A estime que le *crowdequity* **n'est pas du capital à plus faible coût** compte tenu de la **commission prélevée** par la plateforme utilisée pour la campagne. Toutefois, le répondant A précise que les prestations de qualité fournies par l'intermédiaire (respect des dispositions légales, suivi par des professionnels travaillant dans l'équipe de la plateforme, ...) ont un prix et qu'elles justifient certainement une partie de la commission payée à la plateforme. Ce point de vue est partagé par le fondateur de *Full of Good* qui considère aussi que la commission retenue par la plateforme est élevée au vu des montants récoltés, ce qui à ses yeux rend ce mode financement **plus cher que d'autres sources de financement par equity**.

En ce qui concerne la **valorisation**, il est particulièrement intéressant de relever un point mis en avant par Yann Le Metayer (Europea Residences). Comme expliqué auparavant, une des conditions nécessaires pour obtenir les fonds récoltés auprès de la foule par le biais de la plateforme Spreds est l'apport de financements par des investisseurs professionnels. Dans le présent cas, le répondant avait conscience que les *business angels* auxquels il allait devoir faire appel par la suite allaient essayer de renégocier à la baisse la valorisation de l'entreprise. C'est pourquoi Yann Le Metayer (Europea Residences) a dans un premier temps établi une valorisation plus élevée, sachant qu'un investisseur du *crowd* qui investit au maximum 1.000 € ne va pas renégocier la valeur retenue. Il s'est ensuite servi de **l'acceptation** de cette **valorisation par le crowd** comme argument pour **augmenter la valeur de sa société** lors des négociations **avec les business angels**. Finalement, les investisseurs et le fondateur se sont accordés sur une valorisation plus basse que celle prévue initialement pour le *crowd*, mais plus élevée que celle estimée par les investisseurs professionnels. Cette nouvelle valorisation a dès lors bénéficié au fondateur qui par ce biais a pu octroyer des

parts plus faibles aux *business angels* et aux investisseurs de Spreds dont les parts ont été augmentées. Il estime que la valorisation obtenue lui a permis de **bénéficier du capital à plus faible coût**. Le répondant D partage le point de vue selon lequel le *crowd* a permis d'obtenir une valorisation plus élevée. Selon lui, celle-ci compense largement les frais encourus lors de la campagne car le fondateur a pu se servir du « ***proof of concept*** » financier qui a été donné par la foule auprès des autres investisseurs. *A contrario*, Michael Leidensdorf (Shiftmeapp) ainsi qu'Amaury Timmermans (Qiqo) estiment que le *crowdequity* n'est **pas du capital à plus faible coût** puisque pour eux ce n'est pas le *crowd* qui **détermine la valorisation**, mais bien les **investisseurs structurés**.

Après avoir discuté les différents points de vue des entrepreneurs, nous reprenons ci-après l'avis de la plateforme Spreds. La personne interrogée travaillant chez Spreds affirme qu'une multitude d'investisseurs engendre forcément un coût plus élevé et plus de frais de gestion que lorsqu'on fait appel à un seul investisseur. Le coût lié au financement participatif en capital est donc plus élevé. Cependant, le répondant précise qu'il faut également prendre en compte l'avantage principal que procure le financement participatif, à savoir l'effet marketing. A cet égard, il se réfère à une étude qui a révélé que l'organisation d'une campagne de marketing qui veut atteindre un certain nombre de personnes coûte très cher. Il conclut que le financement participatif qui permet de **combiner la levée de fonds avec l'effet marketing** (l'effet multiplicateur du bouche-à-oreille) n'est **pas si onéreux en fin de compte**.

2.1.3. Approbation du projet

Tel que présenté dans la partie théorique, la réussite de la campagne de collecte de fonds prouve l'existence d'un marché et d'un intérêt pour le projet. Ce succès constitue également une preuve pour l'obtention de capital auprès d'autres investisseurs.

Dans le même sens, Michael Leidensdorf, fondateur de Shiftmeapp, déclare que l'utilisation du *crowdfunding* par *equity* est intéressante au-delà de l'aspect financier puisqu'elle a permis de **vérifier** s'il y avait une bonne **compréhension du projet** ainsi qu'un **intérêt suffisant** du grand public. Les fonds ayant été récoltés en 5 jours, et donc dans un délai extrêmement court, le *crowdequity* s'est avéré être une **validation supplémentaire** pour la

start-up. Dans le chapitre consacré aux motivations et risques du *crowdequity*, Gerber et Hui (2013, p. 11) retiennent seulement le nombre de participants et les montants levés comme étant des éléments essentiels pour la quantification du projet. Michael Leidensdorf rajoute que le laps de temps au cours duquel les fonds sont récoltés est un autre aspect à prendre en considération.

Yann Le Metayer (Europea Residences), dont le projet avait déjà été approuvé par certains clients avant la campagne, met en exergue qu'au travers du *crowdfunding*, il a pu bénéficier d'une plus grande **crédibilité auprès d'investisseurs plus professionnels**, tels que des *business angels*. Pour lui, il faut en règle générale deux choses afin d'être crédible : premièrement, avoir un bilan positif, et deuxièmement, des fonds. "Les gens sont attirés par de l'argent, surtout ceux qui en ont". En d'autres termes, grâce aux fonds récoltés dans le cadre du financement participatif, d'autres investisseurs ont eu davantage confiance et ont été prêts à soutenir son projet. Le répondant D, qui a souhaité resté anonyme, explique, lui aussi, que, comme dans le cas de Yann Le Metayer (Europea Residences), son projet avait déjà été approuvé avant d'avoir eu recours au *crowdfunding* et qu'il espérait recevoir une validation financière du *crowd* afin de pouvoir convaincre d'autres investisseurs par la suite.

A contrario, le fondateur de Qiqo évoque que le *crowdequity* ne lui a pas servi au niveau de l'approbation de son projet. Il énonce que **lorsqu'on fait appel au crowdequity**, il faut **déjà avoir recueilli l'approbation** afin de pouvoir davantage **convaincre la foule** et les investisseurs professionnels. Selon lui, le financement participatif par récompense est plus approprié lorsqu'il s'agit d'obtenir une validation d'un projet. En effet, ce mode de financement est utilisé à un stade antérieur, compte tenu du fait que les *crowdfunders* reçoivent souvent le produit en échange de leur apport, ce qui permet au porteur de projet d'obtenir une première approbation. En l'occurrence, le répondant explique qu'il était à un **stade plus avancé** qui ne nécessitait plus l'approbation de la foule.

En revanche, l'intervenant A, qui est la seule société interrogée à avoir lancé sa campagne durant la phase d'amorçage, affirme que le financement participatif en capital lui a aussi été **utile pour recueillir l'approbation de la foule**. En effet, grâce au succès rencontré lors de la

récolte, il a réalisé l'intérêt des investisseurs et la véritable émulation qui existait autour de son produit.

Sébastien Commeyne (Spreds) déclare qu'au départ, de nombreuses *start-ups* s'adressaient à la foule dans le but d'obtenir une approbation de leur projet. Toutefois, depuis quelque temps, de plus en plus d'entrepreneurs ont déjà obtenu une forme d'approbation avant de contacter la plateforme. Eu égard qu'il s'agit d'un financement par capital, les *start-ups* ont réalisé qu'il était plus **important d'arriver avec une approbation déjà acquise** et de se concentrer sur la récolte des fonds que d'essayer d'obtenir l'acceptation au cours de la campagne.

2.1.4. Outil marketing

Rappelons ce que certains auteurs ont précisé par rapport à la fonction marketing du financement participatif, à savoir qu'il permet d'augmenter la visibilité, de promouvoir le projet, de récolter des réactions et des *feedbacks*. Analysons dès à présent l'avis des répondants.

D'après le fondateur de la société A, **l'outil de marketing constitue l'un des avantages principaux du financement participatif**. La société a exploité ce potentiel de manière particulière. Il a été demandé aux *crowdfunders* de rendre visite à des pharmacies et de les interroger sur la connaissance de leur produit. Les *crowdfunders* se sont dès lors livrés à une sorte de concours concernant le nombre de pharmaciens visités. Le financement par *crowdequity* a donc permis **d'avoir de réels ambassadeurs** pour la marque et **d'utiliser à bon escient la communauté d'investisseurs**.

Le fondateur de Shiftmeapp, quant à lui, considère que le *crowdequity* n'est pas réellement un outil de marketing, mais plutôt un outil de crédibilité. A cet égard, il précise qu'il opère dans un environnement B2B, ce qui explique son point de vue. Il ne nie toutefois pas l'utilité en termes de marketing pour une entreprise qui travaille dans un environnement B2C.

Mark Turcksin (Opinum) ne souhaitait pas forcément organiser une campagne de financement participatif, mais cela était une condition nécessaire pour obtenir des fonds de

la part d'Inventures. Bien que le choix du *crowdfunding* n'a pas été délibéré, le fondateur considère que celui-ci offre une bonne opportunité pour sa société, notamment en termes de marketing. En effet, ce mode de financement a permis au répondant (Opinum) de **communiquer autour de son produit** afin de le **faire connaître** et d'augmenter sa visibilité.

Mathieu Verhaeghe (Full of Good) explique que sa société a eu l'opportunité d'organiser une campagne de *crowdfunding live*. Lors de cette session, il a pu présenter son produit de manière directe à plus de 200 personnes, parmi lesquelles figuraient notamment des journalistes. La séance avait été précédée de 3 semaines de campagne en ligne. Cette soirée a été un point d'orgue dans la campagne de collecte de fonds et a contribué à augmenter sa visibilité. Ce **contact direct** avec les investisseurs a facilité l'**interaction** avec les investisseurs qui ont pu poser des questions, donner un *feed-back*, suggérer des pistes de distribution, etc. L'intervenant met en évidence que toutes ces activités, qui ont été menées autour du produit, le crédibilisent. En effet, si l'investisseur « *google* » le produit, il peut se rendre compte de tout ce qui a été publié et posté sur internet par rapport au projet et cela lui donne une plus grande confiance.

La personne interviewée de chez Spreds explique que la plateforme permet de communiquer avec les investisseurs dans une certaine mesure, mais que le fondateur ne reçoit pas les adresses mail des *crowdfunders* pour des raisons liées à la protection des données et parce que la plateforme essaye de faire attention à ce qu'elle ne soit pas contournée. Bien qu'il y ait une **communication**, celle-ci est **limitée**.

2.1.5. Communauté

Dans le chapitre 3, lié aux motivations et aux risques de l'utilisation du *crowdequity*, certains auteurs comparent le fonctionnement d'une plateforme de *crowdfunding* à celui d'un réseau social. Le porteur de projet a, par ce biais, la possibilité d'entrer en communication et de créer un lien direct avec ses investisseurs.

Pour Yann Le Metayer (Europea Residences), il importe de bien utiliser les investisseurs car ils peuvent être de potentiels clients ou des prescripteurs. Le fondateur regrette de ne pas avoir pleinement profité des investisseurs qui vivent à côté de chez lui, qui auraient pu

parler de sa société et qui auraient pu « créer des liens professionnels ». Néanmoins, il ajoute que la plateforme Spreds refuse que les entreprises entrent directement en contact avec les investisseurs. Elles sont obligées de passer par la plateforme pour pouvoir communiquer avec eux, ce qui **ne facilite donc pas le développement d'une réelle communauté** autour de leur projet.

Amaury Timmermans (Qiqo) souligne que le *crowdequity* est très utile pour un produit de consommation parce que les **investisseurs deviennent également des ambassadeurs**. Ainsi, à la suite de sa campagne, l'entreprise a envoyé des boîtes de son produit aux investisseurs afin qu'ils puissent faire découvrir leur produit, le partager et le faire goûter à d'autres personnes. Le répondant conclut que lorsqu'on travaille avec un produit de consommation, il est bon d'avoir une **grande base d'investisseurs** qui peuvent aider à **promouvoir la marque**. Concernant le contact qu'il entretient avec les investisseurs, le fondateur de Qiqo signale qu'un courriel par trimestre leur est envoyé, mais qu'ils n'ont **pas de contact direct** avec eux, tel qu'ils ont avec les autres investisseurs.

Le répondant D reconnaît **l'importance et l'intérêt de créer une communauté**, bien qu'il n'en ait pas encore constituée actuellement. Il réalise le rôle important que peuvent jouer les ambassadeurs et a bien l'intention d'en profiter à l'avenir.

Pour Mark Turcksin (Opinum), la communauté lui a permis d'accéder à un **réseau de contact supplémentaire**. Mathieu Verhaghe (Full of Good) partage ce point de vue car il a pu trouver son investisseur de référence grâce au financement participatif. Il dit que le financement participatif ne présente pas seulement l'avantage de pouvoir constituer une **communauté**, mais qu'il permet de **nouer des contacts**, notamment avec d'autres investisseurs, dont un est devenu le financeur principal de son projet.

2.1.6. Autres avantages

Yann Le Metayer (Europea Residences) mentionne un autre avantage lié au financement participatif en capital, à savoir « la **dilution des investisseurs** ». En effet, de manière délibérée, il souhaitait avoir plusieurs petits investisseurs afin qu'il n'y en ait pas un qui ait plus de pouvoir qu'un autre. Une des raisons qui l'a également poussé à avoir recours au

crowdequity est que les *crowdfunders* ont un rôle plutôt passif et n'interviennent pas au niveau du conseil d'administration. Cet aspect est en lien avec l'avantage mentionné par Michael Leidensdorf (Shiftmeapp) qui est propre à la structure établie par Spreds. En effet, la plateforme regroupe et représente l'ensemble des petits investisseurs par une seule personne. Les petits investisseurs n'ont **pas de participation directe** dans la société dans laquelle ils ont investi, mais sont représentés par une personne au sein du conseil d'administration de l'entreprise. Ceci évite à cette dernière de devoir gérer un grand nombre de petits actionnaires.

Marc Turcksin (Opinum) relève deux autres points importants qui peuvent s'avérer déterminants lors du choix de l'entrepreneur pour le *crowdequity*. Celui-ci est **moins compliqué sur le plan administratif** puisque les conventions d'actionnaires ne font pas l'objet de longues négociations, comme cela peut être le cas pour les investisseurs plus qualifiés. Le financement participatif en capital permet donc de **lever des fonds plus rapidement**. Un autre élément soulevé par le répondant est **l'absence des investisseurs dans le conseil d'administration** de la société. Monsieur Turcksin (Opinum) estime que si une société n'a pas envie d'être dérangée par ses investisseurs pendant le conseil d'administration, elle fait bien d'opter pour un financement par le *crowd*. Dans le même sens, Sébastien Commeyne (Spreds) nous fait comprendre que l'objectif de leur structure de représentation des investisseurs est d'éviter que l'entrepreneur doive s'occuper et gérer un grand nombre d'investisseurs, ce qui l'empêcherait d'atteindre son but premier, à savoir gérer son entreprise. Cependant, Marc Turcksin (Opinum) reconnaît que **d'autres sociétés veulent bénéficier de personnes ayant de l'expérience et de l'expertise** dans le domaine d'activités. Celles-ci auront dès lors tendance à se tourner vers les *business angels*, qui les aideront à développer leur projet. Enfin, à titre de comparaison, le répondant signale encore que si une société se tourne vers des *venture capitalists*, elle sera confrontée à d'autres exigences, compte tenu des montants plus élevés mis à sa disposition.

En outre, le fondateur de Shiftmeapp estime que les démarches à effectuer par les entrepreneurs sont très bénéfiques pour eux. Elles les **obligent à se structurer**, à rédiger des documents et **à se poser les bonnes questions**, ce qui est particulièrement utile pour de jeunes entrepreneurs.

2.1.7. Désavantages

Tel que présenté dans la partie sur les risques liés au financement participatif, le *crowdfundee* est confronté à une série de désavantages : une grande charge de travail qui prend un temps considérable, des effets externes qui influencent la décision d'investissement des contributeurs, l'accès du public à sa propriété intellectuelle qui augmente le risque d'imitation, la gestion des investisseurs et le rôle passif qu'ils remplissent.

Quant aux répondants et à leurs réactions relatives à la question liée aux désavantages, l'intervenant A identifie la **limite de levée de fonds imposée par la législation belge** comme étant un des plus grands inconvénients. A cet égard, il est à noter que le répondant A se réfère à la législation en vigueur en l'année 2013 pendant laquelle sa levée a été effectuée. Selon la législation en question, le seuil en deçà duquel il ne fallait pas rédiger de prospectus était de 100.000 euros. Par conséquent, une fois que la somme recueillie s'approchait des 100.000 euros, certains investisseurs, qui ont réagi un peu tard, n'avaient plus la possibilité de contribuer à la collecte de fonds. Pour le répondant, il est regrettable de se trouver face à une telle limite, alors qu'il **aurait pu rassembler davantage de fonds**. Cet aspect a également été mentionné par le répondant G (Full of Good).

Par ailleurs, le répondant A estime qu'une campagne de *crowdequity* ne peut pas être prise à la légère car elle représente une **lourde charge de travail**. Ainsi, au départ, les *crowdfundees* ne se rendent souvent pas compte de la quantité des données qui doivent être rentrées de façon spécifique sur la plateforme. Le répondant B (Europea Residences) partage également ce point de vue concernant la **contrainte de temps**, lorsqu'il dit que pendant toute la période de levée de fonds, il n'a pas pu faire "avancer son *business*". L'intervenant D ajoute lui aussi qu'"il ne faut pas sous-estimer le travail qui est nécessaire pour obtenir une bonne campagne de *crowd*". Il souligne que la préparation ainsi que la multitude de documents à fournir demandent beaucoup de temps et d'énergie. Amaury Timmermans (Qiqo) est du même avis, mais mentionne tout de même que le **résultat est proportionnel aux efforts fournis**. Mathieu Verhaeghe (Full of Good), quant à lui, a un jugement plutôt positif sur la charge de travail à fournir car pour lui, c'est très bénéfique

pour une *start-up* de pouvoir mettre au point un ensemble de documentations. Selon l'intervenant A, la charge de travail est bien moindre lorsqu'on sollicite un prêt bancaire. Néanmoins, ces propos sont à nuancer car le fondateur A compare le financement participatif en capital au prêt bancaire, alors que Mark Turcksin (Opinum), lorsqu'il fait une comparaison du **crowdequity** avec les **BAs** ou les **VCs**, estime que la **charge de travail** est plus ou moins **équivalente, voire moindre**. Sébastien Commeyne (Spreds) explique que les documents à fournir par l'entrepreneur sont moins importants que ceux demandés par les **BAs** et les **VCs** qui prennent une décision d'investissement pour eux-mêmes. Ceci s'explique par le fait que Spreds n'exige que ce qui est nécessaire pour que les petits investisseurs puissent prendre leur décision d'investissement.

Mathieu Verhaeghe (Full of Good) évoque également une autre contrainte à laquelle il a dû faire face, à savoir le **risque d'imitation**. Afin de convaincre les investisseurs de la foule, le fondateur (Full of Good) a dû présenter une partie de son *business plan*. Pour lui, il n'a pas été évident de trouver le juste milieu entre le nombre d'informations qu'il fallait communiquer pour persuader les *crowdfunders* d'investir et le nombre d'informations qu'il fallait ménager afin de garantir suffisamment de confidentialité par rapport au projet. L'intervenant ajoute qu'au moment de sa campagne, des concurrents ont débuté la même activité. Toutefois, il précise qu'il ne sait pas dans quelle mesure sa campagne et le début des activités des concurrents sont liés.

Une autre difficulté, signalée par Yann Le Metayer (Europea Residences), est la structure très segmentée des acteurs financiers à laquelle il a été confronté en Belgique. Le fondateur a voulu financer son projet en faisant appel à différents organismes regroupant des *business angels* en même temps qu'il avait recours au *crowdfunding*, ce qui n'a pas été possible car les uns ne voulaient pas travailler avec les autres. Rappelons que le répondant est d'origine française et qu'il a sans doute pu observer la situation dans notre pays à partir d'une certaine distance. Il regrette que la Belgique soit aussi "clanique".

Conclusion de l'hypothèse 1

H₁ : Le *crowdequity* est le plus souvent choisi pour les avantages qu'il offre en plus par rapport aux autres modes de financement par *equity*.

Le *crowdequity* offre un ensemble d'avantages non-financiers dont le principal est la fonction marketing. Celui-ci donne la possibilité au porteur de projet de communiquer sur son produit, de le faire connaître et d'en augmenter la visibilité. Bien que la communication par le biais de la plateforme engendre une interaction directe limitée, certains des entrepreneurs ont réussi à faire des investisseurs de réels ambassadeurs. Le marketing et la création d'une communauté sont deux avantages propres au *crowdequity*, rendus possibles par l'intermédiaire d'une plateforme en ligne et par la connexion d'un grand nombre d'investisseurs. Il s'agit là de caractéristiques inhérentes au financement participatif qu'il n'est pas possible de retrouver parmi les autres sources de financement, telles que les *BAs* et les *VCs*.

Un autre avantage lié au financement participatif en capital est la possibilité de recueillir l'approbation du projet par la foule. Néanmoins, les entrepreneurs à un stade plus avancé, dont le projet a déjà été accepté par des clients, ont utilisé le financement participatif pour augmenter la crédibilité de leur projet auprès des investisseurs professionnels.

Contrairement à ce qu'affirment certains auteurs, le coût du *crowdequity* ne constitue pas un avantage pour la majorité des entrepreneurs interrogés. La plupart des répondants estiment que le *crowdequity* est plus onéreux que d'autres sources de financement par capital. Les uns l'expliquent par les commissions prélevées par la plateforme et les autres par la valorisation obtenue. Cependant, en ce qui concerne la valorisation, les avis divergent. Les répondants qui ont commencé par la campagne de *crowdequity* ont pu bénéficier d'une valorisation favorable tandis que ceux qui ont commencé par la recherche d'investisseurs professionnels se sont vus accorder une valorisation plus faible, ce qui fait qu'ils ne considèrent pas le *crowdequity* comme étant du capital à faible coût.

Enfin, les entrepreneurs apprécient un dernier avantage lié à la gestion des investisseurs. Ces derniers, représentés par une seule personne, exercent un rôle passif dans le conseil d'administration, ce qui permet à l'entrepreneur de gérer librement son projet. De plus, le *crowdequity* nécessite moins de temps sur le plan des négociations des conditions d'investissements en comparaison aux *BAs* et aux *VCs*.

Toutefois, certains intervenants ont évoqué quelques désavantages relatifs à ce mode de financement, à savoir la limite légale de la levée de fonds, la charge de travail et le risque d'imitation du projet. Concernant la charge de travail, un répondant précise que celle-ci est tout aussi importante, voire moindre en comparaison à une levée de fonds auprès de *BAs* et des *VCs*.

Il ressort de cette analyse que le financement participatif en capital présente des avantages qui n'existent pas pour les autres sources de financement par *equity*. De plus, la plupart des répondants ont surtout apprécié ce mode de financement pour tous les avantages non-financiers qu'il comporte. Tous les répondants s'accordent à dire que les quelques désavantages que comporte ce mode de financement sont compensés par tous les avantages qu'ils ont pu en tirer. Nous pouvons dès lors conclure qu'au-delà de l'aspect financier, le *crowdequity* est également utilisé pour les avantages qu'il offre.

2.2. Stade du cycle de vie d'une entreprise

Par les deux hypothèses exposées ci-après, nous avons voulu comprendre, si le choix de l'entrepreneur pour un financement par *crowdequity* était lié au stade du cycle de vie de son entreprise. Nous avons dès lors établi une première hypothèse qui, en raison de sa spécificité, était peu probable d'être confirmée (voir *infra*, H₂). Nonobstant, nous avons développé une deuxième hypothèse plus large et pour laquelle davantage de réponses ont pu être recueillies (voir *infra*, H₃).

H₂ : Le *crowdequity* est le mode de financement choisi entre la phase de *Seed Capital* et la phase de *Early Stage* afin de combler le déficit qui existe entre ces deux étapes.

La recherche théorique a mis en avant l'existence d'un trou dans le financement en fonds propres. Cette situation apparaît lorsque les fonds recherchés sont trop élevés pour être financés par des *business angels* qui, en Belgique, investissent en moyenne 50.000 euros. Par ailleurs, ils sont trop faibles pour susciter l'intérêt des fonds de *venture capital*, qui eux ne s'intéressent que rarement au projet en-dessous d'un million d'euros. Par conséquent,

certain auteurs ont évoqué que le *crowdequity* pourrait être le mode de financement adéquat afin de combler le déficit qui existe entre ces deux phases.

Bien qu'aucune des entreprises interrogées ne s'est réellement trouvée entre ces deux phases, également appelé l'*equity gap*, d'importantes réflexions ont été faites au cours des diverses interviews qui nous ont paru intéressantes d'exposer ci-après.

Amaury Timmermans (Qiqo), par exemple, signale que certains *business angels* sont prêts à investir des montants plus élevés et même parfois plus importants que ce qu'il est possible de lever avec le *crowd*. Selon lui, il existe des *BAs* qui sont à la recherche de petits investissements, tout comme il existe des *BAs* qui sont à la recherche de plus grands investissements. Pour lui, le **financement participatif en capital**, en termes de levée de fonds, **se situe au même niveau que les *BAs***, voire même dans les **tranches plus faibles**. Mathieu Verhaeghe (Full of Good) partage ce point de vue. Pour lui, il est possible de lever jusqu'à 500.000 euros au travers d'un regroupement de plusieurs *business angels*. Le *gap* dans le financement en fonds propres se trouve, dès lors, plutôt entre 500.000 et un million d'euros pour le fondateur de la société Full of Good. Le *crowdequity* qu'il a connu lors de sa levée de fonds, en 2015, **ne permet pas, selon lui, de combler ce déficit**. Dans la même lignée, Yann Le Metayer (Europea Residences) explique que le *gap* qui existe entre les *BAs* et les *VCs* est très important et qu'il ne pense pas que le *crowdequity* permet de lever autant.

Conclusion de l'hypothèse 2

H₂ : Le *crowdequity* est le mode de financement choisi entre la phase de *Seed Capital* et la phase de *Early Stage* afin de combler le déficit qui existe entre ces deux étapes.

En conclusion, nous ne pouvons pas confirmer l'hypothèse selon laquelle le *crowdequity* est utilisé par les entrepreneurs pour combler le déficit qui existe entre ces deux phases. D'une part, les sociétés interrogées n'ont pas été confrontées à cette situation, et d'autre part, les répondants considèrent que le *crowdequity* en Belgique n'est pas la source de financement adéquate pour combler ce *gap*, compte tenu de son importance.

H₃ : Le *crowdequity* est un mode de financement qui dépend de l'étape du cycle de vie dans laquelle la *start-up* se trouve

Les recherches théoriques ont révélé que les phases les plus propices à l'utilisation du *crowdfunding* sont les phases de *Seed Capital* et *Early Stage*³². Cependant, aucune précision n'est apportée quant aux types de *crowdfunding* à choisir au cours de ces deux phases. Dès lors, il est intéressant de comprendre les raisons pour lesquelles le *crowdequity* a été choisi et en fonction de quel moment.

Sébastien Commeyne (Spreds) déclare que le choix d'une entreprise de se financer par financement participatif en capital **dépend de la phase** dans laquelle elle se trouve **et de son type**. La plupart des investisseurs en Belgique recherchent une réelle contrepartie en échange de leur apport. C'est pourquoi, en Belgique, les montants levés pour le financement participatif par récompense sont très faibles. Les sociétés qui se tournent vers le *crowdequity* sont généralement en quête de **fonds plus importants**. Sébastien Commeyne (Spreds) ajoute que le **financement par récompense** est plus approprié pour les *start-ups* qui ne sont encore qu'au **stade de l'idée** afin de pouvoir tester leur projet. Selon lui, une fois que les sociétés ont franchi ce premier stade, celles-ci auront tendance à se tourner vers le *crowdfunding* financier, à savoir le financement participatif par prêt ou en capital. Le choix entre ces deux modes de financement est lié à la maturité de la société. Une société qui a moins de deux ans ne va pas s'endetter et aura donc tendance à se tourner vers le *crowdequity*, bien qu'il existe des exceptions. Ainsi, Amaury Timmermans (Qiqo) a fait appel au *crowdequity* puisque sa société avait **dépassé la phase de l'idée**, étant déjà constituée et des ventes ayant déjà eu lieu. Pour lui, le besoin de fonds était réel et pour cela il était prêt à octroyer des parts de l'entreprise aux investisseurs. Un autre exemple est celui de Mathieu Verhaeghe (Full of Good) qui explique qu'il ne voulait pas lancer sa campagne sur une idée, mais qu'il voulait déjà au minimum un *proof of concept* avant de la débiter. De plus, son souhait de vouloir lever un montant plus substantiel l'a dissuadé de se financer par le financement participatif par récompense et l'a orienté vers le *crowdequity*. Selon Sébastien Commeyne (Spreds), le **crowdlending** est, en effet, plus approprié pour les **sociétés plus**

³² Phase d'amorçage et phase de croissance

matures qui ont une meilleure **capacité de remboursement**. A cet égard, Yann Le Metayer (Europea Residences) mentionne qu'il s'est renseigné auprès de Look&Fin, la plateforme de référence en Belgique en matière de *crowdlending*, qui lui a expliqué qu'elle n'acceptait pas les sociétés avec moins de 3 ans d'activités. La plupart des sociétés commencent dès lors par du capital à risque avant de souscrire à des dettes. Selon Sébastien Commeyne (Spreds), les sociétés qui ont recours au *crowdequity* sont des sociétés qui sont à leur début, pour lesquelles récolter 300.000 euros est assez compliqué. Grâce au financement participatif en capital, elles peuvent dès lors lever 100.000-150.000 euros via le *crowd* et le reste via des *business angels*.

Conclusion de l'hypothèse 3

H₃ : Le *crowdequity* est un mode de financement qui dépend de l'étape du cycle de vie dans laquelle la *start-up* se trouve

A partir des réactions obtenues, nous remarquons que toutes les sociétés interviewées ont dépassé le stade de l'idée avant de lancer leur campagne de *crowdequity*. Comme l'exprime la grande majorité des intervenants, le financement participatif par récompense convient mieux à ce stade. De plus, étant donné que 6 des 7 entreprises³³ interrogées se sont financées au cours de la phase de lancement et de croissance, nous pouvons dégager une tendance selon laquelle les *crowdfundees* ont recours au financement participatif en capital lorsque leur entreprise a acquis une certaine maturité, sans que celle-ci suffise pour bénéficier d'un *crowdlending*.

2.3. Complémentaire ou substitut ?

Afin de répondre à la deuxième question de recherche, nous avons émis deux hypothèses reprises ci-après. La première a pour objectif de tester la complémentarité du *crowdequity* (voir *infra*, H₄) tandis que la deuxième vérifie son caractère de substitut (voir *infra*, H₅). De plus, dans le cas où elle est validée, la dernière hypothèse permet également de mettre en lumière une des raisons du choix de l'entrepreneur pour ce mode de financement.

³³ Il est fait référence au Tableau n°3, qui reprend l'ensemble des caractéristiques des entreprises interviewées et notamment l'étape au cours de laquelle elles ont eu recours au *crowdequity*.

H₄ : Le *crowdequity* est un bon moyen de financement, mais il doit être accompagné d'autres sources de financement par *equity*.

Sébastien Commeyne (Spreds) déconseille aux entreprises de se financer uniquement par *crowdequity*. De plus, leur modèle ne le permet pas puisqu'une des conditions pour recevoir les fonds récoltés par le *crowd*, est d'obtenir des fonds pas des investisseurs plus professionnels. Selon lui, il est nécessaire que chaque entreprise détienne un **bon équilibre entre les différentes sources de capital**.

Selon Michael Leidensdorf (Shiftmeapp), le *crowdequity* est un **moyen de financement complémentaire**. Pour lui, il est pratiquement impensable qu'une société puisse uniquement se financer par *crowdequity*. Yann Le Metayer (Europea Residences) est du même avis. Pour lui, chaque société a besoin d'un conseil d'administration solide composé de personnes plus âgées, expérimentées, qui peuvent guider et aider l'entrepreneur lorsque cela est nécessaire. Chaque entrepreneur a besoin d'un regard nouveau, différent et même parfois biaisé pour pouvoir avancer. Cet aspect, qui est fondamental selon le fondateur de Europea Residences, n'est pas accessible au travers du *crowdequity*. Il recommanderait cette source de financement comme un mode de **financement complémentaire** aux fonds de BAs ou de VC car, pour lui, il s'agit d'un bon **outil marketing**. De plus, le *crowdequity* aide à rassembler les premiers supporters qui croient dans le projet. Pour Amaury Timmermans (Qiqo), le financement par *crowdequity* doit également être accompagné d'autres sources de financement par capital. Selon lui, les **montants d'investissements deviennent trop élevés** au fil du temps pour que le *crowd* puisse suivre. Mathieu Verhaeghe (Full of Good) relève un autre point qui est que ce mode de financement est **trop onéreux**, ce qui empêche les entrepreneurs de se financer uniquement via *crowdequity*. Pour lui, de nos jours, il est facile de trouver de l'argent qui ne coûte rien. Bon nombre de personnes ont de "l'argent qui dort, qui ne rapporte rien et ces personnes sont prêtes à investir dans le projet". Selon lui, ce n'est donc pas une bonne idée de se financer uniquement par *crowdequity*. En plus de cela, cette source de financement **demande beaucoup d'efforts**.

Le répondant A affirme que pour **certaines entreprises**, il est possible de se financer **uniquement par *crowdequity***, mais que cela **dépend du montant en capital** dont la société

a besoin et **du secteur** dans lequel elle est active. Pour Mark Turcksin (Opinum), une société qui ne doit lever qu'un montant aux alentours de 100.000 euros pourrait uniquement se financer par *crowdequity*. Cela convient parfaitement pour les sociétés qui commencent leur activité et qui n'ont pas encore besoin de beaucoup de fonds. Néanmoins, selon lui, les sociétés qui arrivent à une phase d'internalisation ont un plus grand besoin de fonds et nécessitent, dès lors, des investissements d'investisseurs plus professionnels. Le répondant D est du même avis. Il affirme que selon lui, il est techniquement possible d'uniquement se financer par *crowdequity*.

Toutes les sociétés interrogées ont en effet combiné le financement participatif en capital avec d'autres sources de financement. Par exemple, le répondant A a également contracté un prêt bancaire et a eu recours à des actionnaires privés et publics. Selon lui, c'est une **grande richesse d'avoir un capital assez varié**.

Conclusion de l'hypothèse 4

H₄ : Le *crowdequity* est un bon moyen de financement, mais il doit être accompagné d'autres sources de financement par *equity*.

La majorité (5 des 8 répondants) affirme que le *crowdequity* est un moyen de financement complémentaire et qu'il n'est pas possible de se financer exclusivement par ce biais. En effet, la plupart des intervenants estiment qu'il est nécessaire d'avoir recours à d'autres sources de financement afin d'avoir un capital solide et diversifié. C'est d'ailleurs ainsi que Spreds justifie l'exigence d'investisseurs professionnels lors de la levée de fonds. Certains des répondants mentionnent également que le *crowdequity* est complémentaire en raison des avantages qu'il présente, tel que l'aspect marketing. De plus, ils considèrent que les besoins de financement augmentent au fil du temps alors que le financement par *crowdequity* reste limité. D'après trois intervenants, il serait néanmoins possible de se financer uniquement par *crowdequity*, en fonction de certains critères (montant du capital requis, secteur, début d'activité).

Nous pouvons dès lors conclure que le *crowdequity* est un bon moyen de financement, mais qui doit être accompagné par d'autres modes de financement. Il ne peut être envisagé comme seul moyen de financement que dans certaines conditions.

H₅ : Le *crowdequity* est le mode de financement choisi par les entrepreneurs lorsqu'ils ne trouvent pas de financement auprès des sources de financement traditionnel.

Sébastien Commeyne (Spreds) mentionne qu'il est très important que les entrepreneurs perçoivent leur service comme une **source de financement complémentaire**. Ils ne doivent pas arrêter de chercher d'autres fonds auprès d'investisseurs plus professionnels, tels que les *BAs* ou les *VCs*. La structure mise en place par Spreds appuie ce raisonnement puisqu'une des conditions pour valider la collecte des fonds de *crowdequity* est d'obtenir des fonds d'investisseurs professionnels. Par ailleurs, il souligne que leur système n'est **pas une solution miracle**. Si l'entrepreneur ne parvient pas à collecter des fonds de manière conventionnelle, il est peu probable que sa campagne de *crowdequity* soit un succès. De plus, les **chances d'acceptation** par la plateforme pour ce genre de sociétés désespérées **qui utilisent le *crowdequity* comme dernier recours sont très faibles**. Spreds essaie, en effet, de sélectionner uniquement des *start-ups* attractives avec un avenir prometteur.

Par ailleurs, aucune des sociétés interrogées a mentionné qu'elle avait utilisé ce mode de financement en dernier recours. Pour Yann Le Metayer (Europea Residences), le *crowdequity* a réellement été un tremplin pour atteindre d'autres investisseurs et pour obtenir une plus grande crédibilité auprès de ces derniers.

Conclusion de l'hypothèse 5

H₅ : Le *crowdequity* est le mode de financement choisi par les entrepreneurs lorsqu'ils ne trouvent pas de financement auprès des sources de financement traditionnel.

Il nous est difficile de vérifier dans quelle mesure l'hypothèse précitée est vraie dans la pratique puisque les sociétés interviewées se sont toutes financées auprès de Spreds qui établit des critères objectifs de financement. Conformément à ceux-ci, il est peu probable qu'une société qui utilise le *crowdequity* comme dernier recours soit acceptée. Toutes les sociétés interrogées avaient en effet des plans de financements ou avaient déjà collecté des fonds avant de lancer leur campagne et n'ont dès lors pas utilisé le *crowdequity* comme dernier recours.

2.4. Contexte législatif

Nous avons formulé cette dernière hypothèse pour examiner si les modifications législatives en application depuis le 1 février 2017 ont eu un impact sur le choix de l'entrepreneur pour le *crowdequity*. L'hypothèse permet aussi de présager la réaction des fondateurs par rapport à la loi du 11 juillet 2018 qui a apporté un assouplissement à l'obligation d'établir un prospectus concernant les seuils de levée de fonds.

H₆ : Le nouveau cadre réglementaire du *crowdequity* mis en place le 1^{er} février 2017 (*Tax Shelter* et nouveau seuil de levée de fonds) a eu un impact positif sur son utilisation.

2.4.1. Tax Shelter

Dans le point consacré au contexte législatif, nous avons expliqué le système du *Tax Shelter*. Pour rappel, cet incitant fiscal permet aux investisseurs d'obtenir une réduction fiscale de 45% du montant investi lorsqu'ils investissent dans des microentreprises et de 35% lorsqu'ils investissent dans des PME. Il a pour objectif d'encourager les personnes à investir et de faciliter l'accès aux capitaux pour les *start-ups*. Nous avons estimé qu'il serait intéressant de recueillir les réactions des entrepreneurs sur cet avantage fiscal qui est entré en vigueur le 1 février 2017 pour les investissements faits au travers de plateformes accréditées.

Le fondateur d'Europea Residences explique qu'il était un des premiers à avoir lancé sa campagne à la suite de l'introduction du ***Tax Shelter***. Il affirme que celui-ci a eu un **impact positif sur la réussite de sa campagne** bien qu'il ait une préférence pour les personnes qui n'investissent pas pour bénéficier du *Tax Shelter*. Il réalise tout de même que cet avantage fiscal **incite les gens à investir** et à soutenir son projet. Le fondateur de Shiftmeapp, explique que pour lui-même, en tant que petit investisseur, le *Tax Shelter* **conditionne sa décision d'investissement**. Dès lors, selon lui, les investisseurs qui investissent se disent que d'un côté, ils peuvent **bénéficier d'une réduction d'impôt**, mais que d'un autre côté ils font une bonne action en investissant dans une *start-up* dans laquelle ils croient.

Yann Le Metayer (Europea Residences) ajoute que l'engouement suscité par l'introduction du *Tax Shelter* explique la courte durée de sa campagne. Le répondant conseille même aux

entrepreneurs de faire leur levée de fonds en novembre-décembre pour la simple et bonne raison que c'est la période à laquelle la plupart des Belges cherchent des solutions afin de réduire le montant de leur impôt. Il ajoute que toutes les campagnes de *crowdequity* qui ont eu lieu en novembre et décembre ont atteint leur objectif de financement plus rapidement que celles lancées antérieurement pendant l'année. En effet, Amaury Timmermans explique que lors de sa levée de fonds, qui a eu lieu en novembre 2017, la demande de la part de contributeurs de pouvoir investir était plus grande que l'offre d'investissement de la part de *start-ups*.

Selon Marc Turcksin (Opinum), l'impact du *Tax Shelter* sur le *crowdequity* ne peut être que positif. Cet incitant fiscal permet également de **relancer l'économie** puisqu'il y a beaucoup d'argent qui dort sur des comptes en banque en Belgique et qui ne rapporte plus grand chose. Mathieu Verhaeghe (Full of Good), qui a effectué sa levée de fonds en 2015, regrette que le *Tax Shelter* n'ait pas été clairement mis en place avant le lancement de sa campagne. Il est convaincu que cet incitant fiscal aurait pu avoir un effet positif sur sa collecte de fonds. Pour Sébastien Commeyne (Spreds), le *Tax Shelter* est **le premier argument à utiliser** lorsqu'un entrepreneur veut **convaincre un investisseur** d'apporter des fonds. Selon lui, jusqu'au début de l'année 2017, le financement par *equity* stagnait parce qu'après la première vague, « les gens attendaient un retour sur investissement pour réinvestir ». Ensuite, après l'entrée en vigueur du *Tax Shelter* le 1 février 2017, il y a eu une augmentation de fonds levés par *crowdequity*. « Les gens comprennent ce que c'est maintenant », explique-t-il, et de nombreux investisseurs lui font part de leur enthousiasme. Pour le collaborateur de Spreds, c'est vraiment le *Tax Shelter* qui a fait la différence comme le financement participatif était encore, de manière générale, peu connu.

Pour Michael Leidensdorf, le *Tax Shelter* comprend **trop de conditions et de critères**. Il trouve cela dommage que lui en tant qu'entrepreneur ne puisse pas bénéficier de cette réduction d'impôt alors qu'il a également investi dans sa société. Par ailleurs, Amaury Timmermans signale que la limite annuelle de levée de fonds de 250.000 euros sous le *Tax Shelter* est regrettable car il aurait pu collecter davantage de capital. En même temps, il réalise qu'en l'absence de *Tax Shelter*, il n'aurait peut-être pas pu rassembler autant de fonds.

2.4.2. Augmentation de la limite par investisseur sans obligation de prospectus

Les répondants ont été questionnés par rapport à l'augmentation de l'apport maximal par investisseur dans le cas de plateforme agréée. Il est à noter que jusqu'au 21 juillet 2018, le seuil maximal de levée de fonds sans obligation d'établir un prospectus était de 300.000 euros à condition que l'apport maximal par investisseur ne dépasse pas 5.000 euros. Lorsque les répondants ont donné leur avis, ils se sont basés sur le seuil précité entré en vigueur le 1^{er} février 2017.

Pour le répondant A, **l'augmentation du seuil est une très bonne chose**. En effet, il a opéré deux levées de fonds de *crowdfunding* et pour chacune d'entre elles, il aurait pu à chaque fois dépasser le seuil imposé par la législation belge. Sébastien Commeyne (Spreds) estime que la possibilité de lever 300.000 euros avec un maximum de 5.000 euros par investisseur représente une limite déjà plus réaliste. Il n'empêche que les entrepreneurs doivent toujours trouver de nombreux investisseurs s'ils veulent atteindre le seuil de 300.000 euros, ce qui fait que le nombre de campagnes qui tombent sous ces conditions reste limité jusqu'à ce jour. Yann Le Metayer soulève qu'en Belgique les entrepreneurs sont confrontés à de nombreuses limites et que les échelles y sont petites. Selon lui, les *start-ups* belges sont dès lors désavantagées par rapport à d'autres qui évoluent à l'étranger et qui, elles, font face à moins de restrictions. Michael Leidensdorf partage cette opinion en ce qui concerne les limites.

Conclusion de l'hypothèse 6

Il ressort de manière unanime des réactions données par les répondants, que le *Tax Shelter* a eu un impact très positif sur la réussite de leur campagne. Pour eux, le *Tax Shelter* conditionne la décision d'investissement, convainc, incite à investir et à soutenir un projet. Il raccourcit même la durée d'une campagne lorsque celle-ci est menée en novembre ou en décembre et lorsque les Belges cherchent une solution pour réduire leurs impôts. Bien qu'il constitue un incitant à contribuer, le *Tax Shelter* n'est pas encore idéal aux yeux de certains répondants. Ainsi, regrettent-ils, qu'ils ne puissent en bénéficier en leur qualité d'entrepreneurs et que la limite soit de 250.000 euros.

Tous les répondants apprécient que dans le cas des plateformes agréées, le seuil de l'apport maximal par investisseur ait été augmenté de 1.000 euros à 5.000 euros. Cependant, certains considèrent que les nombreuses limites qui existent dans la législation belge constituent une entrave à la compétitivité de notre pays.

Conclusion générale

En guise de conclusion, nous allons d'abord répondre aux deux questions de recherche sur base de l'étude menée au cours de ce mémoire. Etant donné que d'autres aspects liés au financement participatif en capital ont été abordés dans notre travail, une conclusion plus générale et plus personnelle sera apportée par la suite. Il sera aussi fait état des limites que nous avons rencontrées pendant la rédaction de notre travail ainsi que de pistes pour des recherches futures.

Pourquoi les *start-ups* choisissent-elles d'utiliser le *crowdequity* pour se financer ?

Il ressort des réponses données par les entrepreneurs que le *crowdequity* est essentiellement choisi pour récolter des fonds.

Le stade dans lequel une *start-up* se trouve peut également expliquer le choix de l'utilisation de ce mode de financement. En effet, il ressort de notre analyse que le stade propice pour avoir recours au financement participatif en capital est la phase de lancement et de croissance. Les sociétés ont alors dépassé l'étape de l'idée et sont en quête de fonds et de crédibilité supplémentaires auprès d'investisseurs professionnels. Ce « *proof of concept* » financier, apporté par le grand public, permet non seulement de convaincre d'autres investisseurs, mais également d'obtenir une valorisation plus avantageuse. Il s'agit là d'une autre raison qui peut être à l'origine du choix de l'entrepreneur pour ce mode de financement.

Cependant, les montants qui peuvent être levés par le biais du financement participatif en capital restent limités. Au vu de cette contrainte, les porteurs de projet sont d'autant plus attirés par les avantages non-financiers, et ce à tel point que nous sommes en droit de nous demander, si ceux-ci ne sont pas tout aussi importants que la collecte de fonds.

A ce titre, l'outil marketing joue un rôle prépondérant. La combinaison d'une campagne de marketing avec une campagne de levée de fonds constitue un mécanisme propre au financement participatif qu'il n'est possible de trouver dans aucune autre source de financement. La valeur ajoutée qu'elle génère constitue dès lors une motivation majeure

pour les initiateurs et compense certains désavantages, tels que la commission prélevée ou encore le risque d'imitation, liés au *crowdequity*. Par ailleurs, la communauté créée par le grand nombre d'investisseurs autour du projet permet d'avoir des ambassadeurs qui ont pour ambition de promouvoir le produit. Au-delà de l'aspect financier, le financement participatif en capital est donc, également utilisé pour tous les avantages non-financiers qu'il offre et qui lui sont spécifiques.

Au vu de la réaction positive des répondants à la suite de l'augmentation de l'apport maximal par investisseur ainsi qu'à la suite de l'introduction du Tax Shelter, nous pouvons déduire que les récentes modifications législatives qui ont pour objectif l'augmentation du seuil de levée de fonds et l'assouplissement de l'obligation relative au prospectus vont avoir un effet positif sur le nombre de campagnes lancées par *crowdequity*. Les améliorations apportées constitueront donc une incitation et une raison supplémentaires du choix de l'utilisation pour ce mode de financement.

Le *crowdequity*, est-il plutôt un complément ou un substitut par rapport aux autres sources de financement par *equity* ?

L'étude a révélé que la majorité des répondants considère le *crowdequity* comme un moyen de financement complémentaire par rapport aux autres modes de financement. Pour les entrepreneurs, il est essentiel de disposer de différentes sources de financement et d'arriver à un bon équilibre entre elles afin de pouvoir bénéficier d'une structure de capital solide et diversifiée. Tirer profit de ses différentes sources de financement constitue une grande richesse pour une *start-up*, étant donné que chaque source comporte ses propres avantages. Ainsi, le financement participatif en capital requiert moins de travail sur le plan administratif et peu de négociations avec les investisseurs. De plus, ces derniers n'ont pas de rôle actif dans le conseil d'administration. Par conséquent, l'entrepreneur peut mener son projet comme il le souhaite. Quant aux *business angels* et aux *venture capitalists*, ils ont l'avantage d'apporter leur expérience, leur réseau relationnel ainsi que leur important support financier. Ils ont un rôle actif au sein du conseil d'administration de la société.

Ces aspects peuvent entrer en ligne de compte lors du choix de l'entrepreneur pour le financement participatif en capital et ils constituent donc également un élément de réponse à la première question.

Au vu des faibles montants qui peuvent être levés, d'autres sources de financement que le *crowdequity* s'avèrent nécessaires. Dès lors, le financement participatif en capital ne peut être un substitut et sera la plupart du temps considéré comme complémentaire. En outre, le besoin de fonds évolue au fil du temps, ce qui exclut pratiquement un financement basé exclusivement sur le *crowdequity*. Néanmoins, il existe quelques rares situations dans lesquelles les sociétés n'ont besoin que de faibles montants et où seul un financement participatif en capital est envisageable.

De manière générale, nous pouvons considérer que le financement participatif en capital apporte une nouvelle réponse face aux besoins de fonds des *start-ups* actuelles. Le développement rapide et l'essor qu'a connu le *crowdequity* depuis qu'il a émergé, il y a quelques années seulement, prouvent que les entrepreneurs et le marché financier ont cruellement besoin d'une diversité d'acteurs.

De plus, ce mode de financement pourrait avoir un impact considérable sur la croissance économique ainsi que sur la création d'emplois comme les PME et les *start-ups* réalisent la plus grande part de l'activité économique dans notre pays. L'introduction d'incitants fiscaux au profit des investisseurs et la récente adaptation de la loi sur les seuils traduisent l'intérêt que cette source de financement revêt également pour le législateur. Grâce à ces mesures, le financement par *crowdequity* devrait continuer à se développer davantage à l'avenir.

Nonobstant, au cours de la rédaction de ce mémoire, nous avons rencontré différentes **limites** que nous relevons ci-après.

Compte tenu du fait que le *crowdfunding* est un phénomène relativement récent, le nombre d'articles scientifiques et de livres publiés est limité, ce qui est d'autant plus vrai pour le *crowdequity*. De plus, il s'agit d'un sujet en continuelle évolution.

Comme une étude qualitative a été menée au cours de ce mémoire, certaines limites liées à cette méthode sont inévitables. En effet, la manière dont les questions ont été posées, la façon dont elles ont été comprises ainsi que la façon dont les données ont été analysées ont

pu quelque peu biaiser les résultats. Par ailleurs, il a été difficile de procéder à des généralisations, eu égard au nombre de sociétés interviewées. Par conséquent, les conclusions de ce mémoire constituent plutôt des illustrations et des preuves empiriques par rapport aux recherches théoriques effectuées auparavant.

De plus, l'étude qualitative a été uniquement basée sur des *start-ups* qui se sont financées au travers de la plateforme Spreds. Certains aspects évoqués par les intervenants sont dès lors propres au mécanisme établi par cette plateforme. Il aurait été intéressant d'élargir notre étude à des *start-ups* qui ont levé des fonds auprès d'autres plateformes afin de vérifier si les réponses coïncident.

Au cours de ce mémoire, nous avons pu dégager quelques **suggestions pour des recherches futures.**

Après avoir répondu à la question concernant la complémentarité du *crowdequity* par rapport aux autres formes de financement par *equity*, il nous a semblé intéressant de comprendre l'impact qu'a chaque mode de financement sur la performance d'une entreprise. En effet, comme expliqué au travers de ce mémoire, chaque mode de financement dispose de ses propres avantages et désavantages ; il pourrait dès lors être pertinent d'en évaluer les répercussions et de procéder à des comparaisons concernant l'impact de ceux-ci sur les résultats obtenus par l'entreprise. Bien qu'une telle étude doit être difficile à réaliser, nous sommes convaincus qu'elle pourrait être d'une grande utilité pour les entrepreneurs.

De plus, d'ici quelques années, il serait intéressant d'évaluer l'impact des nouveaux seuils de levée de fonds prévus dans la nouvelle législation du 11 juillet 2018. Il serait par ailleurs pertinent d'étudier si le point de vue des entrepreneurs concernant la complémentarité du *crowdequity* sera toujours d'actualité. Enfin, il pourrait aussi être intéressant d'étudier dans quelle mesure les fondateurs ont essayé d'étendre leur campagne à d'autres pays européens à la suite de l'harmonisation des législations nationales par le règlement européen.

Bibliographie

Agrawal, A., Catalini, C., & Goldfarb., A. (2014). Some Simple Economics of Crowdfunding. *Innovation Policy and the Economy*, 14(1), 63-97. DOI : 10.1086/674021.

Agrawal, A., Catalini, C., & Goldfarb., A. (2015). Crowdfunding: Geography, Social Networks, and the Timing of Investment Decisions. *Journal of Economics and Management Strategy*, 24(2), 253-274. DOI : 10.1111/jems.12093.

Ahlers, G., Cumming, D., Günther, C., & Schweizer, D. (2015). Signaling in equity crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(4), 955-980. DOI : 10.1111/etap.12157.

Autorité des marchés financiers. (2017). *Publication du règlement Prospectus : le point sur les principales avancées*. Récupéré de <https://www.amf-france.org/Reglementation/Dossiers-thematiques/Societes-cotees-et-operations-financieres/Marches-d-actions/Publication-du-r-glement-Prospectus---le-point-sur-les-principales-avanc-es> (Consulté le 20/07/2018).

Belleflamme, P., Lambert, T., & Schwienbacher, A. (2012). Individual Crowdfunding Practices. *Journal of Business Venturing*, 29(5), 585-609. DOI : 10.1016/j.jbusvent.2013.07.003.

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

Belleflamme, P., & Lambert, T. (2014). Crowdfunding: Some Empirical Findings and Microeconomic Underpinnings. *Forum financier : revue bancaire et financière*, Vol. 2014, no.4, 288-296. Bruxelles : Larcier.

Belleflamme, P., Lambert, T., & Schwienbacher, A. (2013). Crowdfunding: Tapping the right crowd. *Journal of Business Venturing*, 29(5), 585-609. DOI : 10.1016/j.jbusvent.2013.07.003.

Belleflamme, P., Omrani, N., & Peitz, M. (2015). The economics of crowdfunding platforms. *Information Economics and Policy*, 33(1). Récupéré de <https://dial.uclouvain.be/pr/boreal/fr/object/boreal%3A174808/datastreams>.

Belleflamme, P., Omrani, N., & Peitz, M. (2016). *Understanding the strategies of crowdfunding platforms*. CESifo DICE Report, Vol. 2, 6-10. Récupéré de <https://www.cesifo-group.de/DocDL/dice-report-2016-2-belleflamme-et-al-june.pdf>.

Bessière, V., & Stéphany, E. (2017). *Le crowdfunding : Fondements et Pratiques*. Bruxelles : De Boeck Supérieur.

Berger, A., & Udell, G. (1998). The economics of small business finance : The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of banking and finance*, Vol. 22, 613-673. Récupéré de <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.464.3334&rep=rep1&type=pdf>.

BoldenBlog. (2017). *Les FinTech : définition, évolutions, ambitions ...* Récupéré de <https://blog.bolden.fr/les-fintech-definition-evolutions-ambitions/> (Consulté le 31/07/2018).

Bolero Crowdfunding. (2018). *Tax Shelter pour crowdfunding*. Récupéré de : <https://bolero-crowdfunding.be/fr/tax-shelter-crowdfunding> (Consulté le 20/06/2018).

Boyer, K., Chevalier, A., & Léger, J.-Y. (2016). *Le crowdfunding*. Paris : La Découverte.

Brown, R., Mawson, S., Rowe, A., & Mason, C. (2017). Working the crowd: Improvisational entrepreneurship and equity crowdfunding in nascent entrepreneurial ventures. *International Small Business Journal*, 23(2), 163-189. DOI : 10.1177/0266242617729743.

Burgot, A. (2014). *La courbe en U du crowdfunding : fonds collectés au fur et à mesure de l'avancement d'une campagne*. Récupéré de <https://community.ulule.com/topics/la-courbe->

en-u-du-crowdfunding-fonds-collectes-au-fur-et-a-mesure-de-l'avancement-d'une-campagne-7857/ (Consulté le 12/06/2018).

Certhoux, G., & Redis, J. (2013). *Les Business Angels, des acteurs essentiels pour le financement de l'amorçage* dans Le grand livre de l'entrepreneuriat. 233-252. Paris : Dunod.

Cieply, S., & Le Nadant, A-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*, 2016/2, n°122, 255-272.

Commission européenne. (2014). *Communication de la commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions : Libérer le potentiel du financement participatif dans l'Union européenne*. Récupéré de http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/crowdfunding/140327-communication_fr.pdf (Consulté le 31/07/2018).

Commission européenne. (2015). *Le financement participatif expliqué*. Récupéré de <http://ec.europa.eu/DocsRoom/documents/10229/attachments/1/translations/fr/renditions/native> (Consulté le 10/06/2018).

Commission européenne. (2017). *2017 SBA Fact Sheet*. Récupéré de <http://ec.europa.eu/DocsRoom/documents/26562/attachments/3/translations/en/renditions/native> (Consulté le 22/06/2018).

Commission européenne. (2018). *Crowdfunding*. Récupéré de https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/financing-investment/crowdfunding_fr (Consulté le 22/06/2018).

Commission européenne. (2018a). Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil relatif aux prestataires européens de services de financement participatif pour les entreprises. 2018/0048 (COD). Récupéré de

<https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2018/FR/COM-2018-113-F1-FR-MAIN-PART-1.PDF> (Consulté le 20/07/2018).

Crowdexpert. (2015). *Crowdfunding Industry Statistics 2015-2016*. Récupéré de <http://crowdexpert.com/crowdfunding-industry-statistics/> (Consulté le 16/06/2018).

Cuesta, C., Fernández de Lis, S., Roibas, I., Rubio, A., Ruesta, M., Tuesta, D., & Urbiola, P. (2015). *Crowdfunding in 360°: alternative financing for the digital era*. BBVA Research. Récupéré de https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/2015/02/Crowdfunding_Watch.pdf (Consulté le 16/06/2018).

Culot, H. (2016). Le financement des *start-ups* : Aspects de droit financier et réglementaires. In : J.-A. Delcorde (dir.), *La révolution digitale et les start-ups* (pp. 15-41). Bruxelles : Larcier.

Cumming, D.J., Leboeuf, G., & Schwienbacher, A. (2015). *Crowdfunding Models: Keep-it- All vs. All-or-Nothing*. Récupéré de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2447567.

Cumming, D.J., & Johan, S. (2014). *Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective*, Seconde édition, Londres : Elsevier.

Cuny, D. (2017). *C'est quoi une Fintech ?* Récupéré de <https://www.latribune.fr/entreprises-finance/banques-finance/c-est-quoi-une-fintech-680118.html> (Consulté le 6/08/2018).

De Buysere, K., Gadja, O., Kleverlaan, R., & Marom, D. (2012). *A Framework for European Crowdfunding*. Récupéré de http://eurocrowd.org/wp-content/blogs.dir/sites/85/2013/06/Framework_EU_Crowdfunding.pdf (Consulté le 12/06/2018).

De Chevigny, I. (2015). *Au fait, c'est quoi une start-up ?* Capital. Récupéré de <https://www.capital.fr/entreprises-marches/au-fait-c-est-quoi-une-start-up-1063221> (Consulté le 25/06/2018).

De Croo, A. (s.d). *Découvrez tous les détails du Plan Start-Up*. Récupéré de <http://www.decroo.belgium.be/fr/découvrez-tous-les-détails-du-plan-start> (Consulté le 20/06/2018).

De Lamotte, A. (2015). *Un « Plan Start-up pour plus de financement, d'éthique et de développement durable au sein des jeunes PME »*. Récupéré de <http://trends.levif.be/economie/politique-economique/un-plan-start-up-pour-plus-de-financement-d-ethique-et-de-developpement-durable-au-sein-des-jeunes-pme/article-opinion-405765.html> (Consulté le 20/06/2018).

De redactie. (2017). *Crowdfunding: a success story in Belgium!* Récupéré de <http://deredactie.be/cm/vrtnieuws.english/News/1.2893083> (Consulté le 20/06/2018).

Dehorter, N., & Lebourg, B. (2013). *Crowdfunding – Mode d'emploi*. Récupéré de https://mbamci.com/wp-content/uploads/2016/05/Crowdfunding_Mode_Demploi.pdf (Consulté le 16/06/2018).

Dierckx, P., & Peeters, L. (2017). *Crowdfunding*. Peeters Law. Récupéré de <https://www.peeters-law.be/Fr/news/Crowdfunding/531> (Consulté le 22/06/2018).

Digital Belgium. (2015). *Manuel d'utilisation du plan start-up*. Récupéré de <http://www.decroo.belgium.be/sites/default/files/articles/Téléchargez%20tous%20les%20détails%20du%20Plan%20Start-up%20%28pdf%29.pdf> (Consulté le 20/06/2018).

Dorff, M. B. (2014). The Siren Call of Equity Crowdfunding. *Journal of Corporation Law*, 39(3), 493-524. Récupéré de <https://search-proquest-com.ezproxy.ulb.ac.be/docview/1645390004?accountid=17194>

El Nouchi, D. (2018). *Les plates-formes de crowdfunding à la conquête de l'Europe*. Les Echos. Récupéré de <https://www.lesechos.fr/idees-debats/cercle/cercle-181473-les-plateformes-de-crowdfunding-a-la-conquete-de-leurope-2167953.php> (Consulté le 16/06/2018).

Febelfin. (2018). *Accès plus rapide aux marchés financiers grâce au nouveau Règlement Prospectus*. Récupéré de <https://www.febelfin.be/fr/acces-plus-rapide-aux-marches-financiers-grace-au-nouveau-reglement-prospectus> (Consulté le 15/07/2018).

Febelfin. (2018a). *Obligation de prospectus pour les opérations de financement participatif de 300.000 EUR à 5 millions EUR*. Récupéré de <https://www.febelfin.be/fr/obligation-de-prospectus-pour-les-operations-de-financement-participatif-de-300000-eur-a-5-millions> (Consulté le 31/07/2018)

FSMA. (2017a). *Loi du 18 décembre 2016*. Récupéré de https://www.fsma.be/sites/default/files/public/sitecore/media%20library/Files/fsmafiles/wetgeving/wet_loi/2016-12-18_wet_loi.pdf (Consulté le 28/06/2018).

FSMA. (2017b). *Nouveau statut pour les plateformes de crowdfunding*. Récupéré de <https://www.fsma.be/fr/news/nouveau-statut-pour-les-plateformes-de-crowdfunding> (Consulté le 28/06/2018).

FSMA. (2018). *Dans quels cas doit-on rédiger un prospectus ?* Récupéré de https://www.fsma.be/fr/faq/d1-dans-quels-cas-doit-rediger-un-prospectus#_1 (Consulté le 28/06/2018).

FSMA. (2018a). *Prospectus*. Récupéré de <https://www.fsma.be/fr/prospectus> (Consulté le 28/06/2018).

Gadja, O., & Mason, N. (2013). Crowdfunding for impact in Europe and the USA. *Toniic llc and ECN 2013*, 1-24. Récupéré de <https://www.toniic.com/wp-content/uploads/2013/12/CrowdfundingForImpact.pdf>.

Gerber, E. M., & Hui, J. (2013). Crowdfunding: Motivations and Deterrents for Participation. *ACM Transactions on Computer-Human Interaction*, 20(6), [34]. DOI : 10.1145/2530540.

Giudici, G., Nava, R., Lamastra, C.R., & Verecondo, C. (2012). *Crowdfunding : The New Frontier for Financing Entrepreneurship?* Academic Research Paper. Récupéré de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2157429.

Härkönen, J. (2014). *Crowdfunding and its Utilization for Startup Finance in Finland: Factors of a Successful Campaign*. (Master thesis). Lappeenranta University of Technology, School of Business, Lappeenranta, Finland.

Hemer, J. (2011). *A Snapshot on Crowdfunding*. Working Papers firms and region, No. R2/2011. Récupéré de <http://www.legalefiscle.it/wp-content/uploads/2016/09/StudioCrowdfundig.pdf> (Consulté le 10/06/2018).

Heeren, J. (2016). *Les plateformes de crowdfunding et le secteur bancaire : moyens de financement complémentaires ou substituts ?* (Master thesis). Université catholique de Louvain, Louvain-la-Neuve.

Hornuf, L., & Schmitt, M. (2016). Success and Failure in Equity Crowdfunding. *CESifo DICE Report*, 14(2), 16-22. Récupéré de <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/167259/1/ifo-dice-report-v14-y2016-i2-p16-22.pdf>.

Kleemann, F., Voss, G.G., & Rieder, K. (2008). Un(der)paid Innovators: The Commercial Utilization of Consumer Work through Crowdsourcing. *Science, Technology & Innovation Studies*, Vol. 4, No. 1. Récupéré de <http://www.sti-studies.de/ojs/index.php/sti/article/view/81>.

Kuppuswamy, V., & Bayus, B.L. (2015). *Crowdfunding Creative Ideas: The Dynamics of Project Backers in Kickstarter*. University of North Carolina. Récupéré de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2234765.

Kuti, M., & Madarász, G. (2014). Crowdfunding. *Public Finance Quarterly*, 59(3), 355-366. Récupéré de

<https://search.proquest.com/openview/a956a38633042217cb0389ba9b36f0b3/1?pq-origsite=gscholar&cbl=2046130>.

Lambert, T., & Schwienbacher, A. (2010). *An Empirical Analysis of Crowdfunding*. Université catholique de Louvain.

Lauwers, M. (2018). *MyMicroInvest change de nom*. Récupéré sur le site de L'Echo : <https://www.lecho.be/entreprises/services/mymicroinvest-change-de-nom/9979581.html> (Consulté le 18/06/2018).

Lauwers, M. (2018a). On pourra lever jusqu'à 5 millions en crowdfunding. Récupéré sur le site de L'Echo <https://www.lecho.be/entreprises/services-financiers-assurances/on-pourra-lever-jusqu-a-5-millions-en-crowdfunding/10032107.html> (Consulté le 20/07/2018).

Lejeune, C. (2013). *LLSMD 2094 Séminaire d'accompagnement du mémoire (en sciences de gestion) – Analyse qualitative*. Slides de cours, Université catholique de Louvain, Louvain-la-Neuve.

Lejeune, F. (2017). *La loi belge organisant le crowdfunding enfin de sortie!* Récupéré de <https://www.fredericlejeune.be/la-loi-belge-organisant-le-crowdfunding-enfin-sortie/> (Consulté le 20/06/2018).

Li, Z., & Duan, J.A. (2014). *Dynamic Strategies for Successful Online Crowdfunding*. NET Institute. Working Paper No. 14-09. Récupéré de http://www.netinst.org/Li_Duan_14-09.pdf.

Loi du 6 juin 2006 - Loi relative aux offres publiques d'instruments de placement et aux admissions d'instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés, *M.B.*, 21 juin 2006. Récupéré de http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/change_lg.pl?language=fr&la=F&cn=2006061630&table_name=loi (Consulté le 31/07/2018).

Loi du 11 juillet 2018 - Loi relative aux offres au public d'instruments de placement et aux admissions d'instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés, *M.B.*, 20 juillet 2018. Récupéré de <http://www.ejustice.just.fgov.be/loi/loi.htm> (Consulté le 31/07/2018).

Lukkarinen, A., Teich, J., Wallenius, H., & Wallenius, J. (2016). Success drivers of online equity crowdfunding campaigns. *Decision Support Systems*. Récupéré de <http://iranarze.ir/wp-content/uploads/2016/12/E3228.pdf>.

Manchanda, K., & Muralidharan, P. (2014). Crowdfunding: a new paradigm in start-up financing. In *Global Conference on Business and Finance Proceedings*, 9(1), 369-374.

Manigart, S., & Witmeur, O. (2014). *Guide du Venture Capital en Belgique*. Récupéré de <http://www.bva.be/wp-content/uploads/2014/12/Venture-Capital-Belgium-FR.pdf> (Consulté le 03/07/2018).

Massolution. (2012). *Crowdfunding Industry Report*. Récupéré de <https://www.crowdfunding.nl/wp-content/uploads/2012/05/92834651-Massolution-abridged-Crowd-Funding-Industry-Report1.pdf> (Consulté 18/06/2018).

Mejri, I., Hamouda, M., & Trabelsi, D. (2018). Crowdequity et Crowdlending : deux alternatives de financement des TPE/PME – Le cas de l'entreprise Gifts for Change. *Gérer et comprendre*. N° 131. Récupéré de <http://www.annales.org/gc/2018/resumes/mars/03-gc-resum-FR-AN-mars-2018.html>.

Mollick, E. (2014). The dynamics of crowdfunding : An exploratory study. *Journal of Business Venturing*, Vol. 29(1), 1-16. Récupéré de <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S088390261300058X>.

OCDE. (2011). *Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors*. Récupéré de <http://www.oecd.org/sti/financinghigh-growthfirmstheroleofangelinvestors.htm> (Consulté le 03/07/2018).

OCDE. (2015). *New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments*. Récupéré de <http://www.oecd.org/cfe/smes/New-Approaches-SME-full-report.pdf> (Consulté le 12/06/2018).

Onnée, S., & Renault, S. (2013). Le financement participatif : atouts, risques et conditions de succès. *Gestion*, 38 (3), 54-65. Récupéré de https://www.researchgate.net/profile/Stephane_Onnee/publication/263950929_Le_financement_participatif_atouts_risques_et_conditions_de_succes/links/540f02940cf2df04e759f321/Le-financement-participatif-atouts-risques-et-conditions-de-succes.pdf (Consulté le 22/06/2018).

Peffer, S., Abbeloos, E., Collet, C., Dauw, C., & Roloux, D. (2010). *Vade-mecum du financement des PME*. 1^{ère} édition. Bruxelles : Editions De Boeck et Larcier.

Pince, A. (2018). *La Commission Européenne Propose D'Encadrer Le Crowdfunding*. Récupéré de Forbes <https://www.forbes.fr/finance/la-commission-europeenne-propose-d-encadrer-crowdfunding/?cn-reloaded=1,&cn-reloaded=1> (Consulté le 20/07/2018).

Puschmann, T. (2017). Fintech. *Business & Information Systems Engineering*, 59(1), 69-76. DOI : 10.1007/s12599-017-0464-6.

Ramos, J. (2014). Crowdfunding and the Role of Managers in Ensuring the Sustainability of Crowdfunding Platforms. *JRC Scientific and Policy Report*. Récupéré de <ftp://ftp.jrc.es/pub/EURdoc/JRC85752.pdf>.

Rampton, J. (2016). *What regulation crowdfunding in the JOBS Act means to entrepreneurs and startups*. Techcrunch. Récupéré de <https://techcrunch.com/2016/10/12/what-regulation-crowdfunding-in-the-jobs-act-means-to-entrepreneurs-and-startups/> (Consulté le 15/06/2018).

Règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/. (2017). *Journal officiel*, L168/12, 12-82. Récupéré de : <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=CELEX%3A32017R1129> (Consulté le 20/07/2018).

Ries, E. (2015). *Lean Startup - Adoptez l'innovation continue*. Paris : Pearson.

Rousseau, J.-P. (2015). *Le capital est comme l'eau : il afflue vers les zones fertiles*. 360° - L'actualité financière en mode plein écran. N°6 – Décembre 2015. Récupéré de http://monargentetmoi.be/sites/default/files/febelfin_newsletter_fr_v6.pdf (Consulté le 03/07/2018).

Scholz, N. (2015). *The relevance of crowdfunding*. Wiesbaden : Springer.

Schrever, K., Lemaire, E., & de Troostembergh, X. (2017). *Le Crowdfunding en Belgique : Une croissance soutenue*. BoleroCrowdfunding. Récupéré de <https://bolero-crowdfunding.be/fr/news-events/actualites/whitepaper-2017> (Consulté le 18/05/2018).

Schwienbacher, A., & Larralde, B. (2010). Crowdfunding of small entrepreneurial ventures. *Handbook of Entrepreneurial Finance* (Oxford University Press).

Secrétariat général du Conseil. (2016). Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation. *Conseil de l'Union européenne, Dossier interinstitutionnel : 2015/0268 (COD)*. Récupéré de <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-9801-2016-INIT/fr/pdf> (Consulté 20/07/2018).

Spreds. (2018). A propos. Récupéré de <https://www.spreds.com/fr> (Consulté le 15/06/2018).

Spreds. (2018a). A quoi correspond le terme Co-Investisseur(s) ? Récupéré de <https://www.spreds.com/fr/faq/pour-les-investisseurs/19> (Consulté le 22/07/2018).

Spreds. (2018b). Comment investir sur Spreds ? Récupéré de <https://www.spreds.com/fr/why-invest> (Consulté le 22/07/2018).

Spreds. (2018c). Lever des fonds n'a jamais été aussi simple. Récupéré de <https://www.spreds.com/fr/raise> (Consulté le 22/07/2018).

Surowiecki, J. (2004). *The Wisdom of Crowds*. Anchor Books.

The World Bank. (2013). *Crowdfunding's Potential for the Developing World (infoDev)*. Finance and Private Sector Development Department. Récupéré de https://www.infodev.org/infodev-files/wb_crowdfundingreport-v12.pdf.

Thies, F., Wessel, M., & Benlian, A. (2014). Understanding the Dynamic Interplay of Social Buzz and Contribution Behavior within and between Online Platforms - Evidence from Crowdfunding. Récupéré de <https://pdfs.semanticscholar.org/ef94/73055dd96e5d146c88ae3cc88d06e7adfd07.pdf> (Consulté le 18/06/2018).

Tomczak, A., & Brem, A. (2013). A Conceptualized Investment Model of Crowdfunding. *Venture Capital. An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 15(4), 335-359. Récupéré de <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/13691066.2013.847614>.

Vadé, C. (2017). *La FinTech va-t-elle révolutionner le secteur financier ?* Récupéré de <https://blog.tricount.com/fr/la-fintech-va-t-elle-revolutionner-le-secteur-financier> (Consulté le 31/07/2018).

Vulkan, N., Åstebro, T., & Sierra, M. (2015). Equity crowdfunding: A new phenomenon. *Saïd Business School WP 2015 – 21*. Récupéré de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2700236.

Walterus, B., & Williams, S. (2014). *Crowdfunding in Belgium – 2014*. KPMG. Récupéré de <https://www.febelfin.be/sites/default/files/InDepth/crowdfunding-brochure.pdf> (Consulté le 02/07/2018).

Wilson, K. E., & Testoni, M. (2014). *Improving the role of equity crowdfunding in Europe's capital markets*. Bruegel Policy Contribution. Récupéré de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2502280.

1819 – Brussels. (2017). *Financement de votre entreprise par le biais de Business Angels*. Entreprendre à Bruxelles. Récupéré de <https://www.1819.brussels/fr/content/financement-de-votre-entreprise-par-le-biais-de-business-angels> (Consulté le 03/07/2018).