



UNIVERSITE CATHOLIQUE DE LOUVAIN
LOUVAIN SCHOOL OF MANAGEMENT

L'étude des titres reçus en contrepartie du *crowdfunding* comme une alternative possible aux comptes d'épargne réglementés pour les particuliers belges.

Promoteur : Pr. Guerit Sarens

Mémoire-recherche présenté par Mathilde Van Breusegem

en vue de l'obtention du titre de
Master 120 crédits en sciences de gestion

ANNEE ACADEMIQUE 2015-2016

Par la présente, je tiens à adresser mes remerciements aux différentes personnes ayant participé au bon déroulement de ce mémoire.

- Mon promoteur, le Professeur Guerrit Sarens, pour ses conseils qui ont permis une amélioration significative de la qualité de ce mémoire.
- Ma famille et mes amis pour leur soutien durant mes études et plus particulièrement durant la rédaction de ce mémoire.
- L'ensemble de l'équipe de Mymicroinvest qui m'a permis de connaître le *crowdfunding*, de m'y intéresser et d'approfondir le sujet.
- Vincent et Martin pour leurs relectures et conseils.

Juillet 2016

Table des matières

Table des matières	V
Table des figures	VII
Introduction	1
Section I. Les actifs financiers des particuliers belges	3
Introduction.....	3
Méthodologie	3
Base théorique.....	3
1. Les actifs financiers : Généralités	3
1.1 Définitions	3
1.2 Catégorie d'actifs financiers.....	4
1.3 La formation d'actifs financiers au niveau macroéconomique.....	4
2. Le <i>crowdfunding</i> au sein des actifs financiers	8
2.1 Définition	8
2.2 <i>Crowdfunding</i> non-financier	9
2.3 <i>Crowdfunding</i> financier.....	10
Analyse et traitement de données : La ventilation des actifs financiers détenus par les particuliers belges.....	10
1. Numéraire et dépôts à vue	11
2. Dépôt d'épargne	12
3. Autres dépôts.....	12
4. Titres de créances	13
5. Les actions et participations.....	13
6. Droits sur les réserves techniques d'assurance, de fonds de pension et de garantie standard.....	13
Conclusion	14
Section II. Théorie du portefeuille et diversification	15
Introduction.....	15
Méthodologie	15
Base théorique : Aperçu de la littérature	16
1. Le risque des actifs financiers.....	16
1.1 Risque de marché	17
1.2 Risques de crédit (ou de contrepartie).....	17
1.3 Risque de liquidité.....	17

1.4 Risque opérationnel.....	17
2. Le rendement des actifs financiers.....	18
3. Fiscalité.....	19
Etude de cas : Application de la théorie du portefeuille au dépôt d'épargne et au <i>crowdfunding</i> en Belgique.	19
1. Risques	19
1.1 Risque de marché	19
1.2 Risque de crédit.....	22
1.3 Risque de liquidité.....	29
1.4 Risque opérationnel.....	31
1.5 Autres risques	34
2. Rendement.....	35
2.1 Rémunération des dépôts d'épargne réglementés en Belgique.....	35
2.2 Rémunération des titres de <i>crowdlending</i>	38
2.3 Rémunération des titres de <i>crowdinvesting</i>	40
3. Fiscalité.....	45
3.1 Fiscalité liée aux dépôts d'épargne règlementés	45
3.2 Fiscalité liée aux titres reçus en contrepartie du <i>crowdfunding</i>	45
4. Synthèse.....	48
Conclusion	51
Section III. Motifs de détention des dépôts d'épargne et des titres reçus en contrepartie du <i>crowdfunding</i> financier.	53
Introduction.....	53
Méthodologie	53
Motifs de détention des dépôts d'épargne et des titres reçus en contrepartie du <i>crowdfunding</i> financier.....	55
1. Dépôts d'épargne réglementés.....	55
1.1 Epargner pour financer un projet.....	55
1.2 Epargne de précaution	56
2. Crowdfunding financier.....	57
2.1 Incitants financiers	57
2.2 Incitants non financiers	58
Le profil des <i>crowdfunders</i> financiers : Barrières à l'entrée	62
1. Le revenu des <i>crowdfunders</i> financiers	62
2. Niveau d'éducation.....	63
3. L'âge.....	63
Conclusion	64
Section IV. Regards sur l'avenir du <i>crowdfunding</i>	66

Introduction	66
Méthodologie	66
Analyse de marché du <i>crowdfunding</i> : Recueil et traitement de données	67
1. Historique	67
2. Croissance et tendance de marché	68
2.1 Evolution et projection des montants levés grâce au crowdfunding à travers le monde entre 2010 et 2020.....	68
2.2 Répartition des montants levés en 2014 et 2015 par type de crowdfunding au niveau mondial	68
2.3 Comparaison par pays	70
Evolution du crowdfunding vers un marché plus mature	71
1. Formation	71
2. Législation plus favorable.....	72
2.1 Relèvement de la limite d'investissement	72
2.2 L'application du <i>Tax Shelter</i>	73
3. Améliorer la liquidité.....	73
4. Améliorer la transparence.....	73
4.1 Avant l'investissement	73
4.2 Après l'investissement	74
5. Collaboration entre les plateformes de crowdfunding et d'autres institutions financières	74
6. Sortie réussie	75
Conclusion	75
Conclusion et pistes de recherches	78
Bibliographie	82
Annexes	94
Annexe 1. Schématisation du système de comptabilisation européen SEC	94
Annexe 2. Ventilation des actifs financiers détenus par les particuliers belges entre 2007 et 2015 : Recueil et traitement des données	96
Annexe 3. Théorie du portefeuille : Explication supplémentaires (Markowitz, 1952)	98
Annexe 4. Veille concurrentielle de six banques actives en Belgique	100
Annexe 5. <i>Ratings</i> attribués à plusieurs banques actives en Belgique par les agences de notation <i>Standard&Poor's</i> , <i>Moody's</i> et <i>Fitch</i> : Recueil et interprétations des données	109
Annexe 6. Exemples d'informations qu'un investisseur peut trouver sur les plateformes de <i>crowdfunding</i> belges.....	114
Annexe 7. Critères de sélection des projets sur les plateformes belges de <i>crowdfunding</i> financier.....	117
Annexe 8. Exemple de remboursement d'un « amortizing loan »	120

Annexe 9. Test de connaissance proposé sur la plateforme Bolero Crowdfunding	122
Annexe 10. Evolution et projection des fonds levés grâce au <i>crowdfunding</i> à travers le monde entre 2010 et 2020 : Recueil et traitement de données	125
Annexe 11. Répartition des montants levés par type de <i>crowdfunding</i> à travers le monde en 2014 et 2015 : Recueil et traitement de données	126
Annexe 12. Fonds levés par habitants grâce au <i>crowdfunding</i> en 2014 et 2015 dans différents pays et régions : Recueil et traitement de données	127
Annexe 13. Informations supplémentaires concernant l'implication des banques dans les activités de <i>crowdfunding</i>	129

Table des figures

Figure 1 Evolution des actifs financiers détenus par les particuliers belges entre 2007 et 2015.....	11
Figure 2 Evolution des taux d'intérêt directeurs de la BCE entre 2007 et 2016	20
Figure 3 Ratings attribués par les agences de notation Standard&Poor's, Moody's et Fitch à des banques actives en Belgique.....	23
Figure 4 Etapes de déploiement d'une entreprise et évolution de ses potentiels revenus	24
Figure 5 Cotation du titre MMIF/Domobios sur le marché Euronext Expert Market le 1 ^{er} Mars 2016 à 11h30	31
Figure 6 Taux d'inflation en Belgique entre janvier 2015 et avril 2016.....	38
Figure 7 Cours de l'action Rewalk Robotics LTD du 12 septembre 2014 au 20juin2016 cotée sur le marché boursier NASDAQ	42
Figure 8 Cours de l'action Strategic Minerals LTD du 21 Juin 2011 au 20juin2016 cotée sur le marché boursier AIM géré par le London Stock Exchange	43
Figure 9 Indicateur de confiance des consommateurs belges entre 2000 et 2016.....	57
Figure 10 Evolution et projection des montants levés grâce au crowdfunding à travers le monde entre 2010 et 2020.....	68
Figure 11 Répartition des montants levés par type de crowdfunding à travers le monde en 2014 et 2015	69
Figure 12 Fonds levés par habitants grâce au crowdfunding en 2014 et 2015 dans quatre pays européens : Belgique, Pays Bas, France, Royaume Unis et en Amérique du Nord	70
Figure 13Table d'interprétation des ratings octroyés par l'agence Standard & Poor's (Standard & Poor's, 2016)	111
Figure 14 Table d'interprétation des ratings octroyés par l'agence Moody's	112
Figure 15Table d'interprétation des ratings octroyés par l'agence Fitch	113
Figure 16 Barre déroulante d'informations fournies à l'investisseur sur la plateforme Bolero Crowdfunding	114
Figure 17 Section « prévisions et résultats financiers » de la campagne « Bikelife » financée avec succès sur la plateforme Bolero Crowdfunding.....	114

Figure 18 Barre déroulante d'informations fournies à l'investisseur sur la plateforme Mymicroinvest	114
Figure 19 Section « Marché » de la campagne « Zen Car » financée avec succès sur la plateforme Mymicroinvest.....	115
Figure 20 Barre déroulante d'informations fournies à l'investisseur sur le site Look&Fin.....	116
Figure 21 Section « Analyse » de la campagne Celyatis financée avec succès sur la plateforme Look&Fin.....	116
Figure 22 Critères de sélection mis en place par la plateforme Bolero Crowdfunding.....	117
Figure 23 Critères de sélection mis en place par la plateforme Mymicroinvest et disponibles sur le site internet.....	117
Figure 24 Critères de sélection mis en place par la plateforme Mymicroinvest et obtenus par l'auteur lors de son stage chez Mymicroinvest	118
Figure 25 Critères de sélection mis en place par la plateforme Look&fin.....	119
Figure 26 Données concernant le prêt octroyé à la start-up Smartflat	120
Figure 27 Tableau des mensualités perçues par les <i>crowdlenders</i> de la start-up Smartfalat qui a réussi sa campagne de crowdlending avec succès sur la plateforme Mymicroinvest	120

Introduction

Dans un souci de placer l'humain et la création de valeur au centre des transactions financières et au cœur des décisions importantes de notre temps, je me suis intéressée au *crowdfunding* financier car il permet de lier ces deux aspects importants à mes yeux. En effet, d'un côté, l'objectif principal du *crowdfunding* est le financement des *start-ups* et le développement économique d'un pays ou d'une région en soutenant l'innovation, l'entrepreneuriat et la création d'emploi et, d'un autre côté, le *crowdfunding* regroupe également des valeurs comme la sympathie (aider un proche dans son projet), le partage (partage d'idées, de conseils, d'argent), le soutien (envers un proche, d'une cause philanthropique, sociale, écologique, économique), la démocratisation et l'humanisation de la finance.

Olivier de Duve, CEO de Mymicroinvest, une plateforme belge de *crowdfunding*, émet souvent l'hypothèse que le marché belge du *crowdfunding*, le financement de l'économie réelle et la création d'emploi peuvent être stimulés si les particuliers belges décident d'investir une partie de leurs liquidités endormies sur leur(s) livret(s) d'épargne dans des titres de *crowdfunding*.

L'objectif de ce mémoire est d'étudier la faisabilité de cette hypothèse : est-il réellement possible que le particulier belge se tourne vers les titres de *crowdfunding* à l'instar des dépôts d'épargne ?

Pour essayer de répondre à cette question, j'ai suivi un raisonnement en plusieurs étapes dont chaque étape correspond à une section de ce mémoire.

Premièrement, je suis partie du constat initial que les montants épargnés sur des livrets d'épargne ne cessent de croître en Belgique alors que les taux d'intérêt rémunérateur frôlent le zéro.

Deuxièmement afin de comprendre l'arbitrage effectué par les particuliers belges, j'ai étudié théoriquement, les risques et les rendements des actifs financiers et, ensuite j'ai appliqué cette théorie aux comptes d'épargne réglementés de six banques actives en Belgique et aux titres de *crowdfunding* offerts par trois plateformes de *crowdfunding* belge.

Les conclusions de cette analyse m'ont alors amené à approfondir ma réflexion en analysant les motifs de détention des livrets d'épargne et des titres de *crowdfunding* qui vont au-delà des

risques et des rendements potentiels. Ensuite, d'un point de vue plus pratique, je me suis demandée si tout le monde pouvait se permettre d'investir dans des titres de *crowdfunding* ou s'il existait des barrières à l'entrée.

Quatrièmement, j'ai analysé les tendances actuelles de marché du *crowdfunding* et les pistes d'amélioration qui doivent être envisagées afin de permettre une croissance du marché et d'inciter les investisseurs à véritablement se tourner vers le *crowdfunding* dans le futur.

Au lieu de choisir la mise en forme standard préconisée pour les mémoire-recherche, c'est-à-dire dire, en deux parties comprenant distinctement une revue de la littérature et une application, j'ai choisi une structure « en cascade » pour plus de clarté dans l'argumentation et la recherche de conclusions. Par conséquent, au sein de chaque section, il existe, une introduction, une méthodologie propre à la section, un corps de texte avec une partie théorique soutenue par la littérature scientifique, une autre plus pratique et une conclusion qui permet de faire le point sur les apports de la section et d'introduire la section suivante grâce aux questions que cette dernière a soulevées.

En parcourant la littérature, j'ai découvert qu'une étude a été récemment menée en Espagne par Hernando (2016) sur la possibilité que les ménages espagnols se détournent des fonds de pension et des dépôts d'épargne traditionnels pour investir dans des titres de *crowdlending*. Cette étude repose sur une étude empirique alors que j'ai choisi d'étudier cette problématique qualitativement. Je reviendrai sur cette limite dans la conclusion de ce travail.

L'étude de cas repose exclusivement sur des recherches et n'a pas donné lieu à des interviews avec des spécialistes car l'information trouvée sur les sites internet, les articles scientifiques ou les connaissances acquises lors de mon stage dans une société de *crowdfunding* m'ont semblé suffisantes pour répondre pertinemment à la question de recherche. Néanmoins, il est vrai que des interviews auraient pu apporter un aspect supplémentaire et une autre vision de la problématique.

Par ailleurs, seul le point de vue de l'investisseur est pris en considération, celui de l'entrepreneur étant délibérément exclu de mon analyse car il n'est pas pertinent au regard de la question de recherche.

Section I. Les actifs financiers des particuliers belges

Introduction

La première section s'intéresse aux actifs financiers détenus par les particuliers belges au sein de leur portefeuille avec un intérêt particulier pour les dépôts d'épargne et les titres reçus en contrepartie du *crowdfunding*. Cette section est divisée en deux parties.

Méthodologie

La première partie parcourt la théorie entourant les actifs financiers sur base d'articles scientifiques traitant du sujet et de textes juridiques. Certains rapports économiques rédigés par la Banque Nationale de Belgique ou encore par la banque ING pour le compte du SPF Economie et Finance sont exploités afin d'avoir un aperçu statistique de la situation belge. Concrètement, l'étude se porte sur la définition d'un actif, les différentes formes prises par ceux-ci, les conditions permettant la formation d'un portefeuille (épargne, revenu disponible, etc.) mais également la place prise par les titres de *crowdfunding* au sein d'un portefeuille.

La deuxième partie est une analyse et un traitement de données des différents actifs détenus par les particuliers belges depuis 2007 permettant ainsi de se faire une idée de l'évolution des choix des investisseurs. Les données sont extraites de la base de données de la Banque Nationale Belge et traitées pour répondre au mieux à la problématique initiale.

Base théorique

1. Les actifs financiers : Généralités

1.1 Définitions

Selon l'article 5.04 du règlement européen relatif au système européen des comptes nationaux et régionaux dans l'Union européenne (2013), « un actif financier constitue une réserve de valeur représentant un avantage ou une série d'avantages revenant à un propriétaire économique

du fait de la détention de l'actif ou de son utilisation pendant une période déterminée. Il constitue un moyen de transférer de la valeur d'une période comptable à une autre ».

Les avantages perçus par le détenteur peuvent prendre la forme de paiements (articles 5.03 et 5.05 du règlement européen relatif au système européen des comptes nationaux et régionaux dans l'Union européenne, 2013).

Finalement, un actif financier se caractérise par la *formation d'une réserve de valeur* pour l'agent économique et la *création d'un rendement*.

1.2 Catégorie d'actifs financiers

Afin de se faire une idée concrète de la forme que peut prendre un actif financier, l'article 5.12 du règlement européen relatif au système européen des comptes nationaux et régionaux dans l'Union européenne (2013), distingue huit catégories d'actifs financiers: or monétaire et droits de tirages spéciaux (1); numéraire et dépôts (2); titres de créances (3); crédits (4) ; actions et parts de fonds d'investissement (5); droits sur les provisions techniques d'assurances, sur les fonds de pensions et sur les réserves de garanties standards (6); produits financiers dérivés et options sur titres des salariés (7); autres comptes à recevoir/ à payer¹(8).

1.3 La formation d'actifs financiers au niveau macroéconomique

Le tableau 1 ci-dessous place les actifs financiers au sein du système de comptabilisation européen SEC qui schématise l'activité économique d'une nation et des différents secteurs institutionnels qui la composent : sociétés non financières, sociétés financières, administrations publiques, particuliers et le reste du monde (article 1.57 du règlement européen relatif au système européen des comptes nationaux et régionaux dans l'Union européenne, 2013).

Le système de comptabilisation européen SEC est entièrement établi par le règlement européen relatif au système européen des comptes nationaux et régionaux dans l'Union européenne (2013).

¹ La définition de chacun de ses termes se trouve dans le règlement européen relatif au système européen des comptes nationaux et régionaux dans l'Union européenne (2013)

Dans le cadre de cette section, seuls les particuliers (ménages et institutions sans buts lucratifs au service des ménages) sont analysés car ils représentent la catégorie la plus pertinente au regard de la question de recherche.

Tableau 1. Le système de comptabilisation européen SEC à partir du compte d'utilisation du revenu disponible²

Emplois	Ressources
UTILISATION DU REVENU DISPONIBLE	
Dépenses de consommation	Revenu disponible
Epargne	
Emplois	Ressources
COMPTE DE CAPITAL	
Formation de capital (Investissement)	Epargne
Transferts en capital versés	Transferts en capital reçus
Solde net à financer	
Emplois	Ressources
COMPTE FINANCIER	
Formation d'actifs financiers	Solde net à financer
Nouveaux engagements financiers	

Comme le montre ce tableau, les particuliers emploient leur revenu disponible³ pour financer leurs dépenses de consommation. Le montant qui n'est pas dépensé permet à l'agent économique de constituer une épargne (compte d'utilisation du revenu disponible).

Les particuliers utilisent ensuite leur épargne pour effectuer des opérations financières (compte de capital et compte financier).

² Le système de comptabilisation SEC au couplet se trouve à l'annexe 1.

³ La composition du revenu disponible est décrite à l'annexe 1.

L'épargne des particuliers ainsi que les transferts en capitaux nets⁴ sont employés, d'une part pour la formation de capital, c'est-à-dire les investissements dans les actifs réels comme les biens mobiliers ou immobiliers (compte en capital) et d'autre part, pour la formation d'actifs financiers.

Par ailleurs, un passif financier peut venir supporter la formation d'actifs réels et financiers. En vertu de l'article 5.06 du règlement européen relatif au système européen des comptes nationaux et régionaux dans l'Union européenne (2013), « les passifs sont établis lorsqu'un débiteur est tenu d'effectuer un paiement ou une série de paiements à un créancier », comme dans le cas d'un emprunt, d'un crédit hypothécaire, d'un crédit à la consommation, etc.

Finalement, le solde net à financer désigne *la variation/ le flux* d'actifs et d'engagements financiers dans le portefeuille des particuliers au cours de la période étudiée.

Implications

Premièrement, le système de comptabilisation permet de mettre en évidence l'existence d'une relation entre l'épargne brute des particuliers et la formation d'actifs financiers.

En effet, l'agent a besoin de constituer préalablement une épargne pour former un portefeuille d'actifs financiers (Stinglhamber, Van Nieuwenhuyze, & Zachary, 2011). Il peut également contracter des engagements financiers pour se procurer des actifs financiers mais d'après le rapport de la Banque Nationale de Belgique relatif à l'épargne et au financement de l'économie belge (2015), les engagements des particuliers regroupent généralement des crédits hypothécaires permettant la formation d'actifs réels plutôt que la formation d'actifs financiers.

La relation inverse n'est cependant pas vérifiée car un particulier n'alloue pas forcément son épargne à la formation d'actifs financiers mais peut également décider de l'investir dans des actifs réels.

Deuxièmement, même si l'épargne est à la base de la formation des actifs financiers, il ne faut pas oublier que le revenu disponible, les préférences temporelles et d'autres motifs discutés *supra* (section III. Motifs de détention des dépôts d'épargne et des titres reçus en contrepartie

⁴ Les transferts en capitaux nets représentent la différence entre les transferts en capitaux reçus et versés. Des exemples de transferts en capitaux sont listés à l'annexe 1.

du *crowdfunding* financier) permettent aux particuliers de former l'épargne nécessaire à la formation d'un portefeuille.

- Le revenu disponible

Il existe une corrélation positive entre le revenu disponible des particuliers et leur taux d'épargne, c'est-à-dire, le rapport entre l'épargne et le revenu disponible des ménages. De ce fait, le taux d'épargne tend à augmenter lorsque le revenu disponible augmente (Klawitter, Anderson, & Gugerty, 2013). Selon Philippe Ledent (2009), cette relation n'est toutefois pas linéaire. Cela signifie qu'une hausse du revenu, lorsque celui-ci est relativement faible, pousse les agents à épargner plus que lorsque le revenu disponible est déjà relativement élevé.

Par ailleurs, les particuliers disposant d'un revenu disponible plus élevé constituent un portefeuille d'actifs financiers plus risqués car le patrimoine des haut-revenus tend à diminuer lors des périodes de crises et à augmenter lors des périodes de reprise pendant lesquelles leur patrimoine reprend de la valeur (Manceaux, 2016).

Certains ménages dont le revenu disponible est faible sont obligés de désépargner pour couvrir l'ensemble de leurs dépenses de consommation. Ces derniers ne peuvent pas former d'épargne et, par conséquent, ne peuvent pas se permettre de former un portefeuille d'actifs (Ledent, 2009). Il en est de même pour les ménages dépensiers qui consacrent l'entièreté de leur revenu disponible à des dépenses de consommation (Werneryd, 1999).

Selon une enquête menée par l'ING International Survey en 2015 auprès de 1004 adultes belges, 12% des belges n'ont pas ouvert de compte d'épargne, 46% ont un et 42% en ont plus d'un. En outre, 29% estiment ne pas posséder d'épargne même si néanmoins un compte d'épargne est ouvert car il y a trop peu d'argent sur le dépôt que ces avoirs ne peuvent être considéré comme un épargne. En effet, une partie de l'épargne, si celle-ci est faible peut être utilisée pour couvrir des dépenses de consommations basiques ou journalières dans le futur, et ne permet donc pas la formation d'actifs financiers (Xiao & Noring, 1994). Cette proportion est restée stable au cours des deux dernières années. La raison de ce manque d'épargne dans certains ménages est dû au faible revenu, aux factures élevées et aux dépenses imprévues. (Baert, 2016).

- Préférence temporelle

La décision de former une épargne repose sur une décision faite par l'agent de consommer aujourd'hui ou de reporter celle-ci à une période ultérieure (Klawitter, Anderson, & Gugerty, 2013).

Cette section permet également de comprendre la distinction entre l'épargne brute et les dépôts d'épargne. En effet, dans le langage courant, ces deux termes sont souvent confondus et le terme « épargne » est utilisé pour définir les deux notions alors qu'elles recouvrent deux réalités différentes.

En effet, l'épargne brute qui est la différence entre le revenu disponible brut et les dépenses de consommation finale permet, entre autres, la formation d'actifs financiers dont les dépôts d'épargne font partie (voir *infra* : types d'actifs financiers).

2. Le *crowdfunding* au sein des actifs financiers

2.1 Définition

Le *crowdfunding* est un mode de financement de projets (artistiques, entrepreneuriaux, etc.) par un groupe important d'individus plutôt que par des professionnels, comme par exemple, les banques, les *venture capitalist's* (VC) ou les *business angel's* (BA) (Schwienbacher & Larralde, 2010).

Les activités de *crowdfunding* s'exercent souvent grâce à une plateforme de *crowdfunding* sur internet qui permet de mettre facilement en relation les entrepreneurs et les investisseurs (Schwienbacher & Larralde, 2010).

Le *crowdfunding* peut se décliner en deux grandes catégories en fonction de la récompense offerte en contrepartie de l'investissement : le *crowdfunding* non-financier (donation et récompense) et le *crowdfunding* financier (prêt et prise de participation dans le capital de l'entreprise) (Fleming & Sorenson, 2016).

Le règlement européen relatif au système européen des comptes nationaux et régionaux dans l'Union européenne (2013) ne place pas encore les titres reçus en contrepartie du *crowdfunding* au sein du système européen de comptabilisation SEC. Toutefois, en fonction de la contrepartie reçue pour chaque type de *crowdfunding*, il est possible de les assimiler à une catégorie du système de comptabilisation européen.

2.2 Crowdfunding non-financier

Donation

Le public se mobilise financièrement et par sympathie pour une cause, le plus souvent philanthropique ou culturelle, sans attendre de compensation en retour (Frydrych, Bock, Kinder, & Koeck, 2014).

D'un point de vue macroéconomique, une donation ou un legs est un paiement en espèces ou en nature effectué sans contrepartie entre des agents économiques et, dans ce cas-ci, se rattachant à des secteurs institutionnels différents. De ce fait, ces derniers sont assimilés à un transfert en capital⁵ (article 4.165 du règlement du 21 mai 2013 relatif au système européen des comptes nationaux et régionaux dans l'Union européenne, 2013) et ce type de *crowdfunding* ne peut donc pas être identifié à un actif financier.

Récompense

Le public s'attend à recevoir en exclusivité, non pas un retour financier, mais un produit en nature liés ou non à son investissement (Frydrych, Bock, Kinder, & Koeck, 2014). C'est un moyen pour un entrepreneur ou un porteur de projet de faire découvrir le service ou le produit en développement à ses potentiels futurs clients qui auront alors la satisfaction d'en être les premiers acquéreurs (Fleming & Sorenson, 2016).

Les récompenses peuvent être assimilées à un échange entre unités institutionnelles dont la contrepartie est en nature (article 1.71 du règlement du 21 mai 2013 relatif au système européen des comptes nationaux et régionaux dans l'Union européenne, 2013). De ce fait, celles-ci peuvent être considérées comme une dépense de consommation finale car le *crowdfunder* dépense une somme d'argent et acquiert un bien ou des services en contrepartie, qui sont « utilisés pour la satisfaction directe des besoins individuels ou collectifs des membres de la collectivité » (Article 3.94 du règlement du 21 mai 2013 relatif au système européen des comptes nationaux et régionaux dans l'Union européenne, 2013).

Par conséquent, les récompenses ne peuvent pas être assimilées à des actifs financiers.

⁵ Des exemples de transferts en capitaux sont listés à l'annexe 1

2.3 Crowdfunding financier

Prêt ou crowdlending

Un *crowdlender* investit dans une société de son choix et reçoit en contrepartie, un titre de créance qui est remboursé à l'échéance avec d'éventuels intérêts. Ceux-ci peuvent être perçus de manière périodique ou lors du remboursement du prêt (Avery, 2013).

De ce fait, le titre de *crowdinvesting* peut être considéré comme un actifs financier car il permet l'octroi d'un rendement à son détenteur (voir infra : Section I. 1. Définitions). Le livre blanc du *crowdfunding* rédigé par la plateforme flamande de *crowdfunding*, Bolero (2016) considère que les titres reçus en contrepartie du *crowdlending* peuvent être assimilés à un nouveau type d'actifs nommé « prêt aux entreprises ».

Equity ou crowdinvesting

Après son investissement, l'agent économique détient des parts dans la société *crowdfundée* (Fleming & Sorenson, 2016). Ces parts permettent notamment une participation pécuniaire aux bénéfices de la société sous la forme de dividendes qui sont toutefois rares dans le cas des start-ups (voir *supra*). L'investisseur peut également espérer recevoir une plus-value lors de la revente de ses parts ou lors d'une introduction en bourse (Mason & Harisson, 2002).

Au niveau macroéconomique, le titre reçu en contrepartie peut-être être identifié à une action, détenue dans l'entreprise *crowdfundée*, c'est-à-dire, « actif financier représentatif d'un droit sur la valeur résiduelle d'une société après désintéressement de tous les créanciers » (article 5.141 du règlement du 21 mai 2013 relatif au système européen des comptes nationaux et régionaux dans l'Union européenne, 2013).

Analyse et traitement de données : La ventilation des actifs financiers détenus par les particuliers belges

La figure 1. (*cfr* page suivante) met en évidence l'évolution des actifs financiers détenus par les particuliers belges entre 2007 et 2015. Les données proviennent du compte de patrimoine des actifs financiers extrait de la base de données de la Banque Nationale Belge le 17 Mai 2016. Les données ont été traitées par l'auteur en fonction de la pertinence vis-vis de la problématique. Les résultats du traitement de données se trouvent à l'annexe 2.

A l'instar du compte financier analysé *infra* (Section I. 1.2 La formation d'actifs financiers au niveau macroéconomique), le compte de patrimoine dresse, à un moment précis, la valeur des encours d'actifs financiers dans l'économie. Dès lors, la valeur des actifs peut varier au cours de la période analysée suite à une variation de prix, des opérations financières ou à un changement de volume.

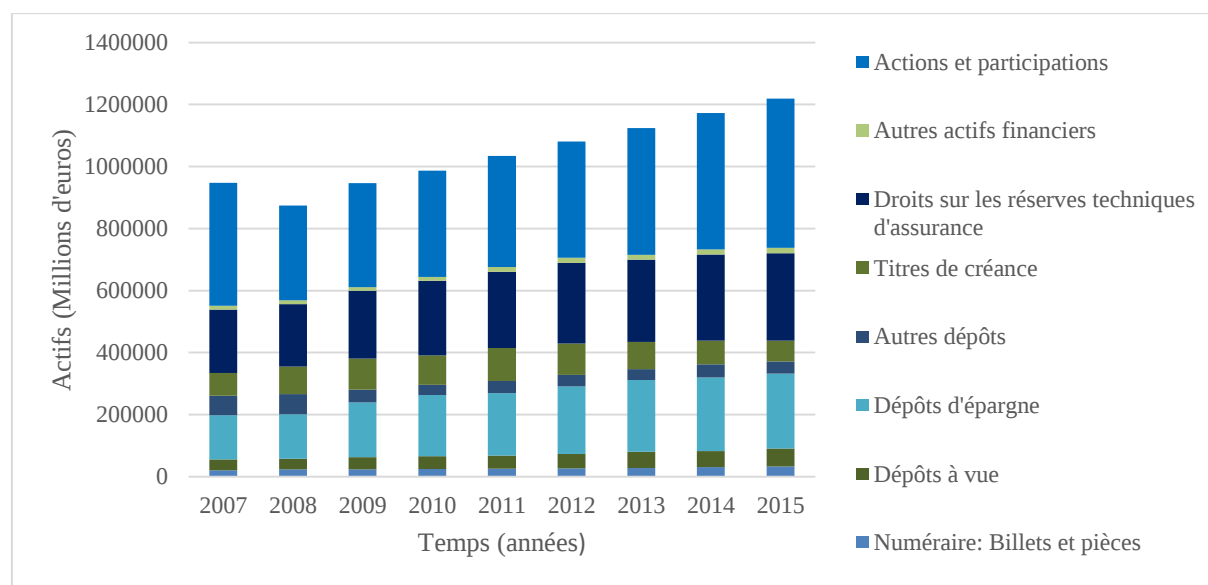


Figure 1 Evolution des actifs financiers détenus par les particuliers belges entre 2007 et 2015 (Source : *Compte financier – BNB – données extraites le 17 Mai 2016, figure retravaillée par l'auteur*)

En 2015, les particuliers disposent de 1219 milliards d'euros sous forme d'actifs financiers contre 947 milliards en 2007 (*cfr* annexe 2). Les prémices de la crise financière et bancaire (entre 2007 et 2008) ont cependant été marqués par une faible diminution de 8% des actifs financiers détenus par les particuliers qui s'élèvent alors à 874 milliards d'euros en 2008.

Le taux de croissance sur la période est de 28,66% (*cfr* annexe 2) et les taux de croissance annuel moyen est de 3,20%.

De manière plus spécifique, à l'aide de l'annexe 2, nous pouvons détailler l'évolution de chacune des catégories d'actifs financiers successivement :

1. Numéraire et dépôts à vue

Malgré une faible détention de numéraires (2-3% du portefeuille) et de dépôts sur les comptes à vue (4-5% du portefeuille) par les particuliers, la croissance du patrimoine a été importante et non négligeable entre 2007 et 2015 : 52,28% pour les numéraires et 66,41% pour les dépôts à

vue. Ces taux sont en effet nettement supérieurs au taux de croissance du total des actifs financiers (28,66%).

Entre 2007 et 2008, alors que la croissance annuelle des actifs financiers est négative (-8%), les numéraires connaissent une croissance positive de 15%. Les dépôts à vue suivent, quant à eux la même tendance que le total des actifs avec, premièrement entre 2007 et 2008, une croissance négative de 3% suivie d'une croissance positive de 14% entre 2008 et 2009. Ce taux de croissance est cependant plus prononcé que le taux de croissance annuel entre 2008 et 2009 du total des actifs qui est de 8%.

2. Dépôt d'épargne

Depuis 2008, le volume des dépôts sur les comptes d'épargne n'a cessé d'augmenter, allant de 141,656 milliards d'euros déposés en 2007 à plus de 240 milliards déposés en 2015 (*cfr* figure 1).

La crise n'a pas engendré de décroissance du volume déposé. Toutefois, le taux de croissance annuel entre 2007 et 2008 est très faible par rapport aux taux de croissance des années suivantes (1% entre 2007 et 2008 contre 23% entre 2008 et 2009 et 15% entre 2009 et 2010). Depuis lors, la croissance est plus modérée et, depuis 2014, même plus faible que le taux de croissance annuel global des actifs financiers.

De ce fait, entre 2007 et 2015, la croissance globale des dépôts sur les comptes d'épargne réglementés est de 70,33%. Il représente ainsi l'actif qui a connu la plus forte croissance depuis 2007.

En outre le pourcentage de détention dans le portefeuille a également connu une croissance de 15% en 2007 à 20% depuis 2010.

3. Autres dépôts

La valeur des autres dépôts (dépôts à terme de court et long terme) a diminué de 38% entre 2007 et 2015 devenant en 2015 l'actif le moins populaire dans le portefeuille avec les numéraires (3%). L'évolution de la valeur des autres dépôts a connu plusieurs chocs (forte chute et forte croissance)

4. Titres de créances

Les obligations ont été populaires durant la crise (20% de croissance annuelle entre 2007 et 2008 et 13% de croissance entre 2008 et 2009) mais elles ont petit à petit perdu leur notoriété depuis lors et affichent des taux de croissance annuels négatifs depuis 2010.

Globalement, entre 2007 et 2015, la valeur des obligations décroît de 9%.

La perte de popularité se fait également ressentir au niveau du portefeuille des particuliers. En effet, en 2009, 11% des actifs sont détenus sous la forme de créances contre 6% en 2015.

5. Les actions et participations

La proportion d'actions et de participations dans le portefeuille des particuliers varie entre 35 et 42% depuis 2007 représentant ainsi la catégorie d'actifs la plus détenue dans leur patrimoine financier avec les produits d'assurances.

Entre 2007 et 2015, le taux de croissance s'établit à 21,5%. Ce pourcentage est cependant inférieur à la croissance globale des actifs financiers entre 2007 et 2015 qui est de 28,52% (voir *infra*).

En outre, la crise a entraîné une décroissance de 23% entre 2007 et 2008. Cette réduction est plus accentuée que celle du total des actifs durant la même période qui est de 5%. Les actions et les participations ont donc été très sensibles à la crise.

6. Droits sur les réserves techniques d'assurance, de fonds de pension et de garantie standard

Les droits sur les réserves techniques d'assurances ont connu une croissance de 38% entre 2007 et 2015 allant de 199 milliards d'euros en 2007 à 281 milliards en 2015 dépassant ainsi largement, le taux de croissance du patrimoine financier sur la même période (28,52%).

Les particuliers détiennent environ 23 - 24% de produits d'assurance dans leur portefeuille d'actifs. Cette proportion reste stable au cours de la période analysée et permet aux produits d'assurance d'être le deuxième actif financier le mieux représenté dans le portefeuille des particuliers après les actions et participations.

La crise ne semble donc pas avoir eu beaucoup d'effets sur les produits d'assurance. Cependant, il est intéressant de remarquer qu'entre 2009 et 2010, le taux de croissance est plus élevé (10%) que les taux de croissance des autres années qui varie entre 3 et 5%.

Conclusion

Alors que le règlement européen relatif au système européen des comptes nationaux et régionaux dans l'Union européenne (2013) ne positionne pas encore les titres reçus en contrepartie du *crowdfunding* au sein du système européen de comptabilisation SEC, cette section met en évidence l'appartenance de ces derniers à un portefeuille d'actifs financiers grâce à une comparaison des contreparties reçues. De ce fait, les titres de *crowdlending* peuvent être assimilés à des obligations et ceux de *crowdinvesting*, à la catégorie action/participation. Par ailleurs, un placement d'argent sur un compte d'épargne est également considéré comme un actif financier selon le règlement européen (2013).

L'acquisition d'actifs financiers est permise grâce à la formation d'une épargne qui est le fruit d'un revenu disponible suffisant, d'un choix réfléchi de consommation actuel et futur de l'agent et d'autres motifs qui seront analysés *supra* mais qui peuvent déjà être devinés grâce aux caractéristiques d'un actif financier, c'est à dire la formation d'une réserve de valeur pour l'agent économique et la création d'un rendement.

Cette section met également en évidence, la croissance importante des dépôts d'épargne entre 2008 et 2015. En effet, les particuliers ont décidé d'octroyer une part plus importante de leur portefeuille aux dépôts d'épargne. En outre, les montants déposés augmentent également en suivant la croissance globale de la formation d'actifs financiers.

Par ailleurs, cette croissance s'est réalisée au détriment des obligations et des autres dépôts. Alors que les produits d'assurances, la monnaie fiduciaire, les dépôts à terme, les actions et les participations semblent avoir suivi l'évolution de la formation d'actifs financiers.

La section suivante étudie l'arbitrage que les particuliers belges vont opérer dans la composition de leur portefeuille. En effet, il est primordial de comprendre pourquoi les agents ont choisi spécialement les dépôts d'épargne et s'il est possible que ces derniers décident d'accorder une part de leur dépôt au *crowdinvesting* ou au *crowdlending*.

Section II. Théorie du portefeuille et diversification

Introduction

Le choix d'un agent économique dans la formation de son portefeuille subit un arbitrage entre la rémunération des différents instruments et leur risque. En outre, d'autres critères peuvent s'ajouter comme la fiscalité et les réglementations (Stinglhamber, Van Nieuwenhuyze, & Zachary, 2011).

Après un aperçu théorique du risque, du rendement et de la fiscalité applicables aux actifs financiers soutenus par la littérature scientifique et plus particulièrement de la théorie du portefeuille (Markowitz, 1952) et du *capital asset pricing model* (CAPM) mis en place par William Sharpe (1964), Jack Treynor (1962), John Lintner (1965a, b) et Jan Mossin (1966), les sous-sections suivantes appliquent l'ensemble de ces concepts aux dépôts d'épargne réglementés et aux titres reçus en contrepartie du *crowdinvesting* ou du *crowdlending*. Ainsi, pour chacun de ces actifs, les risques, le rendement et la fiscalité sont profondément analysés au travers d'une étude de cas dont la méthodologie est expliquée ci-dessous.

Méthodologie

Premièrement, chaque étape de l'étude de cas est soutenue par des articles scientifiques et des textes juridiques permettant d'introduire l'analyse sur une base solide.

Deuxièmement, l'étude de cas, à proprement parler, comprend une analyse qualitative en profondeur des comptes d'épargne réglementés⁶ offerts par six banques actives en Belgique ainsi que de trois plateformes belges de *crowdfunding* financier.

Les banques choisies sont : ING, Belfius, BNB Paribas Fortis, CBC, Axa et la Deutsche Bank.

⁶ Les comptes d'épargne pension et les comptes à terme sont délibérément exclus car ils n'entrent pas dans la catégorie des dépôts d'épargne réglementé qui connaît une croissance importante (voir *infra* Section I.1.2. Catégorie d'actifs financiers).

Les plateformes de *crowdfunding* financier sont :

- Look&Fin qui a permis le financement de quarante-neuf dossiers de type *crowdlending*.
- Mymicroinvest qui a permis le financement de huit dossiers de type *crowdlending* et de quarante-quatre dossiers de type *crowdfunding*.
- Bolero Crowdfunding qui a permis le financement de cinq dossiers de type *crowdlending* et de cinq dossiers de type *crowdfunding*.

L'étude de cas repose sur différentes sources : l'information trouvée sur les sites internet respectifs et/ou récoltée lors du stage de l'auteur chez Mymicroinvest du 1^{er} février au 29 avril 2016, sur les sites de services publics fédéraux (SPF), au sein des contrats et conditions d'investissement et de placement de certains projets particuliers.

Le marché belge du *crowdfunding* financier est encore relativement récent. En effet, Mymicroinvest et Look&fin ont lancé leurs premières campagnes en 2012 et Bolero Crowdfunding en 2015. C'est la raison pour laquelle, il n'y a pas, ou très peu d'articles scientifiques traitant de la situation belge en particulier et que le recours à des articles de presse ou à des rapports d'activité semble opportun. En outre, pour compléter certaines sections, l'utilisation d'exemples étrangers est nécessaire.

Troisièmement la section concernant la fiscalité repose exclusivement sur des textes juridiques et sur le mémento fiscal rédigé par le Service Public Fédéral de Belgique qui a pour objectif de fournir un aperçu régulièrement mis à jour de la fiscalité belge.

Par ailleurs, certaines sections ont exigé la présence de graphiques dont les données ont été principalement extraites de la base de données de la Banque Nationale Belge et traitées par l'auteur afin de répondre au mieux à la question de recherche. Les traitements de données se trouvent en annexe.

Base théorique : Aperçu de la littérature

1. Le risque des actifs financiers

Le risque résulte de l'incertitude des paiements liés à la détention de l'actif. La théorie du portefeuille soutient que la diversification des actifs qui composent un portefeuille permet de réduire le risque global de celui-ci. La diversification est soutenue, premièrement par un

nombre croissant d'actifs au sein du portefeuille et deuxièmement par une corrélation qui n'est pas parfaitement positive entre les différents actifs financiers (*cfr* annexe 3). En d'autres mots, un moyen facile de réduire le risque global du portefeuille en maximisant ses chances de rendement est d'investir son épargne dans différents actifs financiers qui ne réagiront pas identiquement à un événement identique (Markowitz, 1952).

Cependant, la diversification ne permet pas d'éliminer le risque dans sa globalité. D'un côté, plus il y a d'actifs au sein d'un portefeuille, moins un actif supplémentaire en son sein a tendance à diminuer le risque global du portefeuille (Crowell, 1973). D'un autre côté, un risque idiosyncratique (risque systématique) qui est inhérent à l'actif financier, comme le risque de liquidité, le risque de crédit ou le risque opérationnel existe et celui-ci ne peut pas être réduit par une politique de diversification du portefeuille. Finalement, seul le risque non systématique tel que le risque de marché peut être réduit grâce à la diversification. (Crowell, 1973).

1.1 Risque de marché

Le risque de marché se caractérise par une incertitude sur le prix de remboursement ou le prix de vente de l'actif suite à des changements dans les conditions de marché comme l'évolution du taux d'intérêt (risque de taux) ou du taux de change (risque de change), de l'inflation ou encore l'influence de facteurs socio-politiques, etc. (Crowell, 1973).

1.2 Risques de crédit (ou de contrepartie)

Le risque de crédit dépend de la solvabilité du débiteur, c'est-à-dire, sa capacité de remboursement d'un titre. Le risque de crédit peut porter sur l'ensemble du montant placé ou sur seulement une partie (Crépey, 2015).

1.3 Risque de liquidité

Un actif peu liquide est caractérisé par la difficulté de le vendre ou de l'acheter à un tiers avant l'échéance et à sa valeur intrinsèque (Pogue, 1970)

1.4 Risque opérationnel

Le risque opérationnel est lié à la défaillance de l'institution financière qui octroie les actifs financiers, comme les banques, assurances, plateformes de *crowdfunding*, etc. Il peut s'agir

d'une procédure de transaction mal sécurisée, de fraude, d'une erreur de la part d'un employé, etc. (Gatzert & Kolb, 2014).

Risque de fraude

Le risque de fraude résulte de la possibilité qu'un tiers s'engage dans une activité non prévue contractuellement ou légalement menant à une perte ou à une modification du revenu pour l'une des parties engagées dans le contrat (Agarwal & Sharma, 2014).

2. Le rendement des actifs financiers

Premièrement, le rendement attendu d'un actif est lié à l'ensemble des paiements générés par celui-ci durant sa période de détention par un agent économique. Le rendement est souvent incertain à cause des risques énoncés ci-dessus et est considéré, selon la théorie du portefeuille (Markowitz, 1952), comme une espérance mathématique (*cfr* annexe 3).

Deuxièmement, puisque les ménages sont souvent réticents au risque, ils vont exiger une prime de risque, c'est-à-dire, un rendement plus élevé pour des actifs plus risqués.

Le *capital asset pricing model* (CAPM) (*cfr* formule 1) présenté par William Sharpe (1964), Jack Treynor (1962), John Lintner (1965a, b) et Jan Mossin (1966) identifie le risque individuel d'un actif financier tel que :

Formule 2.

$$\bar{r}_i = r_f + \beta_{i,M}(\bar{r}_m - r_f)$$

Avec,

- r_f , le rendement d'un actif sans risque
- $\bar{r}_m$, le rendement attendu du portefeuille de marché
- $\beta_{i,M}$, le risque systématique, non diversifiable associé à l'actif i

Cependant, seul le risque non diversifiable peut être rémunéré. C'est la raison pour laquelle la théorie du CAPM ne prend pas en considération le risque qui peut être réduit via une politique adéquate de gestion du portefeuille.

La différence entre le rendement d'un actif avec et sans risque permet de compenser :

- La perte de capital anticipée
- Le risque pur, c'est-à-dire le fait d'avoir pris un risque en intégrant l'actif risqué dans le portefeuille.

3. Fiscalité

La théorie du portefeuille n'implique pas directement la prise en considération de la fiscalité applicable à certains actifs financiers car celle-ci peut être considérée comme une variable influençant le rendement (Pogue, 1970). Dans le cadre de ce travail, effectuer une distinction entre les rendements et la fiscalité permet une meilleure clarté dans le développement.

Etude de cas : Application de la théorie du portefeuille au dépôt d'épargne et au *crowdfunding* en Belgique

1. Risques

1.1 Risque de marché

Dépôts d'épargne réglementés

Le rendement d'un livret d'épargne dépend du taux d'intérêt de base et de la prime de fidélité. Ceux-ci peuvent changer au cours de la période de détention de l'actifs au sein du portefeuille (voir *supra* : Section II. 2.1 Rémunération des dépôts d'épargne réglementé en Belgique).

Les six banques analysées spécialement dans le cadre de cette section n'assurent en aucun cas le maintien des taux actuellement applicables sur leurs produits (*cfr* annexe 4). Dans la fiche obligatoire, « Informations clés pour l'épargnant », rédigée sous un format standard établi par l'arrêté royal imposant certaines obligations en matière d'information lors de la commercialisation de comptes d'épargne réglementés (2013), il est indiqué que : « le tarif de l'intérêt de base peut être modifié par la banque à tout moment. Les taux d'intérêts de base du passé ne présentent aucune garantie pour les taux futurs » et que « le tarif de la prime de fidélité peut être modifié par la banque à tout moment. Le tarif de la prime de fidélité en vigueur au moment du versement ou du départ d'une nouvelle période d'acquisition reste inchangé pendant une période de 12 mois ». En outre, chaque banque indique sur son site la manière dont le client est mis au courant de ce potentiel changement, par exemple, une notification dans les extraits

de compte, une modification sur le site, en agence, l'envoi d'un mail par la banque et/ou une modification sur la fiche « informations clés pour l'épargnant » (*cfr* annexe 4). Par ailleurs, BNP Paribas Fortis indique clairement qu'une potentielle modification des taux est due aux variations de marché (*cfr* annexe 4).

Cependant, pour les livrets d'épargne réglementés belges qui ont déjà atteint le rendement minimum légal prévu par la loi (voir *supra* : Section II. 2.2 Rémunération des dépôts d'épargne réglementé en Belgique), le risque de marché est nul.

Toutefois, il existe encore des livrets offrant un rendement plus élevé que le minimum légal. Ces derniers sont évidemment sujets à un risque de marché. Néanmoins, en cas de baisse du taux d'intérêt et grâce à l'importante liquidité des comptes d'épargne (voir *supra* : Section II. 1.3 Risque de liquidité : Dépôts d'épargne réglementés), il est facilement possible pour l'épargnant de se tourner vers un autre compte offrant un meilleur rendement.

- Perspectives d'évolution des taux applicables sur les livrets d'épargne : lien entre les taux directeurs de la BCE et le taux appliqué sur les livrets de dépôts

Depuis la crise bancaire et financière qui a éclaté en automne 2008, les politiques de la Banque Centrale Européenne sont en faveur de taux d'intérêts très faibles, nuls ou négatifs. Par exemple, le taux d'intérêt sur les principales opérations de refinancement est nul depuis mars 2016, et le taux de dépôt est négatif depuis juin 2014 (*cfr* figure 2).

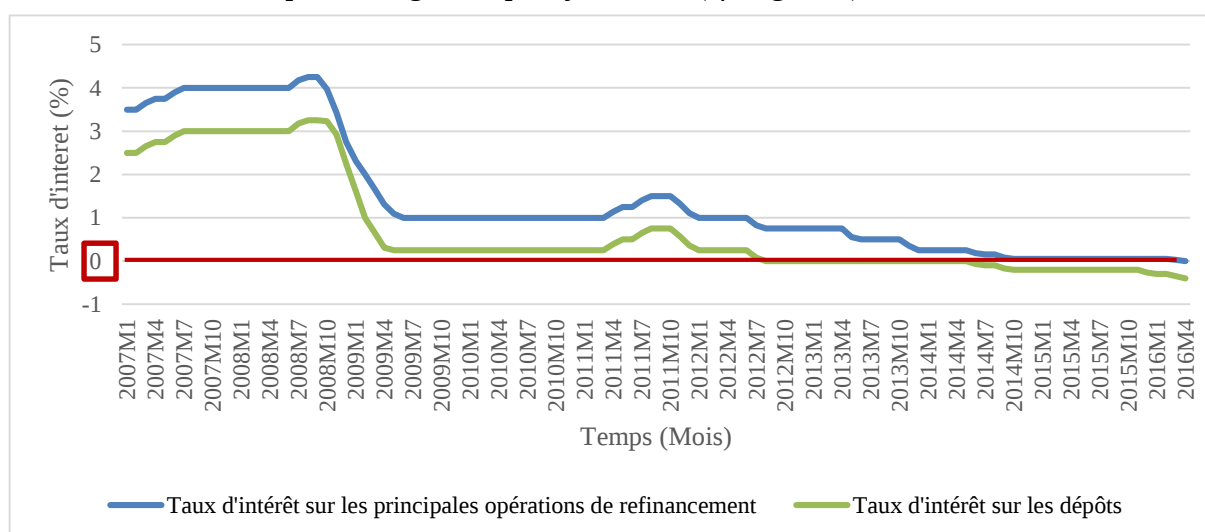


Figure 2 Evolution des taux d'intérêt directeurs de la BCE entre 2007 et 2016 (Source : BNP, données extraites le 20 Mai 2016, retravaillé par l'auteur)

La politique des taux bas mise en place par la Banque Centrale Européenne a pour objectif d'intensifier la consommation, d'accroître l'inflation et, ainsi, de stimuler l'économie (Woelfe, 2016).

En effet, un taux de dépôt négatif oblige les banques commerciales à payer afin de pouvoir déposer leurs liquidités dans les coffres de la banque centrale européenne (Woelfe, 2016). Afin d'éviter cela, les banques commerciales ont deux solutions :

- Injecter leurs liquidités dans l'économie réelle en prêtant aux entreprises et aux ménages. Par ailleurs, puisque le taux sur les opérations est dorénavant nul, les banques peuvent emprunter à la BCE sans paiement d'intérêts et sans risques et ensuite prêter cet argent aux particuliers et aux entreprises à des taux bas pour stimuler la production, la consommation, l'inflation et l'économie en général (Banque Nationale de Belgique, 2015).
- Répercuter la baisse du taux de dépôt sur leurs propres taux afin de dissuader les ménages de déposer leur argent sur des dépôts d'épargne et ainsi, ne pas alourdir le coût des liquidités pour les banques qui doivent alors rémunérer les épargnants sur leurs dépôts d'épargne et payer la BCE si les liquidités sont déposées dans un coffre (Woelfe, 2016).

Par conséquent, si les taux directeurs de la BCE continuent à baisser, ils devraient continuer à exercer une pression vers le bas des intérêts rémunérant les livrets d'épargne pour les comptes qui n'ont cependant pas encore atteint le minimum légal.

Crowdlending

Le revenu des titres reçu en contrepartie du *crowdlending* est contractuellement fixé au préalable lors de l'émission du titre (Assenova, et al., 2016). De ce fait, le risque de marché est nul.

Crowdinvesting

Plusieurs études ont été menées, notamment par Altman (1983), Liu (2004,2009), Platt & Platt (1994), Wadhawani (1986) et Zhang (2013), afin d'identifier un lien entre la performance d'une entreprise et des facteurs macroéconomiques tels que la croissance économique, la liquidité des marchés financiers et l'inflation. Ainsi, des conditions de marché peu propices ont un impact

sur la performance de l'entreprise influençant, de ce fait, l'occurrence d'une faillite ou la plus-value d'un investisseur lors de la sortie.

- La croissance économique

La croissance économique a un impact direct sur les ventes et les revenus d'une entreprise et permet un flux de trésorerie nécessaire pour la survie de celle-ci (Zhang, 2013).

- La liquidité des marchés financiers

La facilité d'octroi d'un crédit a également un impact direct sur la performance d'une entreprise car des fonds supplémentaires peuvent permettre un accroissement de l'activité (Altman, 1983). En outre, un taux d'intérêt plus élevé conduit à une plus grande probabilité de faillite car cela vient notamment accroître le coût de la dette pour les entreprises (Liu, 2009)

- L'inflation

L'effet de l'inflation sur la performance d'une entreprise est ambigu. D'un côté, selon Wadhawani (1986) et Liu (2004, 2009), l'inflation entraîne une plus grande probabilité de faillite chez les entreprises à cause de la volatilité accrue des revenus et la difficulté de remboursement des dettes aux fournisseurs dus à une hausse des prix. D'un autre côté, selon Altman (1983), l'effet est inverse car une hausse des prix entraîne une diminution de la compétitivité réduisant ainsi la probabilité d'occurrence d'une faillite.

1.2 Risque de crédit

Dépôts d'épargne réglementés

Afin d'évaluer la capacité de crédit des institutions financières, il est possible de se fier à un rating octroyé par des agences spécialisées telles que Moody's, Standard & Poor's et Fitch. Ce rating est une opinion anticipée de la solvabilité des banques et des autres institutions financières (Hau, Langfield, & Marques-Ibanez, 2013).

Les tables d'interprétation utilisées par les agences se trouvent à l'annexe 5. De manière générale, un risque de crédit très faible, voire inexistant, est exprimé par un « triple A » alors qu'un risque de défaut imminent est exprimé par les lettres « D » selon Standard & Poor's et Fitch et par « C » selon Moody's. Une banque ayant une note de BBB ou Baa peut encore être considérée comme fiable (*cfr* annexe 5).

Chaque agence, suite à une analyse de l'institution bancaire ou à des incitants de nature financière ou réputationnel, attribue un rating, parfois très différent, aux banques (Bonsall, Koharki, & Neamtiu, 2015).

Les agences Standard & Poor's, Moody's et Fitch ont attribué un rating à plusieurs banques actives en Belgique. Il s'avère que la plupart de ces institutions sont solvables au regard de ces agences spécialisées malgré quelques exceptions, comme le Credit Europe qui présente un risque modéré mais existant ou la Deutsche Bank qui ne semble pas faire l'unanimité au sein des agences de notations (*cfr* figure 3).

D'autres banques actives en Belgique n'ont tout simplement pas été évaluées comme Crélan, Triodos, Keytrade Bank, Argenta, etc. (*cfr* annexe 5).

	S&P'S	MOODY'S	FITCH
ING	A	A	A+
BELFIUS	A-	AAA	A-
BNP PARIBAS FORTIS	A	A	A+
AXA	A-	AA	A
KBC	A	Baa	A-
DEUTSCHE BANK	BBB+	AAA	A-
CREDIT EUROPE		Baa	BB-

Figure 3 Ratings attribués par les agences de notation Standard&Poor's, Moody's et Fitch à des banques actives en Belgique.
(Source : Annexe 5., retravaillée par l'auteur)

Par ailleurs, si une banque n'arrive pas à remplir ses engagements de long terme auprès de ses clients, l'Etat belge, en vertu de l'arrêté royal concernant la protection des dépôts (2008), intervient via la garantie d'un fonds de protection.

Dans le cas spécifique des comptes d'épargne réglementés, un remboursement à hauteur de maximum 100 000 euros par client et par banque est assuré nonobstant une faillite (dans le cas d'une faillite frauduleuse, le client est indemnisé à hauteur de 20 000 euros). Toutefois, si ce montant ne permet pas de restituer l'ensemble du montant épargné, le particulier détient une créance vis-à-vis de son institution financière et peut espérer un remboursement de son placement si la banque détient toujours un solde après le remboursement de l'ensemble des curateurs privilégiés (Arrêté royal concernant la protection des dépôts, 2008).

Crowdfunding

Le risque de crédit doit s'évaluer à deux niveaux différents : le risque de crédit de la plateforme de *crowdfunding* (voir *supra* : section II. 1.4 Risque opérationnel) et le risque de crédit de l'entreprise porteuse du projet qui est analysé ci-dessous (Crépey, 2015).

Selon Masson et Harrison (2002), le risque de crédit est lié à :

- 1) L'étape de développement de l'entreprise
- 2) L'activité de l'entreprise
- 3) L'ampleur de l'investissement

- 1) L'étape de développement de l'entreprise

Le *crowdfunding* financier intervient souvent au cours des premières phases de développement d'une entreprise, celles-ci étant généralement les plus agitées (Rossi, 2014).

La figure 4 montre les différentes étapes de déploiement d'une entreprise ainsi que les périodes durant lesquelles les entrepreneurs peuvent généralement appel au *crowdfunding* :

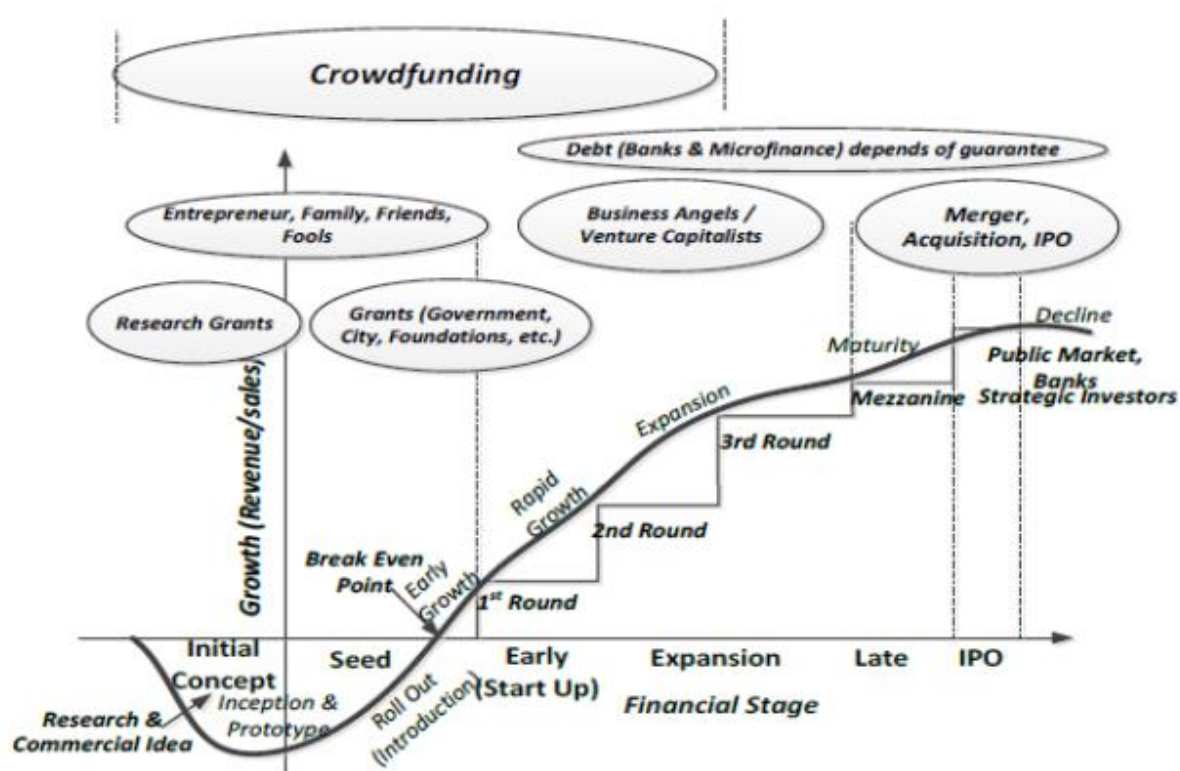


Figure 4 Etapes de déploiement d'une entreprise et évolution de ses potentiels revenus (Rossi, 2014)

- La phase du concept initial et du *Seed capital*

Le financement initial des *start-ups* provient généralement des 3F (*friends, family and fool*), des porteurs du projet et de potentiels BA's (Schwienbacher & Larralde, 2010). La *start-up* peut également faire appel à des moyens de financement alternatifs comme le *crowdfunding* et plus précisément le *crowdinvesting* (Schwienbacher & Larralde, 2010) car, à cet étape, les différents investisseurs prennent directement part au capital de la jeune entreprise en recevant des parts représentatives de la société et un contrôle sur celle-ci (Rossi, 2014).

Durant cette période, la *start-up* ne génère pas encore de revenu car le capital levé est généralement employé à la recherche et au développement du produit ou du service offert, à couvrir les dépenses opérationnelles, de marketing et de communication. Cette phase est appelée dans le jargon : « la vallée de la mort » car le caractère incertain de la *start-up* par rapport à son futur déploiement représente un grand risque pour les investisseurs (Rossi, 2014).

- La phase d'*early stage*

Afin d'accélérer le développement de l'entreprise, celle-ci peut faire appel à de nouveaux d'investisseurs comme les *venture capitalist's*, les *business angel's* et des *crowdinvestors* grâce à une campagne de *crowdinvesting*, il s'agit alors d'investissement en capital, mais, elle peut également faire appel à un nouveau type de financement : l'endettement. Des fonds sont ainsi octroyés à l'entreprise par des banques ou grâce au *crowdlending*. Les termes du prêt sont établis contractuellement et le prêteur n'entre pas dans le capital de la société mais reste « externe » à cette dernière (Rossi, 2014).

Le risque associé au projet diminue au fur et à mesure de la maturité de l'entreprise car la probabilité de générer un revenu et une activité stable est plus importante. C'est la raison pour laquelle, lors des premières phases de développement, l'entreprise n'a pas d'autre choix que de se financer par capitaux propre car elle n'est pas encore assez solvable pour supporter le remboursement d'un prêt et de ses intérêts (Berger & Undell, 1998).

Par conséquent, le risque de crédit tend à être moins important pour le *crowdlending* que pour le *crowdinvesting* car le celui-ci se tourne vers des entreprises plus matures qui disposent d'une trésorerie suffisante pour rembourser des intérêts périodiques (Berger & Undell, 1998).

2) L'activité de l'entreprise

Le risque de crédit peut être accéléré par l'environnement dans lequel opère l'entreprise (voir *infra* Section II. 1.1 Risque de marché) et par les risques inhérents à son activité (Hernando, 2016).

C'est la raison pour laquelle un investisseur doit analyser attentivement le produit ou le service en terme d'innovation, la concurrence, les tendances de marchés, l'existence de brevet pour la marque ou le produit offert, la stratégie de différenciation, etc. mais, également, s'intéresser aux données financières de l'entreprise comme le chiffre d'affaire, le résultat d'exploitation, le flux de trésorerie, l'endettement, le plan d'affaire, les projections, etc. (Hernando, 2016). Par exemple, une concurrence trop forte et un manque de stratégie de différenciation peut empêcher l'entreprise de se créer une part de marché suffisante et de survivre dans l'univers concurrentiel.

En Belgique, les plateformes de *crowdfunding* analysées (*cfr* Look&Fin, Mymicroinvest, Bolero Crowdfunding) fournissent aux investisseurs un ensemble d'informations concernant le projet cherchant un financement (*cfr* annexe 6). Cependant, les investisseurs doivent agir de manière professionnelle et responsable en prenant connaissance de celles-ci, en vérifiant ou en approfondissant ses recherches et en analysant attentivement les données financières (Agrawal, Catalini, & Goldfarb, 2016). Par ailleurs, la législation belge oblige les plateformes de *crowdfunding* à fournir toute une série d'informations aux investisseurs (voir *supra* Section IV.4. Améliorer la transparence).

En outre, certaines plateformes disposent de critères de sélection précis réduisant drastiquement le nombre d'entreprises présentes sur les plateformes (*cfr* annexe 7). En effet, le 31 Mars 2016, sur 1937 demandes depuis la création de la plateforme en 2012, Look&Fin a financé 49 projets et sur plus de 4000 demandes, 52 campagnes ont été lancées chez Mymicroinvest.

Une fois sélectionnée, une entreprise peut encore être analysée par une équipe d'analystes de projets (processus de *due diligence*) (Assenova, et al., 2016), qui calculent, pour l'investisseur, les ratios financiers, analysent la cohérence du plan financier, le parcours professionnel et les compétences de l'équipe d'entrepreneurs, les capacités de remboursement, l'environnement de l'entreprises, etc. (Sinkin & Putney, 2014). Le processus de *due diligence* est une étape supplémentaire de la sélection qui permet d'offrir des projets de qualité (Agrawal, Catalini, & Goldfarb, 2016).

Selon Agrawal et al. (2016), Schwienbacher & Larralde (2012) ou encore Surowiecki (2004), le *crowd* a également un pouvoir de sélection. En effet, un projet qui paraît douteux ou peu rentable aux yeux des investisseurs ne recevra probablement pas les fonds attendus et une sélection naturelle écartera le projet de la plateforme (Zhaoa, Chen, Wang, & Chen, 2016).

Toutefois, tout cela ne vient pas garantir un retour sur l'investissement même si cela peut éloigner certains projets dont la probabilité d'échec est plus élevée.

Par ailleurs, il existe une asymétrie d'information entre l'entrepreneur et l'investisseur, ces derniers ne disposant pas de la même quantité et qualité d'informations (Myers & Majluf, 1984). En effet, l'entrepreneur peut décider de ne pas divulguer certaines informations stratégiques qu'il veut maintenir privées ou d'autres qui l'empêcheraient tout simplement d'acquiescer la confiance des investisseurs pour lever les fonds nécessaires, par exemple, une mauvaise performance passée, un entrepreneur impliqué dans une faillite ou dans des opérations frauduleuses dans le passé. Ces informations peuvent néanmoins être primordiales dans le processus de décision d'investissement des *backers* (Zhaoa, Chen, Wang, & Chen, 2016).

L'asymétrie d'information est d'autant plus prononcée que les investisseurs sont peu expérimentés et ne sont pas forcément spécialistes de l'industrie dans laquelle l'entreprise exerce son activité (Schwienbacher & Larralde, 2010).

La présence d'un co-investissement par un professionnel comme une banque, un *business angel* (BA) ou un *venture capitalist* (VC) peut envoyer un signal à l'entrepreneur qui a donc le sentiment d'être face à un projet qui a du potentiel puisqu'il a acquis la confiance de professionnels expérimentés (Agrawal, Catalini, & Goldfarb, 2016). Certaines plateformes exigent la présence d'un co-investissement comme Mymicroinvest.

3) L'ampleur de l'investissement

Le *crowdfunding* offre la possibilité d'investir individuellement des petits montants permettant ainsi à un investisseur réticent au risque de limiter le montant qu'il pourrait potentiellement perdre (Schwienbacher & Larralde, 2010). En Belgique, il est possible d'investir à partir de 50 euros sur la plateforme Bolero, 100 euros sur Mymicorinvest⁷ et 500 euros sur Look&Fin.

⁷ 100euros est le montant minimum standard demandé pour la plupart des campagnes. Cependant, des négociations entre l'entrepreneur et Mymicroinvest peuvent toujours conduire à un ajustement vers le bas ou vers le haut de ce montant (Mymicroinvest).

Crowdlending

Selon l'étude menée par Hernando J.R. (2016), les prêts bancaires classiques sont moins sujets à un risque de défaut que les prêts octroyés à des PME via une plateforme de *crowdfunding*.

Le risque de crédit peut être plus ou moins accentué en fonction de certaines caractéristiques :

- 1) La période du prêt
- 2) La politique de paiement des intérêts
- 3) Les droits et garanties des créanciers

- 1) La période du prêt

Le risque diminue au fur et à mesure des remboursements du prêt et de l'approche de l'échéance (James & Kizilaslan, 2014).

La durée du prêt sur les plateformes de *crowdlending* varie en fonction du projet et de la plateforme. Le tableau ci-dessous (cfr tableau) indique les périodes de prêt admises sur les plateformes belges de *crowdlending*.

Tableau 2 Périodes de prêt admises sur les plateformes belges de *crowdlending*.

PLATEFORME	ÉCHÉANCE DU PRÊT
LOOK&FIN	Entre 2 et 5ans
MYMICROINVEST	Entre 1 et 10ans pour le financement d'un équipement particulier au sein de l'entreprise. Entre 1 et 5 ans pour le financement global de l'entreprise.
BOLERO CROWDFUNDING	Entre 2 et 5 ans

Toutefois, une entreprise plus solvable a plus de chance d'obtenir un prêt ayant une maturité plus longue. Par conséquent, la période du prêt provoque un effet ambigu sur le risque de crédit du titre (James & Kizilaslan, 2014).

- 2) La politique de paiement des intérêts (Demiroglua & Jamesb, 2015)

Les plateformes peuvent proposer différents types de prêts :

- *Amortizing loan* : prêts avec un remboursement fixe périodique (annuel, semestriel, trimestriel, ...) des intérêts et d'une partie du capital (*cfr* annexe 8 pour un exemple).
- *Bullet loan* : prêts avec un remboursement du capital à l'échéance et le paiement des intérêts à l'échéance ou périodiquement (annuel, semestriel, trimestriel, ...).

Si l'on prend en considération deux prêts ayant une même échéance, un même principal et un même taux d'intérêt, l'*amortizing loan* est moins risqué que le *bullet loan* puisque le montant remboursé périodiquement sera plus élevés ; augmentant ainsi la probabilité de récupérer l'ensemble du montant placé (Nassr & Wehinger, 2014).

3) Les droits et garanties des créanciers

Si un investisseur contracte un prêt subordonné, alors, en cas de faillite de l'entreprise ou d'insolvabilité, la créance de l'investisseur est remboursée à la suite du remboursement de toutes les autres créances inscrites dans le bilan, si toutefois, le solde de l'entreprise le permet. De ce fait, un prêt subordonné est d'autant plus risqué qu'un prêt sur lequel un investisseur détient un droit de préférence dans l'ordre de remboursement (John, Ravid, & Reisel, 2010).

Les plateformes belges de *crowdlending* (Look&Fin, Mymicroinvest et Bolero Crowdfunding) n'offrent actuellement que des prêts subordonnés.

Crowdinvesting

Une étude menée par Masson & Harrison (2002) sur les rendements du portefeuille de 128 *venture capitalist's* en Angleterre met en évidence que 34% de leur portefeuille est composé d'investissement dans des jeunes entreprises qui ont fait faillite, 13% ont subi des pertes partielles ou ont atteint le *break even*, 30% ont un taux de rendement interne positif mais inférieur à 50% et 23% ont un taux de rendement interne supérieur à 50%.

Par conséquent, le risque de crédit des titres de *crowdinvesting* est très élevé.

1.3 Risque de liquidité

Dépôts d'épargne réglementés

Un dépôt d'épargne réglementé est considéré comme particulièrement liquide puisqu'il est possible d'y verser et d'y prélever facilement de l'argent (Conley, 1968). Cependant, cette

liquidité a un coût, par exemple, la perte de la prime de fidélité sur les montants retirés avant le douzième mois consécutif de dépôt (voir *supra* : Section II.2.1 Rémunération des dépôts d'épargne réglementés).

Certains comptes d'épargne limitent toutefois les montants qui peuvent y être versés ; par exemple, les comptes « ING Epargne tempo », « Belfius compte épargne + », « Start2save » de CBC, « DB Saving plan » impose un ordre permanent de maximum 500 euros par mois (*cfr* annexe 4). De ce fait, ces comptes d'épargne sont beaucoup moins liquides que d'autres qui n'imposent aucune limite de versement ou de retrait. Par ailleurs, cette contrainte est rémunérée par une prime de fidélité ou un taux de base plus élevés (*cfr* annexe 4). D'autres comptes, sans toutefois imposer d'ordre permanent, imposent une limite de versement par an. C'est le cas de BNP Paribas Fortis et de ses comptes « compte d'épargne étoile », « épargne logement » et « compte d'épargne Hello4you » (*cfr* annexe 4). Ces comptes proposent également une prime de fidélité et ou de taux de base plus élevé (*cfr* annexe 4).

En outre, certaines banques proposent des comptes d'épargne avec un taux de base plus élevé que la prime de fidélité afin que le client qui désire disposer d'une liquidité plus élevée sur ses avoirs ne soit pas désavantagé par une perte de la prime de fidélité. C'est le cas, notamment, d'AXA et de ses comptes « Star2bank » (*cfr* annexe4).

Crowdinvesting et crowdlending

Les titres de *crowdinvesting* et de *crowdlending* (Hernando, 2016) sont encore très peu liquides. Actuellement, il est très difficile pour un investisseur de réaliser sa propre sortie en revendant son titre comme les détenteurs d'actions et d'obligations cotées en bourse peuvent généralement le faire (Assenova, et al., 2016).

Un investisseur peut cependant essayer de céder ses titres à un tiers intéressé avec lequel il aura au préalable négocié le prix de la transaction.

Toutefois, depuis 2015, les Etats-Unis, le Royaume Uni, la Finlande et la Nouvelle-Zelande ont établis des marchés secondaires sur lesquels il est possible de négocier l'achat et la revente des titres plus facilement (Bolero Crowdfunding, 2016).

En Belgique, les notes participatives de la startup « Domobios » sont, depuis le 1^{er} Mars 2016 admises sur *l'Euronext Expert Market* (*cfr* figure 5, page suivante) qui offre une plateforme transparente et sécurisée permettant la négociabilité de titres non cotés en bourse (de Laminne,

2016). Selon Isabelle de Laminne (2016), d'autres opérations semblables devraient être plus courantes à l'avenir.

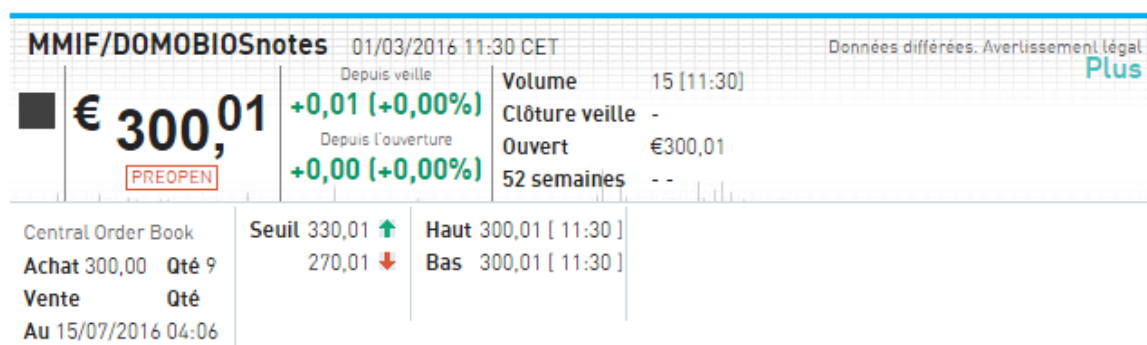


Figure 5 Cotation du titre MMIF/Domobios sur le marché Euronext Expert Market le 1^{er} Mars 2016 à 11h30 (Source : Euronext, données extraites le 15 Juillet 2016)

- Crowdlending

L'échéance connue des titres de *crowdlending* et les paiements périodiques des intérêts et/ou du principal permettent d'avoir un accès plus rapide aux liquidités prêtées.

En outre, l'échéance contractuellement fixée des titres permet de lever l'incertitude entourant l'accès aux liquidités prêtées et ainsi d'avoir un pouvoir de négociation plus élevé dans le cas d'une potentielle revente.

- Crowdfunding

L'incertitude entourant le rendement, la sortie et l'échéance (*voir supra* : Section II. 2.3 Rendement des titres de *crowdfunding*) accentue le risque de liquidité pour l'investisseur qui, de ce fait, a plus de difficulté à trouver un acheteur et de négocier un prix.

Par ailleurs, dans le cas des *start-ups*, une sortie dans les premières années est extrêmement rare. Par conséquent, l'investisseur ne peut pas disposer de ces liquidités avant plusieurs années (Assenova, et al., 2016).

1.4 Risque opérationnel

Dépôts d'épargne réglementés

En vertu de l'article 70 de l'arrêté royal portant les règles et modalités visant à transposer la directive concernant les marchés d'instruments financiers (2007), « les intermédiaires prennent les dispositions organisationnelles appropriées aux fins de minimiser les risques de pertes ou

de diminution des avoirs de clients du fait d'abus, de fraudes relatifs à ces avoirs ou à la suite d'une gestion déficiente, d'un enregistrement déficient ou plus généralement, de négligences ».

Malgré cela, la cybercriminalité s'attaquant aux comptes en banque des particuliers persiste en Belgique. Febelfin, la fédération belge des secteurs financiers a récemment publié les chiffres concernant le nombre de fraudes à la banque en ligne⁸. Il y a eu 145 cas de fraudes en Belgique lors du premier trimestre de l'année 2016 contre 63 au cours de la même période de l'année 2015. Cependant, malgré le nombre croissant de cas frauduleux, les montants détournés ont diminué. En effet, 113 703 euros ont été détournés durant le premier trimestre de 2016 contre 173 056 euros au cours de la même période en 2015 (Febelfin, 2016).

Il existe différents moyens pour des fraudeurs de détourner les fonds présents sur vos comptes en banques :

- Le *phishing*.

Ce procédé implique l'envoi de faux *mails* dans lesquels les fraudeurs demandent des données personnelles aux particuliers comme les codes de connexion à PC Banking, le code PIN et/ou même l'envoi de la carte bancaire à une fausse adresse. Les *mails* sont généralement envoyés au nom de l'institution bancaire, atténuant ainsi la vigilance des clients (Scanio & Ludwig, 2013).

- *Malware* ou *spyware*

Il s'agit d'un logiciel malveillant installé sur votre ordinateur dans le but de dérober des informations confidentielles, détourner de l'argent ou usurper votre identité (Scanio & Ludwig, 2013).

- *Shoulder surfing*

Il s'agit simplement d'un fraudeur qui va attentivement observer les données qu'un client introduit lors d'une transaction financière à un guichet automatique ou lorsque le client effectue

⁸ Ces chiffres sont à prendre avec précaution car ils proviennent d'une association qui n'est pas neutre dans ces intérêts. En effet Febelfin ne défend pas les intérêts des consommateurs de services financiers mais uniquement ceux des banques et des autres organismes financiers. Toutefois, ces chiffres peuvent être appréhendés à titre indicatif.

un paiement sur son ordinateur dans le cas spécifique des fraudes bancaires (Wu, Lee, Lin, & Wang, 2014)

- Vol classique de carte/portefeuille
- *Skimming* ou *card trapping*

Ce procédé consiste à déposer une bande magnétique dans l'interstice d'un guichet automatique. Celle-ci va récolter toutes les données de votre carte bancaire. Le *card trapping* entraîne en outre le blocage de la carte dans l'appareil afin de la voler en plus d'avoir les informations grâce à la bande magnétique (Gerstner, 2013).

En vertu de l'article VII.30 alinéa 2 de la loi portant insertion à certaines sections du code de droit économique (2014), le particulier est tenu de prévenir sans délai son prestataire de services, c'est-à-dire sa banque lorsque que celui-ci « a connaissance de la perte, du vol, du détournement ou de toute utilisation non autorisée de son instrument de paiement ». Cette condition étant remplie, le particulier est indemnisé de l'entièreté des montants détournés sur son compte ayant lieu après l'alerte (article VII. 35 de la loi portant insertion à certaines sections du code de droit économique, 2014). Si des montants ont été détournés avant d'avoir prévenu le prestataire de service, le particulier doit supporter cette perte à concurrence de 150 euros (article VII. 36 de la loi portant insertion à certaines sections du code de droit économique, 2014). Par ailleurs, en vertu de ce même article, si la carte a été copiée, falsifiée ou utilisée sans la présence physique du client, par exemple, via internet, le client est entièrement indemnisé sauf si la banque arrive à prouver que le consommateur a manqué à ses obligations ou a agi lui-même frauduleusement.

Crowdfunding

Le *crowdfunding* est encore un phénomène relativement récent. De ce fait, le nombre de cas frauduleux est encore limité (voir *supra* : Section V. 1. Historique).

Le livre blanc du Crowdfunding publié par la plateforme Bolero Crowdfunding (2016) relate toutefois un cas de fraude sur la plateforme suédoise Trustbuddy. La presse financière internationale telle que le *financial times*, relate également ces faits.

En octobre 2015, Trustbuddy a utilisé les fonds versés par les *backers* à des fins qui n'étaient pas celles énoncées sur la plateforme et cela sans autorisations. Au total, 4.7 millions d'euros (44 millions de couronnes suédoises) ont été détournés (Evans, 2015).

Un entrepreneur pourrait également détourner des fonds ou utiliser les fonds récoltés à des fins qui n'étaient pas indiquées dans les conditions de l'investissement. Cependant, la mise en place de critères de sélection et d'un processus de *due diligence* mis en place par les plateformes belges ainsi que le concept de « sagesse de la foule » viennent atténuer ce risque en faisant un tri parmi les projets à l'apparence douteuse (voir *infra* : Section II. 1.2 Risque de crédit).

En outre, certaines plateformes belges comme Mymicroinvest, Bolero Crowdfunding ou encore Look&Fin offrent la possibilité d'entrer directement en contact avec l'entrepreneur via la plateforme. Cela permet de se faire une première idée du comportement de l'initiateur du projet.

1.5 Autres risques

Les risque de dilution et le risque lié à un contrôle limité analysés ci-dessous sont spécifiques au *crowdfunding*.

Risque de dilution

Le *crowdfunding* se déroule durant la phase de développement d'une société et de nouveaux investisseurs peuvent intégrer le capital de la *start-up* durant un tour d'investissement ultérieur entraînant ainsi une dilution, c'est-à-dire, une diminution de la part des investisseurs existants dans le capital de la société. Cela peut se traduire par une diminution du revenu par part pour l'investisseur (Turan, 2015).

En outre, les nouvelles actions émises peuvent avoir des droits préférentiels comme un droit à des dividendes ou des produits de vente. Cela peut évidemment être nuisible pour les investisseurs existants (Turan, 2015).

Risque lié à un contrôle limité

Le *crowdfunding* entraîne la venue d'un nombre important de nouveaux actionnaires dont la part individuelle au sein du capital de la société les empêche d'avoir un pouvoir représentatif élevé au sein de la jeune entreprise même dans le cas où les parts sont accompagnées d'un droit de vote. (Bruton, Khavul, Siegel, & Wright, 2015).

De plus, la gestion administrative d'un nombre important d'actionnaires empêche l'entreprise d'être flexible et de se concentrer pleinement à la gestion opérationnelle de la *start-up* (Bruton, Khavul, Siegel, & Wright, 2015).

Afin d'éviter cela, Mymicroinvest a créé un véhicule financier appelé *Mymicroinvest Finance SA* qui émet ses propres titres financiers (les notes participatives). Le véhicule investit l'entièreté des fonds levés par le *crowd* dans l'entreprise sous la forme de prêt ou en capital. De ce fait, Mymicroinvest Finance SA devient le seul actionnaire de la jeune entreprise qui, de ce fait, n'a plus qu'un seul interlocuteur facilitant ainsi la gestion globale de la société.

2. Rendement

2.1 Rémunération des dépôts d'épargne réglementés en Belgique

La rémunération d'un compte épargne réglementé se compose du taux d'intérêt de base et du taux de fidélité (Article 2 du code d'impôt sur les revenus 1992,1993)

Taux de base

- Définition

Le taux de base peut être considéré comme une rétribution journalière sur les montants déposés sur un compte d'épargne réglementé et ce, jusqu'au retrait de ce montant (article 1er de l'Arrêté royal concernant les conditions d'exonérations des revenus des dépôts d'épargne, 2008).

- Conditions limitatives

L'article 1er de l'arrêté royal concernant les conditions d'exonérations des revenus des dépôts d'épargne (2008) impose certaines limitations sur le taux de base :

- « Un intérêt débiteur ne peut être demandé au titulaire d'un dépôt d'épargne ». En d'autres mots, l'intérêt ne peut être négatif.
- « Le taux de l'intérêt de base [...] ne peut excéder le plus haut des deux taux suivants :
 - 3%
 - Le taux des opérations principales de refinancement de la Banque centrale européenne [...] » (*cfr* tableau 3).

Tableau 3 Conditions limitatives sur le taux de base : exemple

	Taux d'intérêt BCE	Taux de base maximal
	2,43%	3%
<i>Taux de fidélité</i>	4,3 %	4, 3%

- Définition

« La prime de fidélité est allouée sur les dépôts restés inscrits sur le même compte durant douze mois consécutifs » (Arrêté royal d'exécution du Code d'impôt sur les revenus 1992, 1993).

De ce fait, lorsque de l'argent est retiré ou transféré vers un autre compte en deçà de douze mois, aucun intérêt de fidélité n'est perçu sur cette somme.

- Conditions limitatives

L'article 1er de l'Arrêté royal concernant les conditions d'exonération des revenus des dépôts d'épargne (2008) impose certaines limitations sur le taux de la prime de fidélité :

- « Le taux de la prime de fidélité offert :
 - Ne peut dépasser 50% du taux maximum de l'intérêt de base⁹
 - Etre inférieur à 25% du taux de l'intérêt de base offert ⁴ »

Taux appliqués par les banques belges sur les dépôts d'épargne belges

Suivant les interprétations des autorités et des règles légales énoncées ci-dessus, le taux d'épargne minimum autorisé sur les comptes d'épargne réglementés est de 0,11%, c'est-à-dire, 0,01% de taux de base et 0,10% de taux de fidélité.

L'annexe 4 affiche les taux d'intérêts applicables sur les comptes d'épargne réglementés offerts par les banques étudiées spécialement dans cette section. L'intérêt le plus intéressant est offert par le DB Saving plan de la Deutsche Bank, 1,50% (1% de taux de base et 0,50% de prime de fidélité) suivi par l'épargne automatique d'ING avec un intérêt de 1,20% (0,20% de taux de base et 1% de prime de fidélité). Les deux produits imposent un ordre permanent automatique de maximum 500 euros par mois (ou 6000 euros/an). Par ailleurs, selon, le site Guide-Epargne, les intérêts proposés sur ces deux comptes sont les plus élevés proposés par des comptes d'épargne réglementés en Belgique.

⁹ Si ce pourcentage n'égale pas un multiple d'un dixième de pour cent, le taux maximal de la prime de fidélité est arrondi au dixième de pour cent inférieur.

Taux réellement appliqués par les banques belges sur les dépôts d'épargne belges : Frais bancaires et inflation

Malgré, d'un côté, un taux qui ne sera jamais négatif en Belgique, à l'exception d'une future modification de la loi et, d'un autre côté, l'existence de taux plus élevés que le taux minimum légal dans la plupart des banques, il faut prendre en considération plusieurs éléments : les éventuels frais bancaires et le taux d'inflation.

- Frais bancaires

Aucune des banques étudiées n'impose de frais d'ouverture ou de gestion de leurs comptes d'épargne. Cependant, des frais peuvent s'ajouter en cas d'inactivité (BNP Paribas Fortis), de l'envoi des extraits de comptes par la poste (BNP Paribas Fortis, Deutsche Bank et Belfius) ou la contraction d'une assurance éventuelle (*cfr* annexe 4). Les frais sont indiqués avec transparence dans le document « informations clés pour l'épargnant »¹⁰.

Les frais bancaires ne sont donc pas assez importants pour dissuader un agent d'enlever son argent de son livret d'épargne car le rendement de son épargne n'en est pas fortement troublé.

- Le taux d'inflation

Les taux d'intérêt évoqués ci-dessus sont des taux nominaux. En d'autres mots, il représente la rémunération d'un placement sans prendre en considération l'évolution du coût de la vie ou l'inflation (Shome, Smith, & Pinkerton, 1988).

Or, au cours de son processus de décision, l'agent devrait prendre en considération le rendement réel et pas nominal de son placement afin de maintenir son pouvoir d'achat stable ou à la hausse dans le temps (Crowder & Hoffman, 1996).

Selon la formule de Fisher (1930) (*cfr* formule 4.), le taux d'intérêt est la différence entre le taux d'intérêt nominal et l'inflation. C'est un taux qui prend en considération l'évolution du pouvoir d'achat de l'agent.

Soient :

¹⁰ « Informations clés pour l'épargnant » est une fiche décrivant le produit offert et rédigé sous un format standard établi par l'arrêté royal du 2 juin 2015 imposant certaines obligations en matière d'information lors de la commercialisation de produit financiers auprès des clients de détail. (2015) (voir *infra* : Section II.1.1 Risque de marché : Dépôts d'épargne réglementés).

- r , le taux d'intérêt réel
- i , le taux d'intérêt nominal
- π , le taux d'inflation

Formule 4.

$$r = i - \pi$$

Cette formule implique que si le taux nominal est inférieur à l'inflation, le rendement de l'épargne de l'agent économique n'est pas suffisant pour faire face à l'augmentation du coût de la vie, celui-ci perd donc du pouvoir d'achat (Fisher, 1930).

Ce cas de figure se produit en Belgique depuis environ mars-avril 2015 (*cfr* figure 6) pour les livrets de dépôt offrant le taux plancher à 0,11%. En outre, les livrets d'épargne offrant un taux plus élevé, comme la Deutsche Bank avec 1,50% ou ING avec 1,20% ne compensent pas non plus l'inflation actuelle qui était de 2,04% en avril 2016.

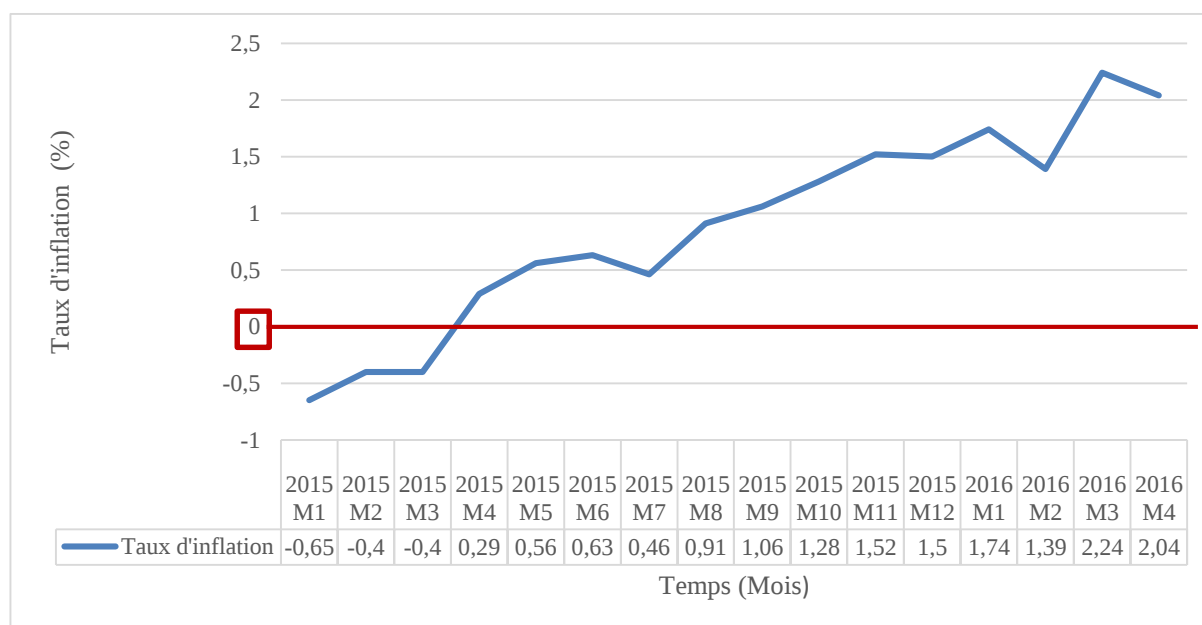


Figure 6 Taux d'inflation en Belgique entre janvier 2015 et avril 2016 (Source : BNB, données extraites le 17 Mai 2016, retravaillée par l'auteur)

Par conséquent, un belge qui place actuellement son argent sur un compte d'épargne réglementé perd du pouvoir d'achat dans le temps car le taux réel qui rémunère son épargne est négatif.

2.2 Rémunération des titres de *crowdlending*

Le revenu des titres reçus en contrepartie du *crowdlending* est contractuellement fixé lors de l'émission du titre (Assenova, et al., 2016).

La sortie s'effectue lorsque le prêteur a récupéré l'entièreté du montant qu'il a investi ainsi que les intérêts contractuellement convenus (Assenova, et al., 2016).

Taux d'intérêt

La plateforme Look&Fin, leader belge en *crowdlending* attribue un rating entre A (risque faible) et E (spéculatif) à l'emprunteur évaluant ainsi sa solvabilité. En fonction de la note obtenue, la plateforme propose un taux d'intérêt brut situé entre 6 et 12% l'an qui reflète la prime de risque. Moins l'emprunteur est solvable, plus le taux d'intérêt est élevé (voir *infra* : Section II.2. Le rendement des actifs financiers). L'emprunteur a cependant toujours le dernier mot concernant le taux de financement de son entreprise.

Le taux d'intérêt annuel moyen brut sur la plateforme Look&Fin est de 8,3% par an et sur la plateforme Mymicroinvest, 7,3%. Sur les cinq campagnes de *crowdlending* lancées par Bolero Crowdfunding, les taux bruts varient entre 4% et 7% avec une moyenne de 5,6%.

Les taux d'intérêt bruts proposés par le *crowdlending* en Belgique sont donc plus attractifs que les taux rémunérateurs des livrets d'épargne. En outre, ces taux surmontent le taux d'inflation de 2,04% offrant ainsi aux prêteurs un taux d'intérêt réel positif sur leur placement.

Remboursement

La section précédente (voir *infra* : Section II. 1.2 Risque de crédit) a analysé deux types de remboursements :

- *Amortizing loan* : prêt avec remboursement fixe périodique (annuel, semestriel, trimestriel, ...) des intérêts et d'une partie du capital qui s'amortit au fur et à mesure du remboursement. Un exemple est fourni à l'annexe 8.
- *Bullet loan* : prêts avec remboursement du capital à l'échéance et paiement des intérêts à l'échéance ou périodiquement (annuel, semestriel, trimestriel, ...)

Frais de transaction pour les investisseurs

Les plateformes belges ne prélèvent aucun frais sur les transactions de *crowdlending*. Cependant, l'intérêt perçu par l'investisseur est souvent brut et il faut encore y déduire le

précompte mobilier (voir *supra* : Section II. 3.2 Fiscalité liée aux titres reçus en contrepartie du *crowdfunding*).

Il existe toutefois des frais de transactions en fonction du mode de paiement choisi, par exemple 1,9% du montant de l'investissement est déduit dans le cas d'un paiement par carte de crédit. Ce montant n'est pas remboursé en cas d'échec de la campagne, c'est-à-dire, si l'entreprise n'atteint pas le montant de fonds espérés à l'échéance de la campagne (Bolero, Look&Fin et Mymicroinvest).

2.3 Rémunération des titres de *crowdinvesting*

Le rendement d'un titre reçu en contrepartie du *crowdinvesting* est totalement incertain (Assenova, et al., 2016). Celui-ci dépend de la valeur de la société au moment de la sortie. Cependant, le potentiel d'une start-up est très difficile à évaluer. En effet, un entrepreneur peut facilement surévaluer ou sous-évaluer son projet (Bell, 2014). L'évaluation de la société est estimée grâce aux prévisions des résultats futurs et à leur probabilité d'occurrence ; ceux-ci étant bien évidemment incertains mais pouvant toutefois être influencés par la qualité du projet et de l'environnement de marché sur lequel l'entreprise évolue (concurrence, tendances, réglementations, ...). L'incertitude est d'autant plus importante pour une jeune entreprise car celle-ci n'en est encore qu'à ses débuts et personne ne connaît la future évolution de cette dernière (voir *infra* Section II.1.2 Risque de crédit). Une surévaluation d'un projet risque de ne pas être rentabilisée lors de la sortie se traduisant par un rendement moindre qu'espéré pour l'investisseur (Bell, 2014).

En outre, une rémunération via un dividende est très rare dans les premières années d'une entreprise car celle-ci préfère généralement réinvestir ses potentiels bénéfices dans la croissance de la société plutôt que dans le paiement d'un dividende à ses actionnaires (Bolero Crowdfunding, 2016).

Il existe différents types de sorties attendues par les investisseurs (Mason & Harisson, 2002):

- Sortie sous forme d'introduction en bourse (IPO)
- Sortie sous forme d'acquisition (par des actionnaires déjà existants, par un nouvel investisseur ou par une société).
- Faillite : perte totale de l'investissement

Il existe encore très peu de statistiques pertinentes sur le rendement du *crowdfunding* car le phénomène est encore très récent. Cependant il est possible de trouver des statistiques concernant le type de sortie et le rendement des jeunes entreprises dans lesquelles des *Business Angel's* ou *Venture Capitalist's* ont investi (voir *infra* : Section II).

Parmi les types de sorties, l'introduction en bourse semble être la plus rare et réservée aux jeunes entreprises à haut potentiel de rendement qui sont devenues assez importantes pour justifier une importante capitalisation de marché (Bygrave & Timmons, 1992). De ce fait, il est plus fréquent qu'un nouvel investisseur ou une société rachète les parts des investisseurs présents dans une jeune société à un prix plus élevé (Bygrave & Timmons, 1992).

L'échéance du titre est également un facteur incertain (Assenova, et al., 2016). Le risque de liquidité lié aux titres de *crowdfunding* a mis en évidence la rareté d'une sortie après les premières années d'existence de la start-up (voir *infra* Section II. 1.3 Risque de liquidité). Selon, Mason & Harrison (2016), l'échéance varie en fonction de la performance de la *start-up*:

- Après quatre ans, une *start-up* avec un taux de rendement interne supérieur à 25% peut espérer une sortie.
- Si le rendement est inférieur à 25% mais que l'entreprise n'est pas en faillite, elle peut espérer une sortie après 6 ans.
- Une start-up avec un faible potentiel peut faire faillite après deux ans

La sortie peut néanmoins se produire plus tôt ou plus tard (Mason & Harisson, 2002).

Les sous-sections suivantes vont mettre en évidence quelques exemples pertinents pour chaque type de sortie. Il est important de noter qu'actuellement, une seule sortie (autre que la faillite) a eu lieu en Belgique, celle de Newsmonkey.

Sortie sous forme d'introduction en bourse (IPO)

- Rewalk

Le groupe financier américain Bloomberg relate, dans un article écrit par Elena Popina le 23 Mars 2015, l'introduction en bourse de la *start-up* Rewalk et de l'évolution du cours de l'action par la suite. Par ailleurs, un article rédigé par Anton Root, en juillet 2015 et publié sur le site « *crowdsourcing* » qui est en charge de commercialiser des rapports sur l'industrie du *crowdfunding*, explique, en d'autres mots, les mêmes faits.

Rewalk est une entreprise israélienne ayant développé un squelette robotique portable pour aider les personnes tétraplégiques à effectuer des mouvements quotidiens (Root, 2015).

La *start-up* a levé 3,3 millions de dollars via la plateforme israélienne Ourcrowd. Le *crowd* détient alors 7,2% du capital de la société (Root, 2015).

En septembre 2014, une introduction en bourse réussie sur le marché boursier Nasdaq a permis à l'entreprise de lever 36 millions de dollars (Pompina, 2015). La figure 7 montre le cours de l'action depuis son introduction en bourse le 12 septembre 2014 à 11h. Le prix par action était alors de 11,80 dollars. A la fermeture du marché, l'action se négociait à 25,60 dollars. Le 15 septembre, le cours de l'action atteint son maximum à 31,76 dollars à l'ouverture et 37,15 dollars à la fermeture du marché. Depuis lors, le cours de l'action a une tendance baissière. Le 15 Juin 2016, l'action est cotée à 6,56 dollars à l'ouverture et 6,55 dollars à la fermeture.

Certains *crowdinvestors* ont pu multiplier leur montant investi par 5,5 en revendant leur part au moment opportun (Root, 2015).



Figure 7 Cours de l'action Rewalk Robotics LTD du 12 septembre 2014 au 20 juin 2016 cotée sur le marché boursier NASDAQ (Source : Nasdaq, données extraites le 20 Juin 2016)

- Glen Iron

Glen Iron a levé 2,1 millions de dollars australiens (1,38 millions d'euros) via la plateforme australienne Assob. En Juin 2011, Iron Glen réalise son introduction en bourse sur l'AIM (*alternative investment market*) géré par le *London Stock Exchange* sous le nom de *Strategic minerals Plc*. Une revente des parts par les investisseurs à un moment opportun leur a permis de réaliser une plus-value intéressante (Root, 2015). En effet, l'action a été introduite à un prix de 8,875 livres et a atteint son prix maximal le 26 août 2011 à un prix de 13,875 livres. Depuis

lors, le cours de l'action tend à diminuer, le mercredi 8 juin, l'action était évaluée à 0,3950 livres (*cfr* figure 8).

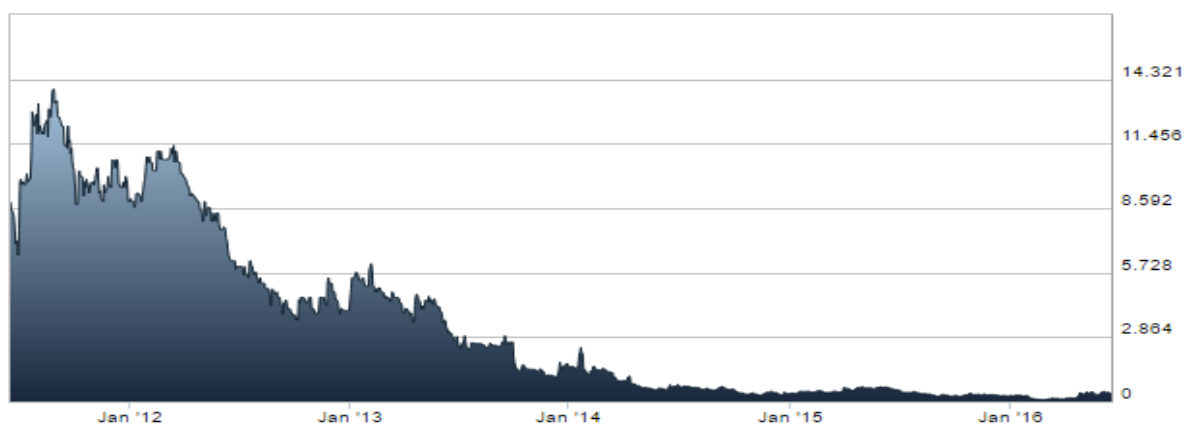


Figure 8 Cours de l'action Strategic Minerals LTD du 21 Juin 2011 au 20 juin 2016 cotée sur le marché boursier AIM géré par le London Stock Exchange (Source : London Stock Exchange, données extraites le 20 juin 2016)

Sortie sous forme d'acquisition

- Antabio

Après une campagne de *crowdfunding* réussie sur la plateforme Wiseed (France), Antabio, une jeune entreprise qui développe un traitement contre les infections bactériennes résistantes aux antibiotiques, a levé 300000 euros grâce à 207 investisseurs. Dix-huit mois plus tard, un BA décide de racheter les parts du *crowd* à 1,78 fois son prix. Par conséquent, un investisseur ayant investi cinq-cents euros dans la start-up Antabio a récolté, après un an et demi, 890 euros¹¹ (Root, 2015).

- Newsmonkey

La sortie de *Newsmonkey* est apparue dans plusieurs journaux belges francophones ou néerlandophones comme La Libre, De Morgen ou encore Les Echos.

Le site d'information néerlandophone *NewsMonkey* a levé 275000 euros auprès de 1500 *backers* sur la plateforme Mymicroinvest en 2013. Le rachat des parts a été négocié à un montant de 10% supérieur au prix initial (Newsmonkey, 2016). Cependant, à cause des frais de gestion encourus par les investisseurs qui s'élèvent à 12% sur la plateforme, ceux-ci ont subi une perte de 2% sur leur investissement (de Laminne B, 2016)

¹¹ $500 \times 1,78 = 890$

Cependant, malgré un retour négatif sur l'investissement, *Newsmonkey* n'est pas une entreprise en faillite et connaît une croissance de son chiffre d'affaire et de son nombre d'employés. Les investisseurs peuvent donc se rassurer partiellement par la fructification de leur investissement d'un point de vue économique (création d'emploi et de valeur). Selon Wouter Vescheden, fondateur de *Newsmonkey* « sans le soutien des *crowdfunders*, un grand groupe de personnes, ce projet n'aurait pas réussi. La confiance qu'ils nous ont donnée se traduit en un projet journaliste viable financièrement. C'était la mission » (*Newsmonkey*, 2016)

Faillite

Dans le cas d'une faillite de l'entreprise *crowdfundée*, les investisseurs perdent généralement l'entièreté du montant qu'ils ont investi (voir *infra* : Section II. 1.2 Risque de crédit).

Frais de transaction pour les investisseurs

Sur la plateforme Bolero Crowdfunding, aucun frais n'est prélevé chez l'investisseur. En outre, il n'y a aucune rétention de bénéfice de la part de la plateforme sur le rendement potentiel de l'investissement.

Comme dans le cas du *crowdlending*, si l'investisseur décide de payer autrement que par un virement bancaire, celui-ci encourt des frais de transaction de 1,9% non remboursés même si le projet n'atteint pas l'objectif minimum de fonds qui doivent être levé lors de la campagne (voir *infra* Section II.2.3. Frais de transaction pour les investisseurs).

Sur la plateforme Mymicroinvest, les frais sont un peu plus complexes. Premièrement, 12% sont prélevés du montant souscrit par les investisseurs. Cela correspondant aux frais de gestion du dossier et du suivi de l'investissement sur une période de 6 ans. Ces frais sont généralement pratiqués par les VC's, les fonds d'investissements, etc. Deuxièmement, Mymicroinvest applique, dans certains cas, une rétention des bénéfices : « Si l'investisseur obtient un rendement supérieur à 5% cumulé chaque année sur le montant souscrit frais de gestion inclus, Mymicroinvest retiendra 20% du montant de la plus-value qui excède le montant qui atteint un rendement de 5% cumulé par an » (Mymicroinvest).

C'est notamment à cause de ces frais que les *crowdinvestors* de *Newsmonkey* n'ont pas obtenu de plus-value lors de la revente de leur part (voir *infra*).

3. Fiscalité

3.1 Fiscalité liée aux dépôts d'épargne réglementés

Afin de comprendre la fiscalité d'un dépôt d'épargne, il faut différencier les comptes d'épargne réglementés et non réglementés¹². Selon le Mémento fiscal 2015, un compte d'épargne réglementé applique un précompte mobilier de 15% uniquement si le montant déposé dépasse 1880 euros alors qu'un compte d'épargne non réglementé en applique un de 25% peu importe le montant déposé (Service public fédéral des finances, 2015). Les dépôts d'épargne des six banques analysées spécialement sont tous réglementés et, de ce fait, appliquent cet avantage fiscal (*cfr* annexe 4).

Cette fiscalité avantageuse pour les comptes d'épargne réglementés est vraisemblablement un incitant pour les particuliers belges à déposer leurs liquidités sur un livret d'épargne.

3.2 Fiscalité liée aux titres reçus en contrepartie du *crowdfunding*

Le précompte mobilier¹³

- *Crowdlending*

L'intérêt brut qui rémunère le prêt doit être déduit d'un précompte mobilier de 25% (Service public fédéral des finances, 2015).

- *Crowdinvesting*

Les potentiels dividendes reçus grâce à la détention d'actions sont également sujets à un précompte mobilier de 25% (Service public fédéral des finances, 2015).

Le Tax Shelter

¹² Les comptes d'épargne réglementés doivent répondre aux conditions qui se trouvent à l'article 2 de l'arrêté royal d'exécution du Code d'impôt sur les revenus (1993)

¹³ Ces précomptes ne sont valables que si le prêteur et l'emprunteur sont domiciliés sur le territoire belge. Dans le cas contraire, il faut analyser la fiscalité concernant les retenues à la source applicables dans les autres pays ainsi que prendre en considération la convention préventive de double imposition (Service public fédéral des finances, 2015).

L'objectif du *Tax Shelter* pour les entreprises est d'inciter les particuliers à investir directement dans l'économie réelle et spécifiquement dans des entreprises débutantes qui sont à la recherche de financement et cela, grâce à des avantages fiscaux sur les investissements (Services public fédéral des finances, 2016).

Le *Tax Shelter* est applicable pour les investissements accomplis à partir du 1^{er} juillet 2015 effectués directement ou via une plateforme de *crowdfunding* reconnue par la FSMA (Services public fédéral des finances, 2016). Aucune plateforme belge n'est actuellement reconnue par la FSMA car l'autorité des services et marchés financiers belge doit encore mettre au point les règles de cette reconnaissance (Bolero Crowdfunding, 2016). Le *Tax Shelter* n'est donc pas encore applicable pour le *crowdfunding* mais devrait l'être dans le futur.

- *Crowdlending*

Le *Tax Shelter* permet l'exonération fiscale du précompte mobilier de 25% sur les intérêts perçus (article 48 de la loi-programme du 10 août 2015, 2015).

Cette exonération est toutefois sujette à des conditions (article 48 de la loi-programme du 10 août 2015, 2015) :

- L'exonération est applicable uniquement sur les 15000 premiers euros d'intérêts perçus par an.
- L'emprunt doit avoir une échéance de minimum 4ans
- L'emprunt ou l'obligation doit être émis par une microentreprise qui existe depuis au moins 4 ans.
- L'emprunt ne peut être utilisé pour effectuer un refinancement.

L'article 15 du Code des Sociétés (1999) définit une microentreprise comme une petite entreprise qui remplit au moins deux des trois critères ci-dessous :

- Maximum 10 employés
- Un chiffre d'affaire hors TVA qui ne dépasse pas 0,7 millions d'euros
- Un bilan qui ne dépasse pas 0,35 millions d'euros

- *Crowdfunding*

Dans le cas d'une PME, un investisseur peut déduire 30% de son investissement dans sa déclaration fiscale (article 48 de la loi-programme du 10 août 2015, 2015).

L'article 15 du Code des Sociétés (1999) définit une PME comme une entreprise qui n'emploie pas plus de 100 personnes et qui remplit au moins deux des trois critères ci-dessous (dans tous les autres cas les entreprises sont considérées comme grandes) :

- Maximum 50 employés
- Un chiffre d'affaire hors TVA qui ne dépasse pas 9 millions d'euros
- Un bilan qui ne dépasse pas 4,5 millions d'euros

Dans le cas d'une microentreprise, un investisseur peut déduire 45% de son investissement dans sa déclaration fiscale (article 48 de la loi-programme du 10 août 2015, 2015).

Avant de pouvoir bénéficier du *Tax Shelter*, les investisseurs doivent respecter les conditions suivantes (Services public fédéral des finances, 2016) :

- Le montant total des investissements qui sont déduits par an et par personne est de 100000 euros
- Seule la partie d'un investissement représentant maximum 30% du capital peut être déduite fiscalement
- La sortie ne peut avoir lieu en deçà des 4 ans sous peine d'une déduction au prorata de la durée de l'action au sein du portefeuille de l'agent.
- Une entreprise ne peut recevoir au cours de son existence des montants dont plus de 250.000 euros ont fait l'objet d'une déduction fiscale.

4. Synthèse

		Dépôts d'épargne réglementés	Crowdlending	Crowdfunding
Risques	Risque de marché	MOYEN Le rendement d'un livret d'épargne dépend du taux de base et de la prime de fidélité qui peuvent tous les deux fluctuer. Les banques n'assurent aucun maintien des taux. Les politiques actuelles de la BCE provoquent une tendance baissière des taux d'intérêts qui viennent impacter le taux de base et la prime de fidélité. Le risque de marché est nul pour les comptes offrant déjà un taux de base et une prime de fidélité ayant atteint le minimum légal. Le risque de marché, grâce à une très grande liquidité des dépôts, peut être détourné en choisissant un autre compte d'épargne proposant des taux plus élevés	NUL car le rendement est contractuellement fixé lors de l'émission du titre.	ELEVE car des conditions de marché peu propices ont un impact sur la performance de l'entreprise influençant, de ce fait, l'occurrence d'une faillite ou la plus-value d'un investisseur lors de la sortie.
	Risque de crédit	FAIBLE Les agences de notations spécialisées attribuent un rating de solvabilité généralement favorable aux banques actives en Belgique malgré quelques exceptions.	MOYEN Le risque de crédit tend à être moins risqué pour le <i>crowdlending</i> que pour le <i>crowdfunding</i> car celui-ci se tourne vers des entreprises plus matures qui disposent d'une trésorerie suffisante pour rembourser des intérêts périodiques et d'un avenir moins incertain. Le risque varie fortement en fonction du projet (marché, activité, équipe, etc.)	ELEVE

		L'état garanti un fonds de protection à hauteur de 100.000 euros.	Le <i>crowdfunding</i> offre la possibilité d'investir individuellement des petits montants permettant ainsi à un investisseur réticent au risque de limiter le montant qu'il pourrait potentiellement perdre.	
			Le risque de crédit peut être nuancé par : -la période du prêt -la politique de remboursement des intérêts -les droits et garanties des créanciers	Statistiques - 34% : Faillite – perte totale de l'investissement -13% : Perte partielle
	Risque de liquidité	FAIBLE Il est facile de retirer ou de verser de l'argent sur son livret d'épargne en assumant une perte potentielle de la prime de fidélité.	MOYEN Marchés secondaires encore très peu développés (cela devrait toutefois s'améliorer dans le futur). L'échéance contractuellement fixée des titres permet de lever l'incertitude entourant l'accès aux liquidités prêtées et ainsi d'avoir un pouvoir de négociation plus élevé dans le cas d'une potentielle revente.	ELEVE + Marchés secondaires encore très peu développés (cela devrait toutefois s'améliorer dans le futur). L'incertitude entourant le rendement, la sortie et l'échéance accentue le risque de liquidité pour l'investisseur qui, de ce fait, a plus de difficulté à trouver un acheteur et de négocier un prix. Une sortie potentielle se produit rarement dans les premières années réduisant ainsi un accès rapide de ses liquidités.
	Risque opérationnel	TRES FAIBLE car le consommateur peut être indemnisé entièrement ou à concurrence de 150 euros dans certains cas.	EXISTANT Détournement de fonds	EXISTANT Détournement de fonds
	Autres risques			- Risque de dilution - Risque de contrôle limité

Rendement		FAIBLE ou NUL Minimum légal de 0,11% Taux belges les plus élevés : 1,50% (DB) et 1,20% (ING). Inflation de 2,04% en Belgique. > Perte de pouvoir d'achat pour les particuliers belges	ATTRACTIF Taux d'intérêt brut moyen entre 5,6% et 8,3% en Belgique. (Les taux peuvent atteindre 12%).	INCERTAIN Rareté des dividendes Le rendement dépend notamment de la valeur de la société au moment de la sortie. Types de sortie (rendement et échéance incertains) - IPO - Rachat ou acquisition - Faillite Statistiques : -34% : Faillite -13% : Perte partielle -30% : Sortie réussie sans un rendement élevé -23% : Sortie réussie avec un rendement intéressant
Fiscalité		FISCALITE AVANTAGEUSE Pas de précompte pour des montants épargnés inférieurs à 1880€ Précompte mobilier de 15% sur les intérêts perçus sur un montant épargné supérieur à 1880€	FISCALITE PEU AVANTAGEUSE + Précompte mobilier de 25% sur les intérêts perçus MAIS : Le <i>Tax Shelter</i> permettrait une exonération du précompte mobilier sous certaines conditions	FISCALITE PEU AVANTAGEUSE - Précompte mobilier de 25% sur les dividendes perçus CEPENDANT, les dividendes sont rares dans le cas des jeunes entreprises. MAIS : Le <i>Tax Shelter</i> permettrait de déduire 30 ou 45% de son investissement en fonction des caractéristiques de l'entreprise.

Conclusion

Les dépôts d'épargne sont relativement peu risqués mais offrent un rendement médiocre, voire nul ou négatif en considérant l'inflation. Le seul risque plausible identifié est celui de marché. En effet, il est encore possible que les taux rémunérateurs, composés d'un taux de base et d'une prime de fidélité, diminuent sur certains comptes d'épargne pour finalement atteindre le minimum légal de 0,11%. Par ailleurs, même si le risque de crédit est existant, il est quasiment réduit à zéro grâce à la garantie des fonds de dépôt de 100.000euros mise en place par l'union européenne au lendemain de la crise bancaire.

Les titres reçus en contrepartie du *crowdlending* présentent un profil de risque modéré et même relativement faible tout en offrant des rendements vraiment alléchants avec des taux qui peuvent atteindre 12% sur certains projets, sans prendre en considération le précompte mobilier de 25% sur les intérêts perçus. En effet, alors que le risque de marché est nul, le risque de liquidité devrait disparaître prochainement grâce à des marchés secondaires qui commencent à voir le jour timidement aux Etats-Unis, en Europe et notamment en Belgique. Par ailleurs, ce risque est déjà contrôlé par une échéance connue du titre et un remboursement périodique du principal et/ou des intérêts. Le risque de crédit est le seul qui semble poser véritablement un problème actuellement. Toutefois, celui-ci est plus faible dans le cas du *crowdlending* que du *crowdfunding* car les entreprises à la recherche d'un prêt doivent être plus matures pour assurer un remboursement périodique des intérêts et du principal. En outre, l'application du *Tax Shelter* permettra une déduction avantageuse du précompte mobilier et encouragera davantage les investisseurs à choisir le *crowdlending*.

Les titres reçus en contrepartie du *crowdfunding* sont sujets à des risques très élevés pour un revenu qui n'est pas toujours à la hauteur mais qui peut, toutefois, être très intéressant en fonction de la qualité du projet détectée par les investisseurs malgré une asymétrie d'information possible entre les investisseurs et l'entrepreneur. Outre le risque de crédit qui dépasse 33% selon les BA's et les VC's, les profits potentiels n'atteignent pas toujours des montants exorbitants car les conditions de marché au moment de la sortie (*cfr* introduction en bourse ou acquisition par un investisseur professionnel) peuvent avoir un impact sur l'évaluation de la société à la sortie et donc sur le rendement du titre. En outre, le risque de liquidité est plus important pour le *crowdfunding* que le *crowdlending*, malgré l'avènement des marchés secondaires, car l'échéance incertaine du titre et la difficulté de son évaluation compliquent sa vente à un tiers. Par ailleurs, il faut encore ajouter les risques de dilution et liés

à un contrôle limité que l'on ne retrouve ni pour les titres de *crowdlending*, ni pour les dépôts d'épargne. Par conséquent, les investisseurs attendent avec impatience l'application du *Tax Shelter* afin de bénéficier d'une déduction fiscale avantageuse de 30 ou 45% sur l'achat de leur titre de *crowdinvesting*.

Finalement, les dépôts d'épargne et les titres reçus en contrepartie du *crowdlending* semblent attrayants pour des particuliers réticents au risque. Toutefois, les dépôts semblent être plus propices pour les agents désirant disposer facilement et rapidement de leurs avoirs alors que les titres reçus en contrepartie du *crowdlending* sont plus favorables à la spéculation (Hernando, 2016)., c'est-à-dire, la recherche d'une fructification du capital initial (voir *supra* Section III.) (Szado, 2011).

Dès lors, il semble plus probable, à cette étape du raisonnement qu'un agent décide d'utiliser les fonds déposés sur un livret de d'épargne à des fins de *crowdlending* plutôt que de *crowdinvesting*.

Ainsi, quelles pourraient être les raisons des particuliers de diminuer leurs dépôts au profit des titres de *crowdinvesting* ?

Afin de répondre à cette question, la section suivante analyse en profondeur les différents motifs de détention d'actifs ainsi que le profil actuel des *crowdfunders*.

Section III. Motifs de détention des dépôts d'épargne et des titres reçus en contrepartie du *crowdfunding* financier.

Introduction

Dans un premier temps, afin de connaître les raisons qui poussent les particuliers belges à déposer leurs avoirs sur un livret d'épargne et de savoir si les incitants du financement participatif sont suffisamment convaincants pour détourner les particuliers belges des dépôts au profit des titres de *crowdfunding*, il est intéressant de se pencher sur les motifs de détention spécifiques de dépôts d'épargne et de titres reçus en contrepartie du *crowdfunding* financier.

Dans un second temps, afin de savoir si l'ensemble de la population belge peut se permettre d'investir dans des titres de *crowdfunding* ou si cela est réservé exclusivement à certains privilégiés, le profil des *crowdfunders* financier est analysé.

Méthodologie

Les sous-sections concernant les dépôts d'épargne s'appuient essentiellement sur la littérature scientifique alors que les sous-sections concernant les motifs de détentions de titres de *crowdfunding* et le profil des *crowdfunders* financiers reposent surtout sur des études menées auprès des particuliers belges ou européens. En outre, des articles scientifiques viennent soutenir certain propos mis en évidence par les enquêtes.

Les enquêtes sur lesquelles s'appuient ces sections sont :

- L'enquête menée par iVOX et Bolero Crowdfunding

La plateforme belge de *crowdfunding*, Bolero Crowdfunding, en collaboration avec le bureau d'études iVOX, a mené le premier sondage d'envergure sur le *crowdfunding* en Belgique afin

d'en apprendre davantage sur la connaissance et l'intérêt du Belges pour ce nouveau mode de financement. Les résultats de l'enquête sont rapportés dans le Livre Blanc du Crowdfunding qui a été rédigé par Bolero Crowdfunding en 2016 (Bolero Crowdfunding, 2016).

Source utilisée dans le texte : (Bolero-Crowdfunding & iVOX, 2016).

- Enquête menée par la Commission européenne

Entre le 3 octobre et le 31 décembre 2013, la Commission européenne a sondé 909 Européens. Parmi ces derniers, un peu moins de la moitié avaient déjà investi dans un ou plusieurs projets de *crowdfunding* et 152 réponses provenaient de porteurs de projet. Les résultats de l'enquête ont été publiés dans un rapport par la commission européenne en 2014, « Responses to the public consultation on *crowdfunding* in the EU ».

Source utilisée dans le texte : (Commission européenne, 2014).

- Enquête menée par Scheder et Kaergaard pour la Copenhagen Business School

Scheder et Kaergaard ont procédé à vingt *interviews* auprès de *crowdinvestors*. Parmi ces derniers, quatre ont investi via la plateforme Seedrs¹⁴, huit via la plateforme FundedByMe¹⁵ et les huit derniers sur la plateforme SeedMatch¹⁶. Les *interviews* ont été menée au cours de l'année 2014 et les résultats sont repris dans un rapport publié au nom de la Copenhagen Business School en 2014.

Source utilisée dans le texte : (Scheder & Kaegaard, 2014).

- Enquête menée par Nesta, une organisation de bienfaisance anglaise

L'entreprise Nesta, en collaboration avec PWC et l'ACCA¹⁷ a mené une enquête auprès de 15558 investisseurs ou porteurs de projets dans le domaine de la finance alternative dont fait partie le *crowdfunding*. Les résultats ont été publiés dans un rapport d'activité rédigé par Baeck, Collins et Zhang en 2014 pour le compte de Nesta.

Source utilisée dans le texte : (Baeck, Collins, & Zhang, 2014)

¹⁴ Seeders est une plateforme de *crowdinvesting* dont le siège social se trouve au Royaume-Uni

¹⁵ FundedByMe est une plateforme de *crowdinvesting* dont le siège social se trouve aux Etats-Unis

¹⁶ SeedMatch est une plateforme de *crowdinvesting* dont le siège social se trouve en Allemagne

¹⁷ L'ACCA, Association of Chartered Certified Accountants est un ordre professionnel de comptables anglais

- Nationaal Crowdfunding Onderzoek (Pays-Bas)

La “Nationaal Crowdfunding Onderzoek” a recolté, au total, 1277 réponses au sein de la population hollandaise en 2013. Les résultats de l’enquête sont repris dans un rapport, « Samen mogelijk maken Onderzoek naar de motivaties van crowdfunders in Nederland », rédigé par Peter van den Akker, Ronald Kleverlaan, Gijsbert Koren en Koen van Vliet.

Source utilisée dans le texte : (van den Akker, Kleverlaan, Koren, & van Vliet, 2013)

Motifs de détention des dépôts d’épargne et des titres reçus en contrepartie du *crowdfunding* financier

1. Dépôts d’épargne réglementés

Les rendements peu élevés offerts actuellement par les dépôts d’épargne éloignent la spéculation des motifs envisagés. Par ailleurs, la croissance des montants déposés et l’importance grandissante des livrets d’épargne au sein du portefeuille des particuliers belges depuis 2008 (voir *infra* Section I. Conclusion) ainsi qu’un faible risque et une grande liquidité permet de penser que les agents économiques essayent, d’un côté, de faire face à l’incertitude qui entourent leur revenu tout au long de leur vie active en formant une épargne de précaution et d’un autre côté, de mettre de l’argent de côté pour financer des projets qui obtiennent difficilement un crédit auprès des banques.

1.1 Epargner pour financer un projet

Outre la possibilité de contracter un emprunt ou à un crédit auprès de son organisme financier, de placer son argent sur un fond de pension ou sur un compte d’épargne à terme, des projets d’envergure futurs tels que la construction ou l’achat d’une maison, le parcours scolaire d’un enfant ou la retraite peuvent être financés grâce aux montants épargnés sur un livret (Green, 1991).

Lorsqu’un crédit à la consommation ou hypothécaire est plus facilement accessible pour un agent économique celui-ci éprouvera moins le besoin d’épargner pour financer un projet (Zachary et al., 2010). Toutefois, depuis la crise et la récession, les banques ont tendance à être plus réticentes à accorder des prêts car elles prennent plus sérieusement en considération le risque de défaut des agents. De ce fait, les agents vont augmenter leur épargne pour motif de

« projet » afin d'éviter d'emprunter pour acheter des biens durables (Basselier & Langenus, 2014).

1.2 Epargne de précaution

L'épargne de précaution est constituée dans le but de pallier à d'éventuels problèmes de trésorerie, de financer des événements imprévus ou des dépenses exceptionnelles comme un décès, une hospitalisation, un licenciement, des travaux urgents, etc. (Devaney, Anong, & Whirl, 2007).

L'incertitude qui entoure les revenus

Selon les études menées par Leland (1968), Kimball (1990), Sandemo (1970) et Drèze&Modigliani (1972), l'incertitude qui entoure le revenu des agents tout au long de leur vie active peut être un incitant à former une épargne de précaution. En effet, ces derniers ont peur qu'une chute soudaine de leur revenu vienne modifier leurs habitudes de consommation (Huggett, 2004).

Selon une enquête menée par l'ING International Survey (2016), 54% des belges décident d'épargner afin de faire face aux imprévus de la vie. L'épargne de précaution représente 67% des dépôts d'épargne parmi les agents qui possède un compte épargne et 24% pour les agents qui ont choisi la thésaurisation.

Plusieurs facteurs peuvent accentuer ou réduire cette incertitude, par exemple, l'instabilité de l'emploi, la qualité des allocations sociales, les anticipations rationnelles quant à la pression fiscale future ou encore la volatilité des marchés financiers (Stinglhamber, Van Nieuwenhuyze, & Zachary, 2011).

La figure 9 (*cfr* page suivante) met en évidence la confiance des particuliers belges par rapport à la situation économique et financière de la Belgique dans les douze prochains mois (Banque Nationale de Belgique). Entre 2000 et 2016, la tendance est décroissante (*cfr* ligne en pointillé rouge) entraînant une chute de la confiance des consommateurs dans l'économie belge. A l'inverse, les montants déposés sur les dépôts d'épargne ne cessent d'augmenter (voir *infra* Section I. Analyse et traitement de données : La ventilation des actifs financiers détenus par les particuliers belges).

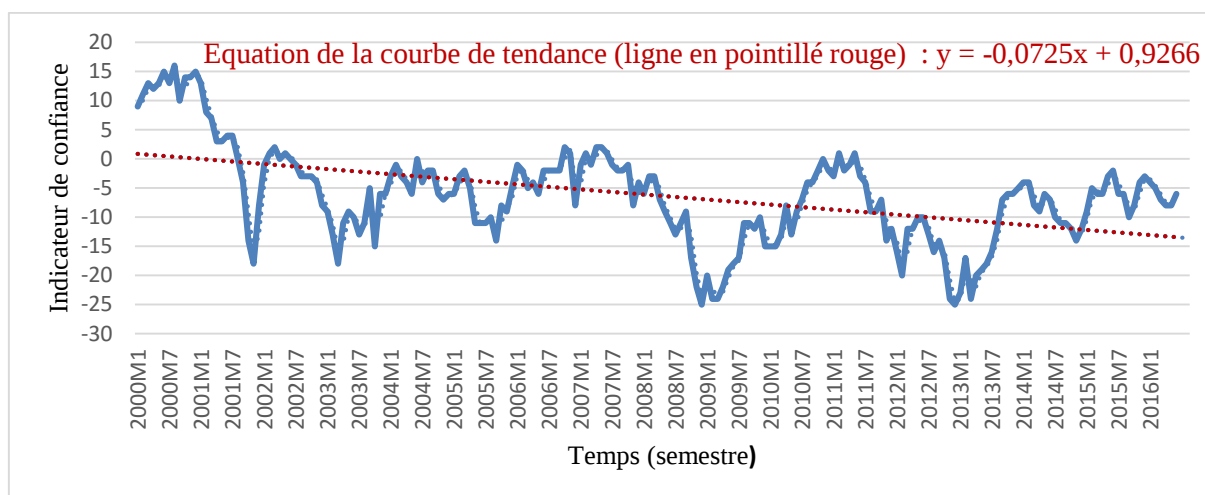


Figure 9 Indicateur de confiance des consommateurs belges entre 2000 et 2016 (Source : BNB, données extraites le 2 Juillet 2016, retravaillée par l'auteur).

2. Crowdfunding financier

2.1 Incitants financiers

En Belgique, selon l'enquête menée par Bolero Crowdfunding et iVOX, (2016), 38% des particuliers belges ayant répondu à l'enquête choisissent le *crowdfunding* pour ses avantages financiers.

Il existe différents avantages d'ordre financier :

- Le retour sur l'investissement
- Les avantages fiscaux
- La diversification du portefeuille

Retour sur l'investissement

La section précédente (*cfr* Section II. Théorie du portefeuille et diversification) a mis en évidence que le *crowdlending* offre de meilleures probabilités de retour sur l'investissement que le *crowdinvesting* qui conduit parfois à une perte totale ou partielle de l'investissement.

Néanmoins, un retour sur l'investissement est attendu par l'investisseur qui a choisi le *crowdfunding* (Baeck, Collins, & Zhang, 2014). En effet, selon Scheder & Kaegaard (2014), même si les *crowdfunders* n'attendent pas forcément un grand rendement dans un premier temps, ils ne veulent toutefois pas perdre l'argent investi.

Avantages fiscaux

Selon Scheder & Kaegaard (2014) et Baeck et Al (2014), la présence d'avantages fiscaux encourage les investisseurs à chercher fréquemment de nouvelles opportunités et à investir davantage. Néanmoins, un faible avantage fiscal ne conduit pas forcément à un abandon de l'investissement, si toutefois le projet représente une opportunité intéressante et rémunératrice. Par ailleurs, les avantages fiscaux entraînent une diminution du risque de crédit intéressante pour les investisseurs (Scheder & Kaegaard, 2014).

La diversification du portefeuille

La détention de quelques titres de *crowdfunding* est un moyen de diversifier son portefeuille d'actifs et ainsi de diminuer le risque non systématique (voir *infra* Section II.1. Le risque des actifs financiers).

La possibilité de diversification représente un incitant à l'investissement selon Scheder & Kaegaard Arboll (2014) et Baeck et Al (2014).

2.2 Incitants non financiers

Selon Schwienbacher & Lalarde (2010), un revenu potentiel n'est toutefois pas la seule raison d'investir. Cette intuition est soutenue par van den Akker et al. (2013).

Selon Kleeman et al. (2008) et Ordanini et al. (2011), la recherche d'un rendement ou d'un résultat à son action et, plus précisément dans ce cas à son investissement, est une motivation extrinsèque.

Celles-ci poussent généralement un agent à agir (Ordanini, Miceli, Pizzetti, & Parasuraman, 2011). Cependant, dans le cas du *crowdfunding* et plus particulièrement du *crowdinvesting*, la faible probabilité de retour financier conduit l'investisseur à se tourner vers des motivations intrinsèques ou sociales, c'est-à-dire, choisir d'effectuer l'action par plaisir, amusement, désir d'expériences ou par l'influence réciproque d'autres personnes.

Faire partie d'une communauté d'investisseurs

Selon une enquête menée par Bolero Crowdfunding en collaboration avec iVOX (2016), 13% des interviewés estiment que l'appartenance à un groupe d'investisseurs fait partie des incitants au *crowdfunding*. En effet, en plaçant son argent dans un projet, l'agent économique intègre

une communauté ayant également placé son argent dans le même projet ou qui est attiré par le *crowdfunding* de manière générale (Mollick & Robb, 2016). Cette communauté peut être à la base d'un nouveau réseau professionnel ou social pour l'investisseur (Scheder & Kaegaard, 2014).

Par ailleurs, selon Ordanini et al. (2011) et Hagerdorna & Pinkwartb (2013) la communauté permet un échange d'idées, d'avis et de conseils sur les opportunités d'investissement potentielles, présentes et futures. Toutefois, selon Baeck et al. (2014), les *crowdfunders* entrent rarement en contact les uns avec les autres et discutent rarement d'opportunités d'investissement. van den Akker et al. (2013) ont mis en évidence qu'environ 67% des *interviewés* ayant déjà investi dans un projet de *crowdfunding* ne connaissaient pas les autres contributeurs ou que, même s'ils se connaissaient, cela n'avait aucune importance sur leur décision d'investir.

Transparence sur la destination de l'argent placé

Les liquidités qui sont déposées sur un livret d'épargne sont réinvesties par la banque dans des projets dont le particulier ignore la portée. En effet, ce dernier ne sait pas si son placement est utilisé à des fins spéculatives ou pour financer l'économie réelle (Cornée, Kalmi, & Szafarz, 2016).

Le *crowdfunding* permet d'éliminer cet intermédiaire financier (Schwienbacher & Larralde, 2010) et laisse ainsi le choix à chacun de sélectionner les projets qui valent la peine d'obtenir un financement. Le *crowdfunding* permet donc de faire un lien entre préférence et création de valeur (Mollick & Robb, 2016).

Cet aspect apparaît très attrayant pour les particuliers. En effet, 85% des personnes interviewées via l'enquête menée par la Commission européenne (2014) estiment que la transparence et le choix du projet représente des grands avantages du *crowdfunding*.

Soutenir un projet, une cause

Selon Ordanini et Al. (2014) et l'enquête menée par la Commission européenne (2014), certains *crowdfunders* aiment se sentir impliqués, en tant que citoyens, dans la création d'un projet en y apportant leur expertise, en conseillant les entrepreneurs, en leurs donnant accès à un nouveau réseau professionnel. L'enquête menée par Bolero Crowdfunding en collaboration avec iVOX indique que 14% des *interviewés* estiment que le sentiment d'implication dans le projet est un

incitant du *crowdfunding*, cela leur permet d'être plus proches de leur investissement (Zhaoa, Chen, Wang, & Chen, 2016). L'objectif de cette implication est évidemment de faire grandir la *start-up* financée et ainsi accroître la probabilité d'un retour financier favorable (Scheder & Kaegaard, 2014).

Plusieurs aspects peuvent être pris en considération lors du choix du projet : aspects innovants, philanthropiques, sociaux, environnementaux, économiques, utilité, etc. (Baeck, Collins, & Zhang, 2014).

- Soutenir un projet qui a des difficultés de trouver un financement auprès des banques

Le *crowdfunding* permet à des entrepreneurs d'avoir accès à une source de financement même si les banques ont rejeté le projet (Fleming & Sorenson, 2016). En effet, les sociétés se tournant vers le *crowdfunding* ont souvent cherché préalablement un financement auprès des banques mais sans succès. De ce fait, des projets innovants, à caractère philanthropique, social ou environnemental peuvent voir le jour malgré les conditions très strictes imposées par les banques (Mollick & Robb, 2016). En outre, la possibilité d'un financement alternatif ou complémentaire aux banques peut inciter les entrepreneurs à innover (Fleming & Sorenson, 2016).

- Participer et soutenir la démocratisation de la finance

Le financement participatif a ouvert les portes de l'investissement à une catégorie de la population qui, auparavant, ne disposait pas des connaissances ou des fonds nécessaires pour investir spéculativement dans des actifs financiers risqués (Mollick & Robb, 2016). En effet, le *crowdfunding* permet aux investisseurs peu expérimentés de prendre leurs marques, d'expérimenter et d'apprendre à investir avec des petits montants dans un premier temps. C'est une manière de faire leurs premiers pas dans le monde de l'investissement (Commission européenne, 2014)¹⁸.

Par ailleurs, selon Baeck et Al. (2014) et Hagedorna & Pinkwartb (2013), les plateformes de *crowdfunding* présentent généralement une facilité d'utilisation ; elles sont intuitives, attrayantes et à la portée de beaucoup.

¹⁸ Ce paragraphe sera discuté dans la section suivante (*cfr* Le profil des *crowdfunders* financiers) car même si le *crowdfunding* permet d'ouvrir des portes il n'est malheureusement pas accessible à tout le monde.

- Soutenir un ami, un membre de la famille, une connaissance

Il ressort de l'enquête menée par la Commission Européenne (2014) ainsi que de la « Nationaal crowdfunding onderzoek » (2013) qu'environ 40% de *crowdfunders* financiers ou futurs investisseurs choisissent le *crowdfunding* pour soutenir le projet d'un proche, d'un membre de la famille ou d'un ami.

Selon Scheder et al. (2014), cette motivation encourage rarement les investisseurs à réinvestir dans le projet. Il est alors plus propice de comparer ce type d'investissement à un don ou à une marque de soutien.

- Soutenir l'entrepreneur

Certains *crowdfunders* aiment entrer directement en contact avec l'entrepreneur et s'engager avec lui car ils ne ressentent pas la fibre entrepreneuriale mais veulent tout de même faire partie de cette grande aventure (Mollick & Robb, 2016).

D'ailleurs, l'équipe est souvent un incitant pour les particuliers à investir dans un projet de *crowdfunding* (Zhaoa, Chen, Wang, & Chen, 2016). Selon Scheder et Kaegaard (2014) et van den Akker (2013), les investisseurs aiment soutenir des entrepreneurs passionnés par leur projet

- Soutenir la création d'emploi et croissance économique

Les *crowdfunders* peuvent avoir l'ambition, grâce à leur placement, de stimuler l'économie réelle en y injectant directement leurs liquidités. Cela devrait permettre une création de valeur, d'emplois et ainsi renforcer le profil économique d'une région ou d'un pays en particulier (Scheder & Kaegaard, 2014). En effet, Selon l'enquête menée par la Commission européenne (2014) 67% des *interviewés* considèrent que le *crowdfunding* est très bénéfique pour les PME's et les entrepreneurs.

Le rapport d'activité de Mymicroinvest (2015) annonce que les projets financés (52 projets) sur leur plateforme depuis la création (2011) ont permis la création de 425 nouveaux emplois.

Des entrepreneurs ayant répondu à une enquête pour Nesta (2014) annoncent que, depuis qu'ils ont été financés, ils connaissent une croissance positive (croissance du chiffre d'affaire, du résultat, croissance d'employés, lancement d'un nouveau produit, services ...) et que le *crowdfunding* a réellement ajouté une valeur à leur *business* grâce à un accroissement de leur

réseau professionnel, une validation du marché de la part des investisseurs, une couverture médiatique, etc.

- Impact social et environnemental

Le développement du *crowdfunding* a permis un déploiement des entreprises avec une cause sociale ou environnementale. En effet, ces types de projets sont généralement moins soutenus par les banques alors que le *crowdfunding*, grâce au choix direct et sans intermédiaire du public permet de les soutenir (Mollick & Robb, 2016).

- Stimulation de l'entrepreneuriat et promotion de l'innovation

Selon l'enquête menée par la Commission européenne (2014), 74% des répondants estiment que le *crowdfunding* est un incitant à l'innovation. En effet, celui-ci permet d'étendre la culture de l'entrepreneuriat en changeant de manière positive les points de vue et les attitudes des investisseurs envers les entrepreneurs (Commission européenne, 2014).

Par ailleurs, selon l'enquête menée par Bolero Crowdfunding en collaboration avec iVOX, 12% des répondants estiment que contribuer à la création d'une nouveauté et la participation à l'innovation font partie des incitants au *crowdfunding*.

- Investir dans un projet utile

Selon l'enquête menée par Bolero Crowdfunding en collaboration avec iVOX, 22% des *interviewés* estiment que le financement d'un projet qui répond à un besoin personnel fait partie des incitants au *crowdfunding*.

Le profil des *crowdfunders* financiers : Barrières à l'entrée

1. Le revenu des crowdfunders financiers

Certains particuliers dont le revenu disponible est insuffisant n'arrivent pas à constituer d'épargne et, de ce fait, ne peuvent pas former de portefeuille d'actifs financiers (voir *infra* : Section I. 1.5 L'impact du revenu dans la formation des actifs financiers).

Selon une enquête menée par ING International Survey (2015), 12% des belges n'ont pas ouvert de compte d'épargne, 46% ont un et 32% en ont plus d'un. En outre, 29% estiment ne pas

posséder d'épargne même si un livret d'épargne est ouvert car il y a trop peu d'argent sur le compte.

Finalement, seuls les particuliers ayant un revenu disponible leur permettant de faire face à leur dépense de consommation (voir *infra* Section I.1.3 La formation d'actifs financier au niveau macroéconomique) au financement de projet et aux imprévus de la vie (voir *infra* Section III.1. Dépôts d'épargne réglementés) peuvent se permettre d'investir dans des actifs plus risqués (Baty, 1991) dont font partie les titres de *crowdfunding*.

2. Niveau d'éducation

La démocratisation de la finance évoquée ci-dessus a permis à des investisseurs disposant de niveaux d'éducation très différents d'investir dans des projets de *crowdfunding*.

Par ailleurs, cela n'a pas empêché des investisseurs accrédités d'être attirés par les atouts du *crowdfunding* autant que les investisseurs particuliers qui disposent d'une expérience moindre car cela leur permet de diversifier leur portefeuille (Baeck, Collins, & Zhang, 2014).

Cependant, selon Dupire M. (2015) et Scheder et al (2014), le montant investi augmente avec l'expérience des investisseurs concernant les marchés financiers.

En Belgique, selon l'enquête menée par Bolero Crowdfunding et Ivox (2016), les particuliers les plus instruits sont plus enclins à s'engager dans le *crowdfunding* ; il s'agirait de 34% des personnes ayant décidé de s'engager dans une campagne dans le futur.

En outre, la plateforme Bolero Crowdfunding demande la réussite d'un test de connaissance¹⁹ concernant les *start-ups*, les sociétés en croissance et l'investissement de manière générale. Cela empêche, les investisseurs ayant moins de connaissance d'investir.

3. L'âge

En Belgique, les *crowdfunders* financiers sont plus jeunes que les investisseurs classiques (Bolero-Crowdfunding & iVOX, 2016). Toutefois, le *crowdfunding* financier attire des investisseurs plus vieux que les investisseurs en *crowdfunding* non financier. En Belgique

¹⁹ Les questions du test se trouvent à l'annexe 9.

(Bolero-Crowdfunding & iVOX, 2016) et en Angleterre (Baeck, Collins, & Zhang, 2014) l'âge moyen des *crowdfunders* financiers s'élève à 55ans.

L'âge d'investissement dans les titres de *crowdfunding* peut être mis en relation avec la théorie du cycle de vie (Ando & Modigliani, 1963).

Selon la théorie du cycle de vie (Ando & Modigliani, 1963), les jeunes professionnels disposent d'un revenu disponible moins élevé à cause d'un salaire, d'un patrimoine et d'allocations sociales inférieures. C'est la raison pour laquelle ils ont tendance à désépargner, c'est-à-dire, contracter des emprunts et des crédits hypothécaires pour financer leurs dépenses de consommation et leurs investissements dans des actifs réels comme l'achat d'une maison par exemple. Par conséquent, à cette étape de la vie, il y a une formation élevée de passifs financiers et très peu de liquidités disponibles pour acquérir des actifs financiers dont des titres de *crowdfunding*.

Plus les agents avancent dans leur vie professionnelle, plus leur revenu disponible augmente pour finalement dépasser leurs dépenses de consommation. Le surplus de revenu disponible permet, dans un premier temps, de rembourser leur désépargne et, dans un second temps, d'acquérir des actifs réels ou financiers. C'est la période la plus propice pour investir dans des titres de *crowdfunding*.

Les retraités (60 ans et plus) couvrent leurs dépenses de consommation grâce aux allocations de retraite octroyées par l'Etat, aux rendements de leur portefeuille d'actifs et, peut-être, à un salaire provenant d'une très faible activité économique et le rendement de leur portefeuille d'actifs. A cette étape de la vie, le taux d'épargne²⁰ tend vers 0% car le revenu disponible des pensionnés n'est plus suffisant pour satisfaire leurs dépenses.

Conclusion

Les particuliers belges sont très attachés à leurs dépôts d'épargne car ceux-ci leur permettent de faire face aux imprévus de la vie et d'assouvir leur besoin inter temporel de consommation et d'investissement en actifs réels. À l'instar des comptes d'épargne, les titres de *crowdfunding* ne permettent pas de disposer rapidement des liquidités investies pour faire face aux imprévus de la vie alors que la confiance des consommateurs belges dans l'économie a tendance à

²⁰ La proportion d'épargne par rapport au revenu disponible

diminuer depuis, au moins, le début des années 2000 et que les investisseurs semblent donc être d'autant plus à la recherche de sécurité.

Toutefois, les titres de *crowdlending*, contrairement aux titres de *crowdinvesting*, peuvent permettre l'achat programmé d'un actif dans le futur grâce au rendement et à l'échéance connus.

Par ailleurs, le *crowdfunding* propose des avantages qui vont au-delà d'un retour financier tel que le rendement, la diversification du portefeuille et les avantages fiscaux. En effet, en investissant dans un projet de *crowdfunding*, l'investisseur intègre une communauté d'investisseurs qui peut devenir une part de son réseau professionnel ou social. Il peut également choisir le projet dans lequel y investir son argent et donc soutenir une cause de son choix, comme l'écologie, l'entrepreneuriat, l'innovation, la création d'emploi ou encore un entrepreneur motivé ou qui fait partie de son cercle de connaissances. Finalement, le *crowdfunding* regroupe des valeurs comme la sympathie (aider un proche dans son projet), le partage (partage d'idées, de conseils, d'argent), le soutien (proche, cause philanthropique, sociale, écologique, économique), la démocratisation et l'humanisation de la finance.

En outre, cette section permet de mettre en évidence que le *crowd* est une notion qui englobe actuellement une catégorie très sélecte de la population et que tout le monde ne dispose pas des revenus suffisants pour investir après l'avoir consacré aux dépenses de consommation, aux achats d'actifs réels ainsi qu'à la composition d'une épargne de précaution et de projet. En effet, selon van den Akker et al. (2013), une des raisons principales qui empêche les particuliers de choisir le *crowdfunding* est le manque d'argent qui peut y être consacré. Selon Baty (1991), un investissement dans un actif risqué est destiné à un public qui a assez d'argent pour se permettre d'en perdre. Certaines périodes de la vie sont, selon la théorie du cycle de vie, plus propices à l'investissement dans des actifs. Il s'agit du moment où les revenus professionnels augmentent et dépassent les dépenses de consommation et permet de rembourser les passifs financiers contractés dans le passé. En outre, les connaissances financières représentent un avantage pour les investisseurs car cela peut les guider dans le choix d'un projet de qualité. Celle-ci est parfois obligatoire avant de pouvoir investir et testée sur certaines plateformes belges comme Bolero Crowdfunding. Toutefois, les montants peu élevés qui peuvent être investis dans un projet de *crowdfunding* (voir *infra* : Section II.1.2 Risque de crédit) permet à des personnes disposant d'un revenu moyen ou à des jeunes professionnels qui commencent à former une épargne, d'investir une petite somme et de profiter ainsi des avantages non financiers proposés par le financement participatif.

Section IV. Regards sur l'avenir du *crowdfunding*

Introduction

Dans la première partie de cette section, une étude de marché est réalisée afin d'identifier les tendances actuelles du marché du *crowdfunding* et ainsi connaître l'ampleur du phénomène et ses perspectives futures. Cela permettra de savoir si le marché belge du *crowdfunding* est capable d'accueillir une partie des montants investis actuellement dans les dépôts d'épargne.

Ensuite, dans une seconde partie, l'auteur analyse les pistes d'évolution qui peuvent être exploitées en Belgique pour permettre cette croissance potentielle et inciter effectivement les particuliers belges à se tourner vers le *crowdfunding*.

Méthodologie

L'analyse de marché est exclusivement basée sur des données extraites de rapports d'activités et de bases de données spécifiques. Ces chiffres sont ensuite traités par l'auteur afin de répondre au mieux à la problématique de départ. Le traitement et les sources des données utilisées se trouvent en annexes.

La partie concernant les pistes d'évolution se base, premièrement, sur l'avis des consommateurs belges et européens. Ces avis ont été récoltés grâce aux enquêtes qui ont déjà été utilisées à la section précédente (voir *infra* Section III. Méthodologie). Deuxièmement, l'avis des organisations en relation avec le secteur, comme par exemple les plateformes de *crowdfunding*, les institutions financières ou encore les entreprises de consultance est également exploité afin d'établir une liste la plus complète possible de recommandations. Par ailleurs, la littérature scientifique vient justifier certaines pistes et recommandations ou en mettre de nouvelles en lumière.

Analyse de marché du *crowdfunding* : Recueil et traitement de données

1. Historique

Le financement participatif n'est pas un phénomène récent (Bessière & Stephany, 2014). Une des premières campagnes de *crowdfunding* d'envergure s'est déroulée entre 1875 et 1885 en France et aux Etats Unis dans le but de financer la construction de la statue de la liberté à New York (Fleming & Sorenson, 2016). Dans un article paru le 25 avril 2013, la BBC relate que 101.091dollars furent récoltés aux Etats-Unis grâce à plus de 160.000 contributeurs et 400.000 francs français auprès de plus de 100.000 contributeurs en France (BBC, 2013).

Cependant, le phénomène a pris de l'ampleur ces dernières années suite à l'association de plusieurs évènements qui ont mené au développement des plateformes de *crowdfunding* :

- le développement des nouvelles technologies, et spécialement l'internet (Assenova, et al., 2016) qui ont permis de faciliter et de réduire les coûts de la rencontre entre les entrepreneurs et les investisseurs (Fleming & Sorenson, 2016).
- l'expansion du *crowdsourcing*, dont l'objectif est d'exploiter l'énergie, les moyens, les idées et la créativité d'un nombre important d'individus pour créer de la valeur (Kohler, 2015).
- les crises bancaires et financières qui ont entraîné une perte de confiance des consommateurs dans le système bancaire traditionnel (Osili & Paulson, 2014).
- Les difficultés de financement des *start-ups* (Berger & Undell, 1998).

2. Croissance et tendance de marché

2.1 Evolution et projection des montants levés grâce au crowdfunding à travers le monde entre 2010 et 2020

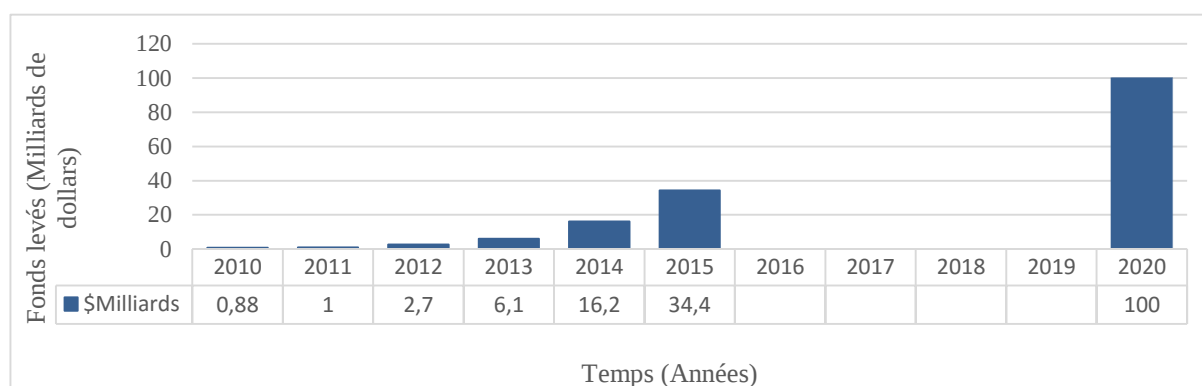


Figure 10 Evolution et projection des montants levés grâce au *crowdfunding* à travers le monde entre 2010 et 2020
(Source : Annexe 10, retravaillée par l'auteur)

Depuis 2010, le marché du *crowdfunding* connaît une croissance non négligeable. En effet, entre 2013 et 2014, la croissance du volume de fonds levés est de 167%, et, entre 2014 et 2015, de 112%, allant de 6,1 à 34,4 milliards de dollars levés en seulement deux ans (*cfr* figure 10 et annexe 10).

Sur base de ces observations, Massolution (2015) estime que le marché mondial du *crowdfunding* pourrait représenter plus de 100 milliards de dollars d'ici 2020. Selon Bolero Crowdfunding (2016), le marché belge a une capacité potentielle de 3300 milliards de dollars, offrant ainsi au *crowdfunding* la possibilité de se développer fortement dans les prochaines années.

Ces chiffres sont à prendre avec une extrême précaution car ils proviennent d'institutions non-neutres par rapport à la problématique du *crowdfunding*. Cependant, ces derniers permettent de mettre en évidence les tendances de croissance future de ce marché encore très récent.

2.2 Répartition des montants levés en 2014 et 2015 par type de crowdfunding au niveau mondial

Dans le cadre de ce mémoire, l'intérêt est porté exclusivement sur le *crowdfunding* financier, il est donc intéressant de savoir quel type de *crowdfunding* (don, récompense, prêt ou equity) est actuellement le plus en vogue.

Comme le montre la figure 11, le *crowdlending* semble être la formule préférée des *crowdfunders*. En effet, 11,8 et 25,13 milliards de dollars ont été prêtés à des entreprises en 2014 et 2015 respectivement (*cfr* annexe 11). Cela ne semble pas étonnant puisque l'arbitrage risque-rendement est très intéressant pour les titres de *crowdlending* (voir *infra* : section II. Conclusion).

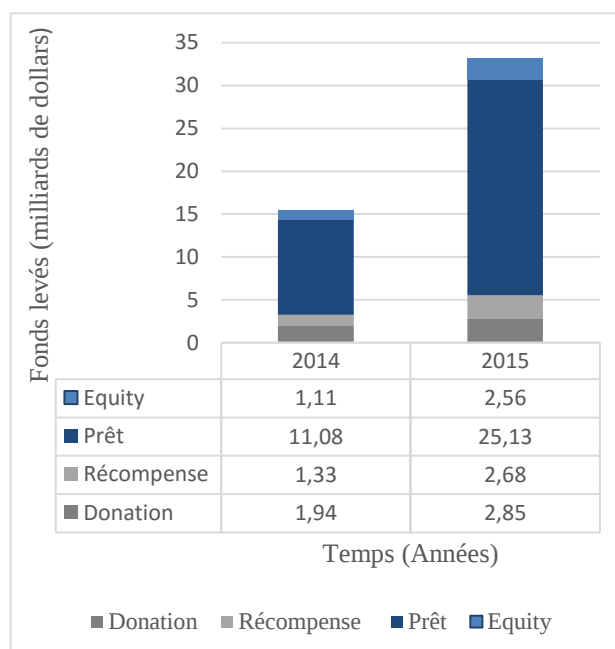


Figure 11 Répartition des montants levés par type de *crowdfunding* à travers le monde en 2014 et 2015 (*Source : Annexe 11, retravaillée par l'auteur*).

De manière générale, le *crowdfunding* financier connaît une croissance fulgurante : *crowdlending* (127%) et *crowdinvesting* (131%). Par ailleurs, le *crowdfunding* non financier connaît également une croissance mais beaucoup moins importante : 102% en ce qui concerne les récompenses et 47% pour les dons (*cfr* annexe 11).

2.3 Comparaison par pays

Depuis l'existence du *crowdfunding*, 12,8 millions d'euros ont déjà été levés en Belgique (Bolero Crowdfunding, 2016). Le marché belge connaît une croissance annuelle de 125% (*cfr* annexe 12.) qui est supérieure à la croissance mondiale entre 2014 et 2015 (voir *infra* : 112%) passant de 2 millions d'euros levés en 2014 (KPMG, 2014) à 4,5 en 2015 (Douw&Koren, 2016).

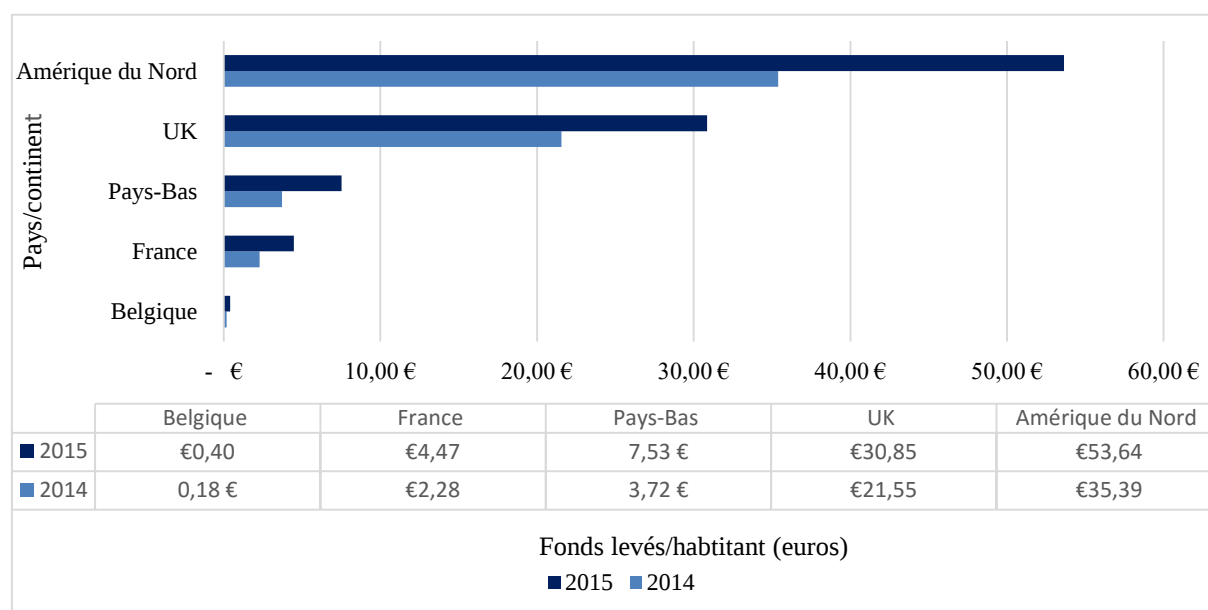


Figure 12 Fonds levés par habitants grâce au *crowdfunding* en 2014 et 2015 dans quatre pays européens : Belgique, Pays Bas, France, Royaume Unis et en Amérique du Nord (Source : annexe 12, retravaillée par l'auteur)

Cependant, malgré cela, la Belgique est toujours à la traîne par rapport à ses pays voisins si l'on compare les montants levés par habitant (*cfr* figure 12).

En effet, en 2015, les Anglais ont dépensé plus de trente euros en *crowdfunding*. Les Hollandais et les Français consacrent davantage d'argent que les Belges mais sont encore loin derrière les Anglais avec des dépenses respectives de 7,53 et 4,40 euros contre à peine 40 centimes dépensés en moyenne par belge. La croissance de ces montants est plus importante en Belgique, avec une croissance de 124% entre 2014 et 2015 contre 102% pour les Hollandais, 96% pour les Français et finalement, 43% pour les Anglais (*cfr* annexe 12).

Par ailleurs, les Américains surpassent largement les pays européens. En effet, ces derniers dépensent en moyenne 35,39 en 2014 et 53,64 euros en 2015 par habitant avec un taux de croissance annuel de 52% entre 2014 et 2015.

Ces chiffres sont également à prendre à titre indicatif car les habitants prennent en considération l'ensemble de la population, notamment les enfants qui n'investissent pas encore. Les tendances observées sont toutefois intéressantes.

Evolution du crowdfunding vers un marché plus mature

La partie suivante évoque une liste non exhaustive de recommandations et pistes d'évolution pour permettre la croissance du marché belge

1. Formation

En Belgique, selon une enquête menée par Bolero Crowdfunding en collaboration avec iVOX (2016), 50% des belges seulement connaissent déjà le concept du *crowdfunding*. Parmi ceux-ci, 10% uniquement sont capables de donner le nom d'une plateforme. Finalement, 7,4% des Belges ont déjà pris part à une campagne de *crowdfunding* (Bolero Crowdfunding, 2016).

Par conséquent, le nombre d'investisseurs qui se tournent vers le *crowdfunding* à la place des livrets d'épargne pourrait croître simplement grâce à une connaissance et une explication du concept, une mise en évidence des incitants énumérés à la section III mais également une formation sur les risques, les rendements, les avantages de la diversification, etc. (Jegeleviciute & Valanciene, 2015)

Les autorités compétentes comme, par exemple, le VOKA²¹, Vlaamse Agentschap voor Innoveren and Ondernemen ²², l'UNIZO²³, l'UCM²⁴etc. ainsi que les intervenants professionnels, comme les plateformes de *crowdfunding*, doivent continuer à informer le public et les porteurs de projets sur l'existence de ce nouveau concept grâce à des conférences ou à des séances d'information, notamment dans les universités (Bolero Crowdfunding, 2016).

²¹Réseau d'entreprise flamand

²² Agence flamande pour l'entreprise

²³ Union flamande des entrepreneurs indépendants

²⁴ Services aux indépendant et au PME

2. Législation plus favorable

En Belgique, le *crowdfunding* n'est pas encore visé spécifiquement par la législation financière belge et européenne, c'est pourquoi, la FSMA doit encore assurer le respect des opérations de ce nouveau mode de financement vis-à-vis des différentes législations.

Au niveau européen, une harmonisation législative est vigoureusement attendue pour empêcher que des écarts continuent à se creuser entre les pays ayant déjà une législation pointue et les autres et ainsi permettre le développement du crowdfunding transfrontalier (Commission européenne, 2014).

Deux améliorations importantes sont attendues en Belgique pour l'investisseur :

- le relèvement de la limite d'investissement
- l'application du *Tax Shelter*

2.1 Relèvement de la limite d'investissement

Actuellement, le montant maximal qu'un investisseur peut placer dans un projet est 1000 euros en Belgique (loi du 16 juin 2006 relative aux offres publiques d'instruments de placement et aux admissions d'instrument de placement à la négociation sur des marchés réglementés, 2006) alors qu'il n'y a aucune limite d'investissement au Royaume-Uni et un maximum de 40.000 et 80.000 euros respectivement pour le *crowdinvesting* et le *crowdlending* au Pays-Bas (Bolero Crowdfunding, 2016).

L'objectif d'un tel relèvement est double :

- permettre au *crowdfunding* de devenir financièrement intéressant pour les investisseurs. En effet, plus d'intérêts sont perçus sur un prêt de, par exemple, 3000 euros que sur un prêt de 1000.
- permettre à une *start-up* d'obtenir plus rapidement l'investissement visé.

La section II a mis en évidence le caractère moins risqué des petits montants. Néanmoins, le relèvement de cette limite permettra à un investisseur d'opérer à son propre arbitrage entre le risque et le rendement de son placement.

2.2 L'application du *Tax Shelter*

Les analyses *infra* ont mis en évidence qu'une déduction fiscale avantageuse en Belgique pourrait fortement inciter les particuliers à choisir le *crowdfunding* pour placer leur épargne (cfr section III. 2.1. Incitants financiers).

Le *Tax Shelter* n'est pas encore d'application pour les investissements via les plateformes de *crowdfunding* qui ne sont pas encore reconnues par la FSMA. Il n'y en a pas encore en Belgique. La FSMA est actuellement en train de peaufiner les règles de cette reconnaissance qui permettrait une avancée cruciale pour le crowdfunding belge (voir *infra* Section II.3.2.Fiscalité liée aux titres reçu en contrepartie du *crowdfunding*).

3. Améliorer la liquidité

Le manque de liquidité est un risque qui a été évoqué dans la section II. Celui-ci tend à se réduire grâce à la mise en place de marchés secondaires. Ces initiatives doivent se maintenir et s'étendre dans le futur.

4. Améliorer la transparence

4.1 Avant l'investissement

Selon Douw&Koren (2016), le professionnalisme d'une plateforme peut se mesurer par la transparence de celle-ci par rapport aux coûts des opérations, aux échecs potentiels des projets proposés, la mise en évidence des risques liés à l'investissement.

Selon Nesta (2014) et la Commission européenne (2014), les investisseurs manquent encore d'informations sur les risques du projet et du *crowdfunding* en général, les frais encourus par l'investisseur ainsi que sur les activités de la société qui cherche un financement. En outre, l'utilisation des fonds placés devraient également être explicité clairement dans la description du projet afin que l'investisseur puisse vérifier par la suite si l'argent a été utilisé aux fins convenues et ainsi prévenir les fraudes (voir *infra* : Section II. 1.4 Risque opérationnel) (van den Akker, Kleverlaan, Koren, & van Vliet, 2013).

En Belgique, en vertu de l'article 11 de l'arrêté royal du 25 avril 2014 imposant certaines règles en matière d'information lors de la commercialisation de produits financiers auprès des clients de détail, les publicités doivent s'abstenir de mettre l'accent sur les avantages potentiels du

produit financier sans indiquer aussi, correctement et de façon bien visible et équilibrée, les risques, limites ou conditions applicables au produit. Par ailleurs, les articles 12 à 25 mentionnent le contenu minimum de toutes les publicités. Ces différentes dispositions seront applicables tant pour les offres à caractère public qui requièrent la rédaction d'un prospectus que celles qui bénéficient des exemptions prévues par la Loi Prospectus.

Malgré les description plus ou moins complètes des projets proposées par les plateformes belges (description du produit/services, tendances de marché, concurrence, stratégies, équipe, ...) (voir *infra* : Section II 1.2 Risque de crédit), une transparence totale est difficile à atteindre et coûteuse pour les plateformes de *crowdfunding*²⁵, c'est la raison pour laquelle, il est également de la responsabilité de l'investisseur de continuer à recueillir des informations sur les risques, les coûts, l'activité sous-jacente et les rendements de son investissement.

4.2 Après l'investissement

Selon Ethan Mollick (2014), les investisseurs manquent d'informations concernant l'évolution du projet dans lequel ils ont investi : santé de l'entreprise, indicateurs clés de performance, etc.

Au Royaume-Uni, il existe dorénavant des agences de notations, par exemple, Dealindex, Crowdrating, et All street qui récoltent et publient des informations relatives aux projets, comme le prix de négociation, les indicateurs clés de performances, etc.

La performance des différents projets apparaît au grand jour incitant ainsi les plateformes à être plus rigoureuses dans leur sélection préalable. En effet, les plateformes peuvent, dès lors, être classées par ordre d'efficience (Bolero Crowdfunding, 2016).

5. Collaboration entre les plateformes de crowdfunding et d'autres institutions financières

Le *crowdfunding* est souvent considéré comme une forme de financement alternative aux banques mais il s'avère qu'une collaboration entre les deux acteurs financiers pourrait être bénéfique pour l'un comme pour l'autre (Dupire, 2015) (Douw & Koren, 2016).

D'un côté, les banquiers pourraient élargir leurs services en proposant à leurs clients d'ajouter des titres de *crowdfunding* à leur portefeuille pour le diversifier. D'un autre côté, les

²⁵ Cout d'un prospectus FSMA, par exemple

plateformes de *crowdfunding* pourraient bénéficier d'un apport de clientèle. En effet, l'expérience des banquiers en placement et en allocation d'actifs peut inciter les futurs investisseurs à se tourner vers le *crowdfunding* si ces derniers les conseillent dans ce sens. Il existe toutefois un risque réputationnel important pour le banquier si le projet qu'il propose s'avère être un échec (Bolero Crowdfunding, 2016).

Des informations complémentaires concernant les collaborations existantes dans le paysage belge se trouve à l'annexe 13.

6. Sortie réussie

Afin de convaincre des investisseurs potentiels, il faut leur donner des exemples de sorties réussies, pour lesquels il y a eu un rendement élevé ou un impact économique, écologique, social important (Jegeleviciute & Valanciene, 2015). La section II a mis en évidence quelques succès de *crowdinvesting* à l'étranger mais la Belgique attend toujours ses propres *success stories* à l'instar du *crowdlending* qui connaît déjà plusieurs réussites belges qu'il serait toutefois bon de mieux mettre en avant.

En outre, il faut éviter les échecs trop fréquents alors que le *crowdfunding* n'en est encore qu'à ses balbutiements en Belgique car ceux-ci pourraient entraver la réputation du *crowdfunding* (Douw & Koren, 2016) et la confiance des investisseurs (Commission européenne, 2014). La croissance du *crowdfunding* en Belgique pourrait alors s'arrêter rapidement.

Conclusion

Malgré une croissance impressionnante, le marché belge du *crowdfunding* est toujours en retard par rapport à ceux des pays voisins et de l'Amérique du Nord. Celui-ci dispose toutefois d'un très grand potentiel de croissance. Par ailleurs, de manière générale, le *crowdlending* est plus populaire que le *crowdinvesting*.

Si les belges étaient prêts à consacrer 1%, 0,1% ou 0,01% de leur livret d'épargne pour investir dans des projets de *crowdfunding*, les montants levés en Belgique atteindraient au moins 2,6 milliards d'euros, 260 ou 26 millions d'euros ce qui dépasserait largement les fonds levés actuellement. Sous un autre angle, si les Belges investissaient comme les Anglais, c'est-à-dire environ 30,85€ par mois, le marché serait d'environ 350 milliards d'euros. L'étude effectuée ici ne permet pas de discuter cette dernière hypothèse.

Cependant, en Belgique, le *crowdfunding* est toujours dans une phase de développement et un certain nombre d'éléments manquent encore à l'appel pour dynamiser le marché belge et le faire croître autant qu'en Angleterre et aux Etats-Unis.

En effet, de nouveaux *crowdfunders* financiers peuvent être attirés grâce, notamment, à une meilleure connaissance et formation sur le sujet, une législation plus à même de répondre aux besoins du marché grâce tout d'abord à une reconnaissance des plateformes par la FSMA pour permettre une application du *Tax Shelter* et ainsi bénéficier d'avantages fiscaux et, deuxièmement, grâce à la possibilité d'investir de plus grands montants. De plus, la mise en place de marchés secondaires, de mécanismes permettant une meilleure transparence avant et après l'investissement ainsi que des sorties réussies peut également dynamiser le marché. Par ailleurs, une collaboration avec les grands organismes financiers peut permettre d'attirer de nouveaux investisseurs.

Conclusion et pistes de recherches

Est-il possible que le particulier belge se tourne vers les titres de *crowdfunding* à l'instar des dépôts d'épargne ? Telle est la question de recherche à laquelle j'ai tenté de répondre à travers ce mémoire.

Dans un premier temps, j'ai observé une croissance importante des montants déposés sur les comptes d'épargne réglementés belges alors que les taux d'intérêt offerts sur ces derniers sont presque nuls. Mes recherches me poussent à croire que l'incertitude entourant le revenu des particuliers et leur aversion au risque incitent ces derniers à former une épargne de précaution ou à épargner pour financer des projets futurs.

D'un côté, à cause de leur manque de liquidité et du risque de crédit conséquent, les titres de *crowdfunding* ne parviennent pas à répondre à ce besoin de précaution. Par conséquent, il semble difficile à l'heure actuelle de demander aux particuliers belges de puiser dans leur épargne de précaution pour financer des titres de *crowdfunding* financier. Toutefois, il est possible grâce à des politiques adéquates de réduire le manque de confiance des consommateurs belges envers la situation économique actuelle et ainsi de les inciter à réduire leur épargne de précaution au profit d'autres actifs comme par exemple, les titres de *crowdfunding*. Cette hypothèse pourrait être étudiée lors d'un travail ultérieur.

D'un autre côté, un particulier belge pourrait réduire la partie de l'épargne qui est destinée au financement d'un projet et investissant ce montant dans des titres de *crowdlending*. En effet, grâce à un rendement élevé, un risque relativement faible et à une échéance connue du titre, ce type d'actif semble adéquat pour répondre au besoin de financement d'un projet.

Dans un deuxième temps, les particuliers belges qui sont à la recherche d'un rendement intéressant ou qui ne sont pas réticents au risque n'ont plus aucun intérêt à se tourner vers les dépôts d'épargne depuis un certain temps. Il y a deux cas de figures possibles. Premièrement, si ces derniers disposent toujours d'un montant sur leur livret d'épargne, il faut que les banques ou les organismes en lien avec le *crowdfunding* leur fasse connaître le produit et ses avantages pour qu'ils y investissent. Deuxièmement, afin de faire croître le marché du *crowdfunding*, les plateformes et les banques peuvent toujours se tourner vers les détenteurs d'actions et de participations dans des fonds d'investissement qui supportent déjà un risque plus ou moins important dans le but de faire fructifier leur portefeuille d'actifs. En leur indiquant que les titres

de *crowdfunding* permettent une diversification de leur portefeuille tout en offrant des rendements qui peuvent être intéressants, ceux-ci pourraient également se tourner vers le *crowdfunding*.

Dans tous les cas, afin d'attirer de nouveaux investisseurs, l'accent doit être mis sur tous les avantages non financiers : soutenir une cause, faire partie d'une communauté d'investisseur et étendre son réseau professionnel, etc. Dans le cas du *crowdlending*, l'accent peut également être mis sur les rendements intéressants des titres mais dans le cas du *crowdinvesting*, il faut rester vigilant à cause du manque de sorties actuellement réussies en Belgique et le manque de statistiques à ce sujet.

Par ailleurs, le montant relativement faible qui peut être investi ne réduit pas le risque mais réduit l'étendue des « dégâts » et permet à de particuliers disposant d'un revenu moyen de soutenir un proche qui s'est lancé dans l'aventure entrepreneuriale ou tout simplement pour soutenir une cause défendue par un projet particulier. De ce fait, les particuliers belges peuvent être enclin à consacrer un petit montant de leurs dépôts à des titres de *crowdfunding* par sympathie. Cela suppose une croissance du nombre de campagnes et, de ce fait, des projets entrepreneuriaux.

Par ailleurs certains aspects devraient être mis en place sans tarder pour permettre aux investisseurs de considérer le *crowdfunding* comme une alternative intéressante nonobstant tout lien avec l'entrepreneur :

- l'application du *Tax Shelter* pour les titres de *crowdfunding*
- l'existence de marchés secondaires pour permettre aux investisseurs de revendre leur titre plus facilement et limiter ainsi le risque de liquidité.

Toutefois, cette étude met en évidence certaines limites. En effet, il s'agit d'une étude exclusivement qualitative alors qu'une étude quantitative ou empirique aurait permis de mettre en évidence d'autres conclusions qui auraient pu être pertinentes pour répondre à notre question de recherche. En réalité, la conclusion permet de mettre en évidence de nouvelles hypothèses sans que celle-ci ne permettent de répondre par un oui ou un non à la question de départ. Pour cela, il faudrait mener une étude auprès des particuliers belges après que ceux-ci aient pris connaissance des spécificités du *crowdfunding* repris dans ce travail et cela, en étudiant parallèlement le comportement d'épargne des particuliers belges, leur niveau de revenu, la part

de leur épargne consacrée à la précaution et au projet, leur propension à investir dans des actifs risqués.

Malgré le potentiel de croissance important du marché belge et mondial, selon Assenova et al. (2016), il est encore trop tôt pour considérer le *crowdfunding* comme un nouveau moyen de financement avec de l'avenir plus qu'un effet de mode. En effet, il faut encore attendre davantage de sorties de titres de *crowdinvesting* pour voir si ceux-ci sont réellement financièrement profitables pour l'économie réelle ou pour le portefeuille du particulier.

En outre, une étude pourrait être menée sur l'impact du *crowdfunding* dans l'économie réelle en analysant, par exemple, les nouveaux emplois générés par les projets financés par le *crowdfunding*.

Bibliographie

- Agarwal, N., & Sharma, M. (2014). Fraud Risk Prediction in Merchant-Bank Relationship using Regression Modeling. *Vikalpa: The Journal For Decision Makers*, 39(3), pp. 67-75.
- Agrawal, A., Catalini, C., & Goldfarb, A. (2016). Are syndicates the killer app of equity-crowdfunding. *California Management Review*, 58(2), pp. 111 - 124.
- Altman, E. I. (1983). Why businesses fail. *Journal of Business Strategy* 3, pp. 15 - 21.
- Ando, A., & Modigliani, F. (1963). The "Life Cycle" Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests. *The American Economic Review*, Vol. 53, No. 1, Part 1, pp. 55-84.
- Assenova, V., Best, J., Cagney, M., Ellenoff, D., Karas, K., Moon, J., & Sorenson, O. (2016). The Present and Future of Crowdfunding. *California Management Review*, 58(2), pp. 125 - 135.
- Avery, H. (2013). The money network: Why crowdfunding threatens traditional bank lending. *Euromoney*, 42(517), p. 30.
- Baeck, P., Collins, L., & Zhang, B. (2014, Novembre). Understanding alternative finance, *The UK Alternative Finance Industry Report 2014*. Nesta. En ligne: <https://www.nesta.org.uk/sites/default/files/understanding-alternative-finance-2014.pdf>
- Baert, A. (2016, Janvier 25). *Les belges de plus en plus pessimistes quant à leurs finances* . Récupéré sur ING: <https://about.ing.be/A-propos-d'ING/Press-room/Press-article/Les-Belges-de-plus-en-plus-pessimistes-quant-a-leurs-finances.htm>
- Banque Nationale de Belgique. (2007). Aperçu méthodologique des financiers de la Belgique. *Bulletin statistique (2007-I)*, pp. pa11-a11. En ligne : https://www.nbb.be/doc/dq/f_method/m1_sfb07i.pdf.
- Banque Nationale de Belgique. (2015). *Rapport 2015: Développements économiques et financiers: Épargne et financement de l'économie belge*. Récupéré sur Banque Nationale de Belgique: https://www.nbb.be/doc/ts/publications/nbbreport/2015/fr/t1/rapport2015_tii_h3.pdf
- Baromètre du crowdfunding en France. (2015). Récupéré sur *Finance participative*: <http://financeparticipative.org/barometre-du-crowdfunding-2015/>

- Basselier, R., & Langenus, G. (2014). *Changement récents dans le comportement d'épargne des ménages belges : l'incidence de l'incertitude*. Récupéré sur Banque Nationale de Belgique: https://www.nbb.be/doc/ts/publications/economicreview/2014/revecoiii2014_h3.pdf
- Baty, G. (1991). *Entrepreneurship for the 1990s*. Englewood Cliffs: Prentice Hall.
- BBC. (2013, Avril 25). *The Statue of Liberty and America's crowdfunding pioneer*. Récupéré sur BBC: <http://www.bbc.com/news/magazine-21932675>, consulté le 13Juillet 2016.
- Bell, J. R. (2014). Angel Investor Sophistication: Increasing Application of Pre-Revenue Venture Valuation Methodologies. *Journal Of Private Equity*, 17(4), pp. 59 - 64.
- Berger, A. N., & Udell, G. F. (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*, pp. 613 - 673.
- Bessière, V., & Stephany, E. (2014). *Le crowdfunding : fondements et pratiques*. Bruxelles: De Boeck.
- Bolero Crowdfunding. (2016). *Le livre blanc du crowdfunding*. Récupéré sur Bolero Crowdfunding: <https://bolero-crowdfunding.be/fr/news-events/actualites/le-crowdfunding-en-belgique>
- Bolero-Crowdfunding, & iVOX. (2016). *Enquête Bolero Crowdfunding*. Dans Le livre blanc du crowdfunding.
- Bonsall, S., Koharki, K., & Neamtiu, M. (2015). The Effectiveness of Credit Rating Agency Monitoring: Evidence from Asset Securitizations. *Accounting Review*, 90(5), pp. 1779-1810.
- Bruton, G., Khavul, S., Siegel, D., & Wright, M. (2015, Janvier). New Financial Alternatives in Seeding Entrepreneurship: Microfinance, Crowdfunding, and Peer-to-Peer Innovations. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, pp. 9-26.
- Bygrave, W., & Timmons, J. (1992). *Venture capital at the crossroads*. Boston: Harvard Business School Press.
- Centrale Bureau voor de statistiek. (2015). *Bevolking : Kerncijfers*. Récupéré sur Centrale Bureau voor de statistiek: <http://statline.cbs.nl/statweb/publication/?vw=t&dm=slnl&pa=37296ned&d1=0-2,8-13,19-21,25-35,52-56,68&d2=0,10,20,30,40,50,60,64-65&hd=151214-1132&hdr=g1&stb=t>
- Commission européenne. (2014, Mars). *Responses to the public consultation on crowdfunding in the EU*. Récupéré sur

http://ec.europa.eu/finance/consultations/2013/crowdfunding/docs/summary-of-responses_en.pdf

- Conley, R. W. (1968). A note on the liquidity and stabilization effects of savings deposits. *Journal Of Financial & Quantitative Analysis*, 3(2), pp. 205-213.
- Cornée, S., Kalmi, P., & Szafarz, A. (2016). Selectivity and Transparency in Social Banking: Evidence from Europe. *Journal Of Economic Issues (M.E. Sharpe Inc.)*, 50(2), pp. 494 - 502.
- Crépey, S. (2015). Bilateral counterparty risk under funding constraints - Part 1 : *Princing* . *Mathematical Finance*, 25(1), pp. 1 - 22.
- Crowder, W. J., & Hoffman, D. L. (1996). The Long-Run Relationship between Nominal Interest Rates and Inflation: The Fisher Equation Revisited. *Journal Of Money, Credit & Banking (Ohio State University Press)*, 28(1), pp. 102-118.
- Crowell, R. A. (1973). Risk Measurement: Five Applications. *Financial Analysts Journal*, Vol. 29, No. 4, pp. 81-87.
- de Laminne I. (2014, décembre 9). *BNP Paribas Fortis met un pied dans le crowdfunding*. Récupéré sur La Libre: <http://www.lalibre.be/economie/actualite/bnp-paribas-fortis-met-un-pied-dans-le-crowdfunding-5487216035707696bb01f809> , consulté le 18 Juin 2016.
- de Laminne B, I. (2016, mai, 24). *Crowdfunding : MyMicroInvest déçoit ses investisseurs*. Récupéré sur La Libre: <http://www.lalibre.be/economie/placements/crowdfunding-mymicroinvest-decoit-ses-investisseurs-5743324735702a22d7a5e0c3>, consulté le 6 Juillet 2016.
- de Laminne, I. (2016, février 25). *Le crowdfunding coté à la Bourse de Bruxelles*. Récupéré sur La Libre : <http://www.lalibre.be/economie/libre-entreprise/le-crowdfunding-cote-a-la-bourse-de-bruxelles-56cde6bc3570e6ca6ad20914>, consulté le 13 Juin 2016.
- Demiroglu, C., & James, C. (2015, Octobre). Bank loans and troubled debt restructurings. *Journal of Financial Economics*, Volume 118, Issue 1, pp. 192–210.
- Devaney, S. A., Anong, S. T., & Whirl, S. E. (2007). Household Savings Motives. *Journal Of Consumer Affairs*, 41(1), pp. 174 - 186.
- Douw & Koren. (2016, Janvier 2). *Crowdfunding in Nederland 2015 - De status van crowdfunding in Nederland*. Récupéré sur Douw&Koren : <http://www.douwenkoren.nl/#!/crowdfunding-in-nederland-in-2015/gz4a7>

- Drèze, J., & Modigliani, F. (1972). Consumption decision under uncertainty. *Journal of Economic Theory*, 5. pp. 308–335.
- Dupire, M. (2015). *The rise of crowdfunding, threat or opportunity for the banking industry?* Vlerick policy paper series, n°1. . Récupéré sur <http://www.vlerick.com/en/about-vlerick/news/the-rise-of-crowdfunding-threat-or-opportunity-for-the-banking-industry>
- Evans, J. (2015, Octobre 13). *P2P lender TrustBuddy halts operations over 'misconduct'*. Récupéré sur Financial Times : <https://next.ft.com/content/8342ca10-71a2-11e5-ad6d-f4ed76f0900a>, consulté le 5 Juillet 2016.
- Febelfin. (2016). *Nombre de fraudes*. Récupéré sur Safe internet banking: <https://www.safeinternetbanking.be/fr/chiffres/nombre-de-fraudes>, consulté le 2 juillet 2016.
- Fisher, I. (1930). *The theory of interest, as determined by impatience to spend income and opportunity to invest it*. New York: Macmillan.
- FitchRatings . (2014, Décembre). *Definitions of ratings and other forms of opinion*. Récupéré sur FitchRatings : https://www.fitchratings.com/web_content/ratings/fitch_ratings_definitions_and_scales.pdf
- Fleming, L., & Sorenson, O. (2016). Financing by and for the Masses: an introduction to the special issue on crowdfunding. *California Management Review*, 58(2), pp. 5 - 19 .
- Frydrych, D., Bock, A. J., Kinder, T., & Koeck, B. (2014). Exploring entrepreneurial legitimacy in reward-based crowdfunding. *Venture Capital*, 16(3), pp. 247 - 269.
- Gatzert, N., & Kolb, A. (2014). Risk measurement and management of operational risk in insurance companies from an enterprise perspective. *Journal Of Risk & Insurance*, 81(3), pp. 683-708.
- Gerstner, L. (2013). Watch out for Skimming Scams. *Kiplinger's Personal Finance*, 67(9), p. 61.
- Green, F. (1991). Institutional and Other Unconventional Theories of Saving. *Journal of Economic Issues*, vol 25, n°1 , pp. 93 - 113.
- Hagedorna, A., & Pinkwartb, A. (2013, Aout). *Crowdinvesting as a Financing Instrument for Startups in Germany* . Leipzig graduate school of management, HHL Working paper, 120.
- Hau, H., Langfield, S., & Marques-Ibanez, D. (2013). Bank ratings: what determines their quality? *Economic Policy*, 28(74), pp. 289-333.

- Hernando, J. (2016). Crowdfunding: The collaborative economy for channelling. *Research in International Business and Finance* 38, pp. 326–337.
- Huggett, M. (2004). Precautionary wealth accumulation. *The Review of Economic Studies*, 71 (3), pp. 769–781.
- Insee. (2016). *Bilan démographique*. Récupéré sur Institut national de la statistique et des études économiques: http://www.insee.fr/fr/themes/document.asp?reg_id=0&ref_id=ip1581.
- Institut national d'étude démographique. (2015). *Population & Sociétés, bulletin mensuel d'information de l'Institut national d'études démographiques ; n°25*. Récupéré sur https://www.ined.fr/fichier/s_rubrique/211/population.societes.2015.525.tous.pays.monde.fr.fr.pdf
- James, C., & Kizilaslan, A. (2014, Juin). Asset Specificity, Industry-Driven Recovery Risk, and Loan Pricing. *Journal of financial and quantitative analysis*, Vol. 49, No. 3,, pp. 599–631.
- Jegeleviciute, S., & Valanciene, L. (2015). Comparative analysis of the ways crowdfunding is promoted. *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 213 , pp. 268 – 274 .
- John, K., Ravid, S., & Reisel, N. (2010). The Notching Rule for Subordinated Debt and the Information Content of Debt Rating. *Financial Management*, 39(2) , pp. 489-513.
- John, L. (1965a, Février). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *Review of economics and statistics*, 47, pp. 13 - 37 .
- Kimball, M. (1990). Precautionary savings in the small and in the large. *Econometrica* 58, pp. 53–73.
- Klawitter, M. M., Anderson, C. L., & Gugerty, M. K. (2013). Savings and personal discount rates in a matched savings program for low-income families. *Contemporary Economic Policy*, 31(3), pp. 468-485.
- Kleemann, F., Voß, G. G., & Rieder, K. (2008). Un(der)paid Innovators: The Commercial Utilization of Consumer Work through Crowdsourcing. *Science, Technology & Innovation Studies*, 4(1), pp. 5 - 26.
- Kohler, T. (2015). Crowdsourcing-Based Business Models: how to create and capture value. *California Management Review*, 57(4), pp. 63-84.

- KPMG. (2014). *Crowdfunding in Belgium - 2014*. Récupéré sur KPMG:
<http://www.kpmg.com/BE/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/Crowdfunding-brochure.pdf>
- Ledent, P. (2009). Les belges face à l'épargne (1/2). *Focus on the belgian economy, Economic Research..* Récupéré sur Service Public Fédéral :
[http://economie.fgov.be/fr/binaries/Le%20belge%20face%20%C3%A0%20l'E2%80%99%C3%A9pargne%20\(part%20\)_tcm326-98761.pdf](http://economie.fgov.be/fr/binaries/Le%20belge%20face%20%C3%A0%20l'E2%80%99%C3%A9pargne%20(part%20)_tcm326-98761.pdf)
- Leland, H. (1968). Saving and uncertainty: the precautionary demand for saving. *Quarterly Journal of Economics* 82, pp. 465–473.
- Lintner, J. (1965b, Décembre). Security prices, risk and maximal gains from diversification. *Journal of finance*, 20, pp. 587 - 615.
- Liu, J. (2004). Macroeconomic determinants of corporate failures: evidence from the UK. *Applied Economics* 36, pp. 939 - 945.
- Liu, J. (2009). Business failures and macroeconomic factors in the UK. *Bulletin of Economic Research* 61, pp. 47-72.
- Manceaux, J. (2016, Janvier 19). *La richesse des ménages européens*. Récupéré sur ING:
<https://about.ing.be/A-propos-dING/Press-room/Press-article/La-richeesse-des-menages-europeens.htm>
- Markowitz, H. (1952, Mars). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, Vol 7, n°1, pp. 77 - 91 .
- Mason, C. M., & Harisson, R. T. (2002). Is it worth it? The rates of return from informal venture capital investments. *Journal of Business venturing* 17, pp. 211 - 236.
- Massolution. (2015). *The crowdfunding industry report*. Récupéré sur Massolution.
- Mollick, E. (2014). The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. *Journal of Business Venturing*, 29(1), pp. 1-16.
- Mollick, E., & Robb, A. (2016). Democratizing Innovation and capital access: The role of crowdfunding. *California Management Review*, 58(2), pp. 72 - 87.
- Moody's. (2016, Juin). *Moody's investors service: Rating, symbols and definitions*. Récupéré sur Moody's : https://www.moody's.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_79004
- Mossin, J. (1966, Octobre). Equilibrium in a capital asset market. *Econometrica*, 35, pp. 768 - 783.

- Myers, S. C., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decision when firms have information investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13, pp. 187 - 221.
- Nassr, I. K., & Wehinger, G. (2014). Non-bank debt financing for SMEs The role of securitisation, private placements and bonds. *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2014(1), pp. 1 - 11.
- Nesta. (2016). *Pushing boundaries the 2015 UK alternative finance industry report*. Récupéré sur Nesta: http://www.nesta.org.uk/sites/default/files/pushing_boundaries_0.pdf
- Newsmonkey. (2016, Mai 19). *Deux ans plus tard, les crowdfunders de Newsmonkey sont remboursés*. Récupéré sur Newsmonkey: <http://fr.newsmonkey.be/article/3525>, consulté le 16 Juillet 2016.
- Office for National Statistics. (2015). *Principal projection-UK Summary*. Récupéré sur Office for National Statistics: <https://www.ons.gov.uk/peoplepopulationandcommunity/populationandmigration/populationprojections/datasets/tablea11principalprojectionuksummary>
- Ordanini, A., Miceli, L., Pizzetti, M., & Parasuraman, A. (2011). *Crowd-funding*. *Journal of service management*, 22(4), pp. 443 - 470. .
- Osili, U., & Paulson, A. (2014). Crises and confidence: Systemic banking crises. *Journal of Financial Economics*, 111, pp. 646–660.
- Platt, H. D., & Platt, M. (1994). Business cycle effects on state corporate failure rates. *Journal of Economics and Business* 46, pp. 113- 127.
- Pogue, G. (1970, Décembre). An Extension of the Markowitz Portfolio Selection Model to Include Variable Transactions' Costs, Short Sales, Leverage Policies and Taxes. *The Journal of Finance* Vol. 25, No. 5, pp. 1005-1027.
- Pompina, E. (2015, March 23). *The 200% Rally in Israel's Robotics Leg Maker Didn't Last Long*. Récupéré sur Bloomberg: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-03-21/israel-s-robotic-legs-maker-sent-back-to-start-after-65->, consulté le 15 Juillet 2016.
- Quoistiaux G. (2014, décembre, 12). *Keytrade s'engouffre dans le crowdfunding avec MyMicroInvest*. Récupéré sur Le Vif l'Express. : <http://trends.levif.be/economie/high-tech/numerik/keytrade-s-engouffre-dans-le-crowdfunding-avec-mymicroinvest/article-normal-357399.html> , consulté le 18 Juin 2016.

- Root, A. (2015). *Successful equity crowdfunding exits: a list*. Récupéré sur Crowdsourcing: <http://www.crowdsourcing.org/editorial/successful-equity-crowdfunding-exits-a-list/50446>, consulté le 12 Juin 2016.
- Rossi, M. (2014). The New Ways to Raise Capital: An Exploratory Study of Crowdfunding. *International Journal of Financial Research*, Vol. 5, No. 2, pp. 8 –18.
- Sandmo, A. (1970). The effect of uncertainty on saving decisions. *The Review of Economic Studies*, 37, pp. 353 – 360.
- Scanio, S., & Ludwig, R. (2013, Avril). Surging, swift and liable? Cybercrime and electronic payments fraud involving commercial bank accounts: who bears the loss? *Journal of Internet Law*, Vol. 16, pp. 3-13.
- Scheder, B., & Kaegaard, C. (2014). *Crowdinvestor investment decision-making - a study of motivation, investment process and criteria*. Copenhagen Business School.
- Schwienbacher, A., & Larralde, B. (2010). Crowdfunding of small entrepreneurial ventures. *Handbook of Entrepreneurial Finance*.
- Service public fédéral des finances. (2015). *Mémento Fiscal n°27*.
- Services public fédéral des finances. (2016). *Tax Shelter- Investir dans une entreprise qui débute*. Récupéré sur Services Public Fédéral des Finances: http://finances.belgium.be/fr/particuliers/avantages_fiscaux/tax-shelter-%E2%80%93-investir-dans-une-entreprise-qui-d%C3%A9bute
- Services publics fédéral intérieur. (2015). *Statistiques de population* . Récupéré sur Services Publics Fédéral Intérieur: <http://www.ibz.rn.fgov.be/fr/population/statistiques-de-population/>
- Sharpe, W. (1964, Septembre 19). Capital Asset Prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of finance*, pp. 425 - 442.
- Shome, D. K., Smith, S. D., & Pinkerton, J. M. (1988). The Purchasing Power of Money and Nominal Interest Rates: A Re-Examination. *Journal Of Finance*, 43(5), pp. 1113-1125.
- Sinkin, J., & Putney, T. (2014). Do's and Don'ts of Due Diligence. *Journal Of Accountancy*, 217(6), pp. 26-29.

- Standard & Poor's. (2016). *Standard & Poor's Global Ratings Definitions*. Récupéré sur Standard & Poor's Global Ratings: https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352
- Stinglhamber, P., Van Nieuwenhuyze, C., & Zachary, M.-D. (2011). *Incidence du bas niveau des taux d'intérêt sur le comportement financier des ménages*. Récupéré sur Banque Nationale de Belgique: <https://www.nbb.be/doc/ts/publications/economicreview/2011/revecoii2>
- Surowiecki, J. (2004). *The wisdom of crowds*. Anchor.
- Szado, E. (2011). Defining Speculation: The First Step toward a Rational Dialogue. *Journal Of Alternative Investments*, 14(1), pp. 75 - 82.
- Treynor (1962), J. (1999). *Toward a theory of market value of risky assets*. Dans R. A. Korajczyk, Asset pricing and portfolio performance (pp. 15 - 22). London: Risk books .
- Turan, S. (2015). Financial Innovation - Crowdfunding: Friend or Foe? *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 195 , pp. 353 – 362.
- United Nations. (2014). *United Nations Demographic Yearbook*. Récupéré sur United Nations: <http://unstats.un.org/unsd/demographic/products/dyb/dybssets/2014.pdf>
- van den Akker, P., Kleverlaan, R., Koren, G., & van Vliet, K. (2013). Samen mogelijk maken Onderzoek naar de motivaties van crowdfunders in Nederland. *Nationaal Crowdfunding Onderzoek*. Recupéré sur Crowdfundingonderzoek: <http://www.crowdfundingonderzoek.nl/>
- Wadhwani, S. B. (1986). Inflation, bankruptcy, default premia and the stock market. *Economic Journal* 96, pp. 120-38.
- Werneryd, K. E. (1999). *The Psychology of Saving: A Study on Economic Psychology*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
- Woelfe, G. (2016, Mars, 2). *Taux négatifs : les banques belges dans le même esprit que la BCE*. Récupéré sur La Libre: <http://www.lalibre.be/economie/actualite/taux-negatifs-les-banques-belges-dans-le-meme-esprit-que-la-bce-56d5935d3570e6ca6af8af0f>, consulté le 25 Juillet 2016.
- Wu, T., Lee, M., Lin, H., & Wang, C. (2014). Shoulder-surfing-proof graphical password authentication scheme. *International Journal Of Information Security*, 13(3), pp. 245-254.

- Xiao, J. J., & Noring, F. E. (1994). Perceived Saving Motives and Hierarchical Financial. *Financial Counseling and Planning*, 5, pp. 25 - 44.
- Zhang, J. (2013, Mai). Aggregate business failures and macroeconomic conditions: a VAR look at the u.s. between 1980 and 2004. *Journal of Applied Economics*. Vol XVI, No. 1, pp. 179-202.
- Zhaoa, Q., Chen, C., Wang, J., & Chen, P. (2016, Février). Determinants of backers' funding intention in crowdfunding: Social exchange theory and regulatory focus. *Telematics and Informatics*, vol 34, iss 1, pp. 370 - 384.

Textes législatifs

- Arrêté royal d'exécution du Code d'impôt sur les revenus 1992 (AR/CIR 92)(1993). *Moniteur belge*, 13 Septembre 1993.
- Arrêté royal du 14 Novembre 2008 portant exécution de la loi du 15 octobre 2008 portant des mesures visant à promouvoir la stabilité financière et instituant en particulier une garantie d'Etat relative aux crédits octroyés et autres opérations effectuées dans le cadre de la stabilité financière, en ce qui concerne la protection des dépôts et des assurances sur la vie, et modifiant la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers (2008). *Moniteur belge*, 17 Novembre 2008.
- Arrêté royal du 18 juin 2013 imposant certaines obligations en matière d'information lors de la commercialisation de comptes d'épargne réglementés (2013). *Moniteur belge*, 8 Juillet 2013.
- Arrêté royal du 2 juin 2015 modifiant l'arrêté royal du 25 avril 2014 imposant certaines obligations en matière d'information lors de la commercialisation de produit financiers auprès des clients de détail. (2015). *Moniteur belge*, 10 juin 2015.
- Arrêté royal du 25 avril 2014 imposant certaines règles en matière d'information lors de la commercialisation de produits financiers auprès des clients de détail (2014). *Moniteur belge*, 12 Juin 2014.
- Arrêté royal modifiant l'AR/CIR 92 en ce qui concerne les conditions d'exonérations des revenus des dépôts d'épargne visés à l'article 21, 5°, du Code des impôts sur les revenus 1992 (2008). *Moniteur belge*, 7 Décembre 2008.

Arrêté royal portant les règles et modalités visant à transposer la directive concernant les marchés d'instruments financiers (2007). *Moniteur belge*, 18 Juin 2007.

Code des sociétés du 7 Mai 1999 (1999). *Moniteur belge*, 6 Aout 1999.

Loi du 16 juin 2006 relative aux offres publiques d'instruments de placement et aux admissions d'instrument de placement à la négociation sur des marchés réglementés (2006). *Moniteur belge*, 21 Juin 2006.

Loi portant insertion du livre VII "Services de paiement et de crédit " dans le Code de droit économique, portant insertion des définitions propres au livre VII et des peines relatives aux infractions au livre VII, dans les livres I et XV du Code de droit économique, et portant diverses autres dispositions (2014). *Moniteur belge*, 28 Mai 2014.

Loi-programme du 10 aout 2015 (2015). *Moniteur belge*, 18 Aout 2015

Règlement (UE) n ° 549/2013 du Parlement européen et du Conseil du 21 mai 2013 relatif au système européen des comptes nationaux et régionaux dans l'Union européenne Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE (2013).

Sites internet

Axa : <https://www.axabank.be>

Banque nationale de Belgique : <https://www.nbb.be/en>

Belfius : <https://www.belfius.be>

BNP Paribas Fortis : <https://www.bnpparibasfortis.be>

Bolero Crowdfunding: <https://bolero-crowdfunding.be/>

CBC: <https://www.cbc.be>

Deutsche Bank: <https://www.deutschebank.be>

Euronext: <https://www.euronext.com>

Fitch: <https://www.fitchratings.com>

Guide-épargne : <http://www.guide-epargne.be>

ING: <https://www.ing.be>

London Stock Exchange: <http://www.londonstockexchange.com/home/homepage.htm>

Look&Fin: <http://www.lookandfin.com>

Moody's : <https://www.moody's.com>

MyMicroInvest : <https://www.mymicroinvest.com/fr>

Nasdaq: <http://www.nasdaq.com>

Standard&Poor's: <https://www.standardandpoors.com>

Annexes

Annexe 1. Schématisation du système de comptabilisation européen SEC

Emplois

Ressources

COMPTE DE PRODUCTION

Consommation intermédiaire	Production de biens et services
Valeur ajoutée	

Emplois

Ressources

COMPTE D'EXPLOITATION

Salaires	Valeur ajoutée
Excédent d'exploitation	

Emplois

Ressources

COMPTE D'AFFECTATION DES REVENUS PRIMAIRES

Revenus de la propriété versés	Excédent d'exploitation
Solde des revenus primaires	Salaire reçus
	Revenus de la propriété reçu

Emplois

Ressources

COMPTE DE DISTRIBUTION SECONDAIRE DU REVENU

Transfert courants versés	Solde des revenus primaires
Revenu disponible	Transferts courants reçus

Le *revenu disponible* d'un particulier s'obtient grâce aux salaires reçus, au patrimoine que celui-ci possède, par exemple, les biens mobiliers ou immobiliers ; aux revenus de la propriété reçus et/ou versés, par exemple, les loyers reçus en contrepartie de la location d'un bien immobilier, d'un terrain, les intérêts ou les dividendes perçus sur la détention d'actifs financiers ou les

intérêts dus à la suite d'un emprunt, prêt ; et les allocations sociales ou transferts courants reçus et versés, c'est-à-dire les impôts, les allocations de chômage, les allocations familiales, etc.

Emplois

Ressources

UTILISATION DU REVENU DISPONIBLE

Dépenses de consommation	Revenu disponible
Epargne	

Emplois

Ressources

COMPTE DE CAPITAL

Formation de capital (Investissement)	Epargne
Transfert en capital versés	Transfert en capital reçus
Solde net à financer	

Transfert en capital (articles 4.145 à 4.167 du règlement européen relatif au système européen des comptes nationaux et régionaux dans l'Union européenne, 2013) : les transferts en capitaux regroupent, par exemple, les droits de successions, les donations, les legs entre vifs, les aides à l'investissement, les dédommagements dus à la destruction ou aux dégâts subis par les biens en capital à la suite de faits de guerre, d'autres événements politiques ou de catastrophes naturelles comme les inondations.

Emplois

Ressources

COMPTE DE CAPITAL

Variation de passifs financiers	Solde net à financer
Variation d'actifs financiers	

Annexe 2. Ventilation des actifs financiers détenus par les particuliers belges entre 2007 et 2015 : Recueil et traitement des données

$$\text{Taux de croissance annuel} = \frac{AF_t - AF_{t-1}}{AF_{t-1}}$$

$$\text{Taux de croissance de 2007 à 2015 : } \frac{AF_{2015} - AF_{2007}}{AF_{2007}}$$

$$\% \text{ Détenus dans le portefeuille : } \frac{\sum_{i=1}^t AF_i}{AF_t} \times 100$$

$$\text{Taux de croissance annuel moyen de 2007 à 2015 : } \sqrt[2015-2007]{\frac{AF_{2015}}{AF_{2007}}} - 1$$

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Taux de croissance annuel entre 2007 et 2015	Taux de croissance annuel moyen entre 2007 et 2015
Actifs financiers	947432	873969	946040	986317	1034582	1080407	1124407	1172879	1218969		
Taux de croissance annuel des actifs financiers		-8%	8%	4%	5%	4%	4%	4%	4%	28,66%	3,20%
Numéraire: billets et pièces	21109	24289	24057	25022	26127	26835	28374	30845	32777		
Taux de croissance annuel(%)		15%	-1%	4%	4%	3%	6%	9%	6%	55,28%	5,65%
% de détention dans le portefeuille	2%	3%	3%	3%	3%	2%	3%	3%	3%		
Dépôts à vue	35151	34020	38753	40959	41666	46901	52215	51322	58494		
Taux de croissance annuel(%)		-3%	14%	6%	2%	13%	11%	-2%	14%	66,41%	6,57%
% de détention dans le portefeuille	4%	4%	4%	4%	4%	4%	5%	4%	5%		
Dépôts d'épargne	141656	143450	176304	197198	201516	217577	231113	237490	241285		
Taux de croissance annuel(%)		1%	23%	12%	2%	8%	6%	3%	2%	70,33%	6,88%

<i>% de détention dans le portefeuille</i>	15%	16%	19%	20%	19%	20%	21%	20%	20%		
Autres dépôts	63017	65012	42101	33156	39523	37082	35568	42844	39092	-37,97%	-5,79%
<i>Taux de croissance annuel(%)</i>		3%	-35%	-21%	19%	-6%	-4%	20%	-9%		
<i>% de détention dans le portefeuille</i>	7%	7%	4%	3%	4%	3%	3%	4%	3%	-8,97%	-1,17%
Titres de créance	73288	88028	99139	94957	106276	100781	87378	76622	66712		
<i>Taux de croissance annuel</i>		20%	13%	-4%	12%	-5%	-13%	-12%	-13%		
<i>% de détention dans le portefeuille</i>	8%	10%	10%	10%	10%	9%	8%	7%	5%	21,48%	2,46%
Actions et participations	396176	305580	334638	342489	358470	374731	408678	439845	481256		
<i>Taux de croissance annuel(%)</i>		-23%	10%	2%	5%	5%	9%	8%	9%		
<i>% de détention dans le portefeuille</i>	42%	35%	35%	35%	35%	35%	36%	38%	39%	38,08%	4,12%
Droits sur les réserves techniques d'assurance	204622	202019	219565	240563	245556	260541	265311	277211	282552		
<i>Taux de croissance annuel(%)</i>		-1%	9%	10%	2%	6%	2%	4%	2%		
<i>% de détention dans le portefeuille</i>	22%	23%	23%	24%	24%	24%	24%	24%	23%	35,37%	3,86%
Autres actifs financiers	12412	11572	11485	11975	15449	15958	15771	16699	16802		
<i>Taux de croissance annuel(%)</i>		-7%	-1%	4%	29%	3%	-1%	6%	1%		
<i>% de détention dans le portefeuille</i>	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%		

(Source : BNB – Compte financiers – données extraites le 17 Mai 2016)

Annexe 3. Théorie du portefeuille : Explication supplémentaires (Markowitz, 1952)

1. Le Risque

Le risque résulte de l'incertitude des paiements liés à la détention de l'actif, il peut se mesurer comme l'écart type de la distribution de probabilité du rendement de l'actif (*cfr* formule 1).

Soit,

- $W = (w_1, \dots, w_n) = 1$ et w_i , la part de l'actif financier i au sein du portefeuille p .
- σ_p , le risque du portefeuille p
- $\sigma_i; \sigma_j$, le risque individuel des actifs i et j respectivement
- ρ_{ij} , le coefficient de corrélation entre les rendements des actifs i et j .

Alors,

Formule 1.

$$\sigma_p = \sqrt{\sigma_p^2}$$

Où

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n w_i w_j \sigma_{ij} = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n w_i w_j \sigma_i \sigma_j \rho_{ij}$$

La théorie du portefeuille soutient que la diversification des actifs au sein d'un portefeuille permet de réduire le risque. La diversification est soutenue, premièrement par un nombre croissant d'actifs au sein du portefeuille et deuxièmement par une corrélation qui n'est pas parfaitement positive ($\rho_{ij} < 1$) entre les différents actifs financiers qui composent le portefeuille.

De ce fait, le risque du portefeuille est fortement dépendant du coefficient de corrélation entre le rendement des actifs.

Si $\rho_{ij} = 1$ alors, $\sigma_p = \sum_{i=1}^n w_i * \sigma_i$.

Le risque du portefeuille est égal à la moyenne pondérée des risques individuels des actifs qui le compose et il n'y a aucun effet de diversification.

Si $\rho_{ij} < 1$ alors, $\sigma_p < \sum_{i=1}^n w_i * \sigma_i$

Il existe une composition du portefeuille W qui min σ_p

Si $\rho_{ij} = -1$ alors, il existe une composition du portefeuille W tel que $\sigma_p = 0$

En effet, un moyen facile de réduire le risque global du portefeuille en maximisant ses chances de rendement est d'investir son épargne dans différents actifs financiers qui ne réagiront pas identiquement à un évènement identique.

2. Le rendement

Le rendement attendu d'un actif est lié à l'ensemble des paiements généré par celui-ci durant sa période de détention par un agent économique, celui-ci est souvent incertain et est illustré, selon la théorie du portefeuille (Markowitz, 1952), comme une espérance mathématique de la distribution de probabilité du rendement global et le rendement attendu d'un portefeuille est la moyenne pondérée des rendements attendus des différents actifs repris dans le portefeuille (*cfr* formule 2).

Soient,

— $W = (w_1, \dots, w_n) = 1$, avec w_i , la part de l'actifs i au sein du portefeuille p .

— $\bar{r}_p$, le rendement attendu du portefeuille p

— $\bar{r}_i$, le rendement individuel attendu de l'actif i

Formule 2.

$$\bar{r}_p = \sum_{i=1}^n w_i * \bar{r}_i$$

Annexe 4. Veille concurrentielle de six banques actives en Belgique

(Données extraites le 8 juillet 2016)

1. ING

	Taux de base	Prime de fidélité	Montant minimum	Montant maximum	Durée	Gestion	Variation du taux	Frais (Ouverture + gestion)	Frais supplémentaires	Garantie	Liquidité	Fiscalité
Livret Orange d'ING	0,01%	0,10%	Non	Non	Le compte d'épargne a une durée indéterminée.	L'ouverture peut se faire sur demande dans votre agence bancaire ou sur le site internet de la banque.	Les taux d'intérêt sont exprimés sur une base annuelle et peuvent être adaptés à tout moment. Vous trouverez le taux en vigueur en ligne et dans toutes les agences ING. Si le taux varie, nous en informons les titulaires du compte via les extraits de compte (Site).	Gratuit	Assurance éventuelle : Assurance Compte espèces ING : 4,80 euros par an	L'argent déposé sur les comptes épargne chez ING tombe sous le mécanisme de la protection des dépôts jusqu'à 100.000 euros par personne. En cas de faillite (imminente) de la banque, l'épargne au-dessus de 100.000 euros peut éventuellement	Dans les limites imposées par la loi, vous pouvez retirer votre argent à tout moment (Informations clés pour l'épargnant).	Exonération : pour les célibataires jusqu'à 1.880 euros, et pour les conjoints et cohabitants légaux jusqu'à 3.760 euros. Au-delà : 15%
Livret ING lion premium	0,01%	0,10%		500 000 €		L'ouverture peut se faire sur le site internet de la banque.	Les taux d'intérêts de base du passé ne présentent aucune garantie pour les taux futurs (Informations clés pour l'épargnant).		Coûts éventuels d'envoi de courrier et autres coûts : pas d'application			
Epargne automatique	0,20%	1%		500€/mois		Compte réservé à un usage internet.	Le tarif de la prime de		(Informations-clés pour l'épargnant)		Vous pouvez également disposer de votre argent à tout moment si vous en avez besoin :	

Livret vert d'ING	0,01%	0,10%		Non		L'ouverture peut se faire sur demande dans votre agence bancaire ou sur le site internet de la banque.	fidélité peut être modifié par la banque à tout moment. Le tarif de la prime de fidélité en vigueur au moment du versement ou du départ d'une nouvelle période d'acquisition reste inchangé pendant une période de 12 mois (Informations clés pour l'épargnant).			être convertie en actions (bail-in) ou perdue dans sa totalité ou en partie.	virez-le sur votre compte à vue, et le tour est joué (site).	
ING lion deposit	0,01%	0,10%		500 000 €		L'ouverture peut se faire sur le site internet de la banque. Compte réservé à un usage internet.						

2. Belfius

Compte épargne	0,01%	0,10%					Les taux de l'intérêt de base peuvent être modifiés à tout moment par la banque. Les taux d'intérêts de base du passé ne présentent aucune garantie pour les taux futurs (Informations clés pour l'épargnant). Le tarif de la prime de fidélité peut être modifié par la banque à tout moment. Le tarif de la prime de fidélité en vigueur au moment du versement ou du départ			L'argent déposé sur les comptes épargne chez Belfius Banque tombe sous le mécanisme de la protection des dépôts jusqu'à 100.000 euros par personne. En cas de faillite (imminente) de la banque, l'épargne au-dessus de 100.000 euros	Dans les limites imposées par la loi, vous pouvez retirer votre argent à tout moment (Informations clés pour	Exonération : pour les célibataires jusqu'à 1.880 euros, et pour les conjoints et cohabitants légaux jusqu'à 3.760 euros. Au-delà : 15%
Compte épargne fidélité	0,01%	0,10%	Non	Non	Le compte d'épargne a une durée indéterminée.	L'ouverture peut se faire sur demande dans votre agence bancaire ou sur le site internet de la banque.		Gratuit	Assurance éventuelle : 4,80€ Coûts éventuels d'envoi de courrier et autres coûts : Frais de port. (Informations-clés pour l'épargnant)			

Belfius compte épargne +	0,01%	0,75%		500€/Mois 100000€/compte			d'une nouvelle période d'acquisition reste inchangé pendant une période de 12 mois (Informations clés pour l'épargnant). Les nouveaux taux et primes sont communiqués via cette fiche, par extraits de compte ou par l'un des moyens prévus par le règlement général des opérations (Site).			peut éventuellement être convertie en actions (bail-in) ou perdue dans sa totalité ou en partie.	l'épargnant).	
---------------------------------	-------	-------	--	---------------------------------	--	--	---	--	--	--	---------------	--

3. CBC

Start2Save CBC2	0,60%	0,15%	Non	500€/mois (ordre d'épargne automatique obligatoire)	Le compte d'épargne a une durée indéterminée.	L'ouverture peut se faire sur demande dans votre agence bancaire	Les taux de l'intérêt de base et de la prime de fidélité peuvent être modifiés à tout moment par la banque. Les taux d'intérêts de base du passé ne présentent aucune garantie pour les taux futurs (Informations clés pour l'épargnant).	Gratuit	Assurance éventuelle : 4,20 euros par an.	Les fonds déposés sur votre compte d'épargne bénéficient, sous certaines conditions, du système de protection des dépôts institué par les pouvoirs publics belges. La protection s'élève actuellement à 100.000 euros au maximum par personne. En cas de faillite ou de risque de faillite de CBC, vous supportez le	Dans les limites imposées par la loi, vous pouvez retirer votre argent à tout moment (Informations clés pour l'épargnant).	Exonération : pour les célibataires jusqu'à 1.880 euros, et pour les conjoints et cohabitants légaux jusqu'à 3.760 euros. Au-delà : 15%
e-Compte d'épargne CBC	0,01%	0,10%		500 000 €		L'ouverture peut se faire sur le site internet de la banque.			Coûts éventuels d'envoi de courrier et autres coûts : pas de frais.			
e-Compte d'épargne Fidelity CBC	0,01%	0,25%		500 000 €		Compte réservé à un usage internet.	Le tarif de la prime de fidélité peut être modifié par la banque à tout moment. Le		(Informations-clés pour l'épargnant)			

Start2Save4 CBC²	0,60%	0,15%		500€/mois (ordre d'épargne automatique obligatoire)		L'ouverture peut se faire sur demande dans votre agence bancaire	tarif de la prime de fidélité en vigueur au moment du versement ou du départ d'une nouvelle période d'acquisition reste inchangé pendant une période de 12 mois (Informations clés pour l'épargnant).			risque de perdre le montant de votre épargne étant supérieure à 100.000 euros ou d'être soumis à une réduction/conversion en actions de capital (Bail-in) de ce montant.		
Compte d'épargne CBC	0,01%	0,10%		Non		L'ouverture peut se faire sur demande dans votre agence bancaire	En cas de variation de taux, les titulaires de comptes seront informés par le biais d'une annexe aux extraits de compte. Vous pouvez toujours trouver les taux d'intérêts actuels auprès de votre agence bancaire CBC ou sur le site (Site).					

4. Deutsche Bank

DB E-Fidelity Account	0,10%	0,40%	Non	Non	Le compte d'épargne a une durée indéterminée.	L'ouverture peut se faire sur le site internet de la banque Gestion en ligne uniquement	Les taux de l'intérêt de base peuvent être modifiés à tout moment par la banque. Les taux d'intérêts de base du passé ne présentent aucune garantie pour les taux futurs (Informations clés pour l'épargnant).	Gratuit	Assurance : 3€/an Frais de port 0,10€/envoi (Informations-clés pour l'épargnant)	Les montants versés par les particuliers et certaines personnes morales tombent sous le mécanisme européen de protection des dépôts à concurrence de 100.000 euros par personne et par banque.	Epargne à long terme accessible à tout moment (Site). Dans les limites imposées par la loi, vous pouvez retirer votre	Exonération : pour les célibataires jusqu'à 1.880 euros, et pour les conjoints et cohabitant légaux jusqu'à 3.760 euros.
------------------------------	-------	-------	-----	-----	---	--	--	---------	---	--	--	--

						Le tarif de la prime de fidélité peut être modifié par la banque à tout moment. Le tarif de la prime de fidélité en vigueur au moment du versement ou du départ d'une nouvelle période d'acquisition reste inchangé pendant une période de 12 mois (Informations clés pour l'épargnant).				argent à tout moment (Informations clés pour l'épargnant).	Au-delà : 15%
DB E-Saving Account	0,20%	0,10%				Le cas échéant le client en sera informé par message Online Banking (Site).				Epargne à court terme accessible à tout moment (Site).	
DB Saving Plan	1%	0,50%		500€/mois 6000€/an	L'ouverture peut uniquement se faire sur demande dans votre agence bancaire Puis gestion en ligne ou en agence					Dans les limites imposées par la loi, vous pouvez retirer votre argent à tout moment (Informations clés pour l'épargnant).	

5. Axa

Compte d'épargne Start2bank	0,30%	0,10%	Non	1 000 000 €	Pas de durée fixe, l'ouverture ou la fermeture d'un compte est possible à tout moment.	L'ouverture peut se faire sur demande dans votre agence bancaire ou sur le site internet de la banque. Compte réservé à un usage internet	Les taux de l'intérêt de base peuvent être modifiés à tout moment par la banque. Les taux d'intérêts de base du passé ne présentent aucune garantie pour les taux futurs (Informations clés pour l'épargnant).	Gratuit	Assurance éventuelle : assurance facultative décès suite à un accident : 5€ par an.	En cas de ou risque de faillite de l'établissement financier : perte ou diminution/conversion en actions de capital (Bail-in) du montant de l'épargne au-delà de ces 100.000 euros protégés.	Dans les limites imposées par la loi, vous pouvez retirer votre argent à tout moment (Informations clés pour l'épargnant).	Exonération : pour les célibataires jusqu'à 1.880 euros, et pour les conjoints et cohabitant légaux jusqu'à 3.760 euros. Au-delà : 15%
Start2bank épargne fidelity	0,05%	0,45%					Le tarif de la prime de fidélité peut être modifié par la banque à tout moment. Le tarif de la prime de fidélité en vigueur au moment du versement ou du départ d'une nouvelle période d'acquisition reste inchangé pendant une période de 12 mois (Informations clés pour l'épargnant). Variation des taux possible à tout moment, communiqué sur ce site web et sur les extraits de compte (Site).		Coûts éventuels d'envoi de courrier et autres coûts : pas d'application (Informations-clés pour l'épargnant)			

6. BNP Paribas Fortis

Compte d'épargne	0,01%	0,10%	Non	Non	Le compte d'épargne a une durée indéterminée.	L'ouverture via le réseau de distribution de la marque BNP Paribas Fortis peut se faire sur demande dans votre agence bancaire ou sur le site internet de la banque ;	Le tarif de l'intérêt de base peut être modifié par la banque à tout moment. Les taux d'intérêts de base du passé ne présentent aucune garantie pour les taux futurs (Informations clés pour l'épargnant).	Gratuit	Pour des comptes avec un solde < 25,00 EUR et sur lesquels aucun retrait ou versement n'a eu lieu depuis 10 ans, dont le titulaire a au moins 24 ans et ne détient pas d'autres comptes auprès de BNP Paribas Fortis : 2,50 euros par an.	En cas de ou risque de faillite de l'établissement financier : perte ou diminution/conversion en actions de capital (Bail-in) du montant de l'épargne au-delà de ces 100.000 euros protégés.	Dans les limites imposées par la loi, vous pouvez retirer votre argent à tout moment (Informations clés pour l'épargnant). Le client dispose chaque jour librement de l'argent qui est sur son Compte d'épargne (Site).	Exonération : pour les célibataires jusqu'à 1.880 euros, et pour les conjoints et cohabitants légaux jusqu'à 3.760 euros. Au-delà : 15%
Compte d'épargne étoile	0,01%	0,75%		9000€ / an		L'ouverture via le canal de distribution Hello Bank ! peut se faire via le site internet de la banque.	Le tarif de la prime de fidélité peut être modifié par la banque à tout moment. Le tarif de la prime de fidélité en vigueur au moment du versement ou du départ d'une nouvelle période d'acquisition reste inchangé pendant une période de 12 mois (Informations clés pour l'épargnant).		Assurance éventuelle : 4,25 euros par an			
Epargne logement	0,01%	0,75%		6000€/an		L'ouverture peut se faire sur demande dans votre agence bancaire ou sur le site internet de la banque. Compte réservé aux clients entre 18 ans et 35 ans	Le taux de base et la prime de fidélité varient en fonction des marchés. Nous vous informons de toute modification		Coût éventuel d'envoi de courrier et autres coûts : frais de port (à partir du 1er avril 2015). (Informations-			

Compte d'épargne Hello4you	0,70%	0,30%		6000€/an		L'ouverture via le réseau de distribution de la marque BNP Paribas Fortis peut se faire sur demande dans votre agence bancaire; l'ouverture via le canal de distribution Hello Bank ! peut se faire via le Hello Team ou sur le site internet de la banque. Compte réservé aux clients entre 18 ans et 27 ans	du taux de base et/ou de la prime de fidélité sur le premier extrait de compte qui suit ce changement (Site).		clés pour l'épargnant)			
Compte d'épargne en ligne Premium	0,01%	0,10%	12 500 €	Non		L'ouverture via le réseau de distribution de la marque BNP Paribas Fortis peut se faire sur demande dans votre agence bancaire ou sur le site internet de la banque ; l'ouverture via le canal de						

						<i>distribution Hello Bank ! peut se faire via le site internet de la banque.</i>							
Compte d'épargne plus	0,01%	0,10%	50 000 €	150 000 €		<i>Compte réservé à un usage internet.</i>							
						<i>L'ouverture peut se faire sur demande dans votre agence bancaire.</i>							

Annexe 5. Ratings attribués à plusieurs banques actives en Belgique par les agences de notation Standard&Poor's, Moody's et Fitch : Recueil et interprétations des données

1. Recueil des données

	S&p's	Moody's	Fitch
<i>(SOURCE) + (DATE DE LA DERNIÈRE RÉVISION DU RATING PAR L'AGENCE)</i>	https://www.standardandpoors.com	https://www.moodys.com	https://www.fitchratings.com
ING	A (8 Avril 2015)	A1 (4 Juin 2015)	A+ (14 Avril 2016)
Belfius	A – (26 Octobre 2012)	AAA (4 Juin 2015)	A- (14 Avril 2016)
BNP Paribas Fortis	A (11 Mars 2016)	A1 (28 Mai 2015)	A+ (21 Juillet 2015)
Axa	A- (15 Octobre 2014)	A2 (4 Juin 2015)	A (14 Avril 2016)
KBC	A (29 Avril 2014)	Baa1 (28 Janvier 2016)	B- (14 Avril 2016)
Deutsche Bank	BBB+ (9 Juin 2015)	A3 (23 Mai 2016)	B- (14 Juin 2016)
credit europe	Pas de notation disponible (28 Juin 2016)	Ba2 (28 Mai 2015)	BB- (14 Décembre 2015)

Crelan	Pas de notation disponible (28 Juin 2016)	Pas de notation disponible (28 Juin 2016)	Pas de notation disponible (28 Juin 2016)
Triodos	Pas de notation disponible (28 Juin 2016)	Pas de notation disponible (28 Juin 2016)	Pas de notation disponible (28 Juin 2016)
Keytrade Bank	Pas de notation disponible (28 Juin 2016)	Pas de notation disponible (28 Juin 2016)	Pas de notation disponible (28 Juin 2016)
CPH banque	Pas de notation disponible (28 Juin 2016)	Pas de notation disponible (28 Juin 2016)	Pas de notation disponible (28 Juin 2016)
Fortuneo	Pas de notation disponible (28 Juin 2016)	Pas de notation disponible (28 Juin 2016)	Pas de notation disponible (28 Juin 2016)
Argenta	A- (2 Décembre 2015)	Pas de notation disponible (28 Juin 2016)	Pas de notation disponible (28 Juin 2016)
Beobank	Pas de notation disponible (28 Juin 2016)	Pas de notation disponible (28 Juin 2016)	Pas de notation disponible (28 Juin 2016)
Rabbobank	Pas de notation disponible (28 Juin 2016)	Pas de notation disponible (28 Juin 2016)	Pas de notation disponible (28 Juin 2016)
BKCP banque	Pas de notation disponible (28 Juin 2016)	Pas de notation disponible (28 Juin 2016)	Pas de notation disponible (28 Juin 2016)
Fintro	Pas de notation disponible (28 Juin 2016)	Pas de notation disponible (28 Juin 2016)	Pas de notation disponible (28 Juin 2016)
Hello Bank	Pas de notation disponible (28 Juin 2016)	Pas de notation disponible (28 Juin 2016)	Pas de notation disponible (28 Juin 2016)

2. Table d'interprétation des données

2.1 Standard&Poor's

Long-Term Issue Credit Ratings*	
Category	Definition
AAA	An obligation rated 'AAA' has the highest rating assigned by S&P Global Ratings. The obligor's capacity to meet its financial commitment on the obligation is extremely strong.
AA	An obligation rated 'AA' differs from the highest-rated obligations only to a small degree. The obligor's capacity to meet its financial commitment on the obligation is very strong.
A	An obligation rated 'A' is somewhat more susceptible to the adverse effects of changes in circumstances and economic conditions than obligations in higher-rated categories. However, the obligor's capacity to meet its financial commitment on the obligation is still strong.
BBB	An obligation rated 'BBB' exhibits adequate protection parameters. However, adverse economic conditions or changing circumstances are more likely to lead to a weakened capacity of the obligor to meet its financial commitment on the obligation.
BB; B; CCC; CC; and C	Obligations rated 'BB', 'B', 'CCC', 'CC', and 'C' are regarded as having significant speculative characteristics. 'BB' indicates the least degree of speculation and 'C' the highest. While such obligations will likely have some quality and protective characteristics, these may be outweighed by large uncertainties or major exposures to adverse conditions.
BB	An obligation rated 'BB' is less vulnerable to nonpayment than other speculative issues. However, it faces major ongoing uncertainties or exposure to adverse business, financial, or economic conditions which could lead to the obligor's inadequate capacity to meet its financial commitment on the obligation.
B	An obligation rated 'B' is more vulnerable to nonpayment than obligations rated 'BB', but the obligor currently has the capacity to meet its financial commitment on the obligation. Adverse business, financial, or economic conditions will likely impair the obligor's capacity or willingness to meet its financial commitment on the obligation.
CCC	An obligation rated 'CCC' is currently vulnerable to nonpayment, and is dependent upon favorable business, financial, and economic conditions for the obligor to meet its financial commitment on the obligation. In the event of adverse business, financial, or economic conditions, the obligor is not likely to have the capacity to meet its financial commitment on the obligation.
CC	An obligation rated 'CC' is currently highly vulnerable to nonpayment. The 'CC' rating is used when a default has not yet occurred, but S&P Global Ratings expects default to be a virtual certainty, regardless of the anticipated time to default.
C	An obligation rated 'C' is currently highly vulnerable to nonpayment, and the obligation is expected to have lower relative seniority or lower ultimate recovery compared to obligations that are rated higher.
D	An obligation rated 'D' is in default or in breach of an imputed promise. For non-hybrid capital instruments, the 'D' rating category is used when payments on an obligation are not made on the date due, unless S&P Global Ratings believes that such payments will be made within five business days in the absence of a stated grace period or within the earlier of the stated grace period or 30 calendar days. The 'D' rating also will be used upon the filing of a bankruptcy petition or the taking of similar action and where default on an obligation is a virtual certainty, for example due to automatic stay provisions. An obligation's rating is lowered to 'D' if it is subject to a distressed exchange offer.
NR	This indicates that no rating has been requested, or that there is insufficient information on which to base a rating, or that S&P Global Ratings does not rate a particular obligation as a matter of policy.
*The ratings from 'AA' to 'CCC' may be modified by the addition of a plus (+) or minus (-) sign to show relative standing within the major rating categories.	

Figure 13 Table d'interprétation des *ratings* octroyés par l'agence Standard & Poor's (Standard & Poor's, 2016)

2.2 Moody's

Global Long-Term Rating Scale	
Aaa	Obligations rated Aaa are judged to be of the highest quality, subject to the lowest level of credit risk.
Aa	Obligations rated Aa are judged to be of high quality and are subject to very low credit risk.
A	Obligations rated A are judged to be upper-medium grade and are subject to low credit risk.
Baa	Obligations rated Baa are judged to be medium-grade and subject to moderate credit risk and as such may possess certain speculative characteristics.
Ba	Obligations rated Ba are judged to be speculative and are subject to substantial credit risk.
B	Obligations rated B are considered speculative and are subject to high credit risk.
Caa	Obligations rated Caa are judged to be speculative of poor standing and are subject to very high credit risk.
Ca	Obligations rated Ca are highly speculative and are likely in, or very near, default, with some prospect of recovery of principal and interest.
C	Obligations rated C are the lowest rated and are typically in default, with little prospect for recovery of principal or interest.

Figure 14 Table d'interprétation des *ratings* octroyés par l'agence Moody's (Moody's, 2016)

2.3 Fitch

AAA: Highest credit quality.

'AAA' ratings denote the lowest expectation of default risk. They are assigned only in cases of exceptionally strong capacity for payment of financial commitments. This capacity is highly unlikely to be adversely affected by foreseeable events.

AA: Very high credit quality.

'AA' ratings denote expectations of very low default risk. They indicate very strong capacity for payment of financial commitments. This capacity is not significantly vulnerable to foreseeable events.

A: High credit quality.

'A' ratings denote expectations of low default risk. The capacity for payment of financial commitments is considered strong. This capacity may, nevertheless, be more vulnerable to adverse business or economic conditions than is the case for higher ratings.

BBB: Good credit quality.

'BBB' ratings indicate that expectations of default risk are currently low. The capacity for payment of financial commitments is considered adequate but adverse business or economic conditions are more likely to impair this capacity.

BB: Speculative.

'BB' ratings indicate an elevated vulnerability to default risk, particularly in the event of adverse changes in business or economic conditions over time; however, business or financial flexibility exists which supports the servicing of financial commitments.

B: Highly speculative.

'B' ratings indicate that material default risk is present, but a limited margin of safety remains. Financial commitments are currently being met; however, capacity for continued payment is vulnerable to deterioration in the business and economic environment.

CCC: Substantial credit risk.

Default is a real possibility.

CC: Very high levels of credit risk.

Default of some kind appears probable.

C: Exceptionally high levels of credit risk

Default is imminent or inevitable, or the issuer is in standstill. Conditions that are indicative of a 'C' category rating for an issuer include:

- a. the issuer has entered into a grace or cure period following non-payment of a material financial obligation;
- b. the issuer has entered into a temporary negotiated waiver or standstill agreement following a payment default on a material financial obligation; or
- c. Fitch Ratings otherwise believes a condition of 'RD' or 'D' to be imminent or inevitable, including through the formal announcement of a distressed debt exchange.

RD: Restricted default.

'RD' ratings indicate an issuer that in Fitch Ratings' opinion has experienced an uncured payment default on a bond, loan or other material financial obligation but which has not entered into bankruptcy filings, administration, receivership, liquidation or other formal winding-up procedure, and which has not otherwise ceased operating. This would include:

- a. the selective payment default on a specific class or currency of debt;
- b. the uncured expiry of any applicable grace period, cure period or default forbearance period following a payment default on a bank loan, capital markets security or other material financial obligation;
- c. the extension of multiple waivers or forbearance periods upon a payment default on one or more material financial obligations, either in series or in parallel; or
- d. execution of a distressed debt exchange on one or more material financial obligations.

D: Default.

'D' ratings indicate an issuer that in Fitch Ratings' opinion has entered into bankruptcy filings, administration, receivership, liquidation or other formal winding-up procedure, or which has otherwise ceased business.

Figure 15 Table d'interprétation des *ratings* octroyés par l'agence Fitch (FitchRatings, 2014)

Annexe 6. Exemples d'informations qu'un investisseur peut trouver sur les plateformes de *crowdfunding* belges

1. Bolero Crowdfunding

Après s'être identifié sur la plateforme, un investisseur peut choisir une campagne. Il trouve alors les informations suivantes : idée, atout, équipe, potentiel de marché, stratégie marketing, etc. (*cfr* figure 16). Par exemple, dans la section « prévisions et résultats financiers », l'investisseur peut analyser les projections de l'entreprise pour les quatre prochaines années (*cfr* figure 17).

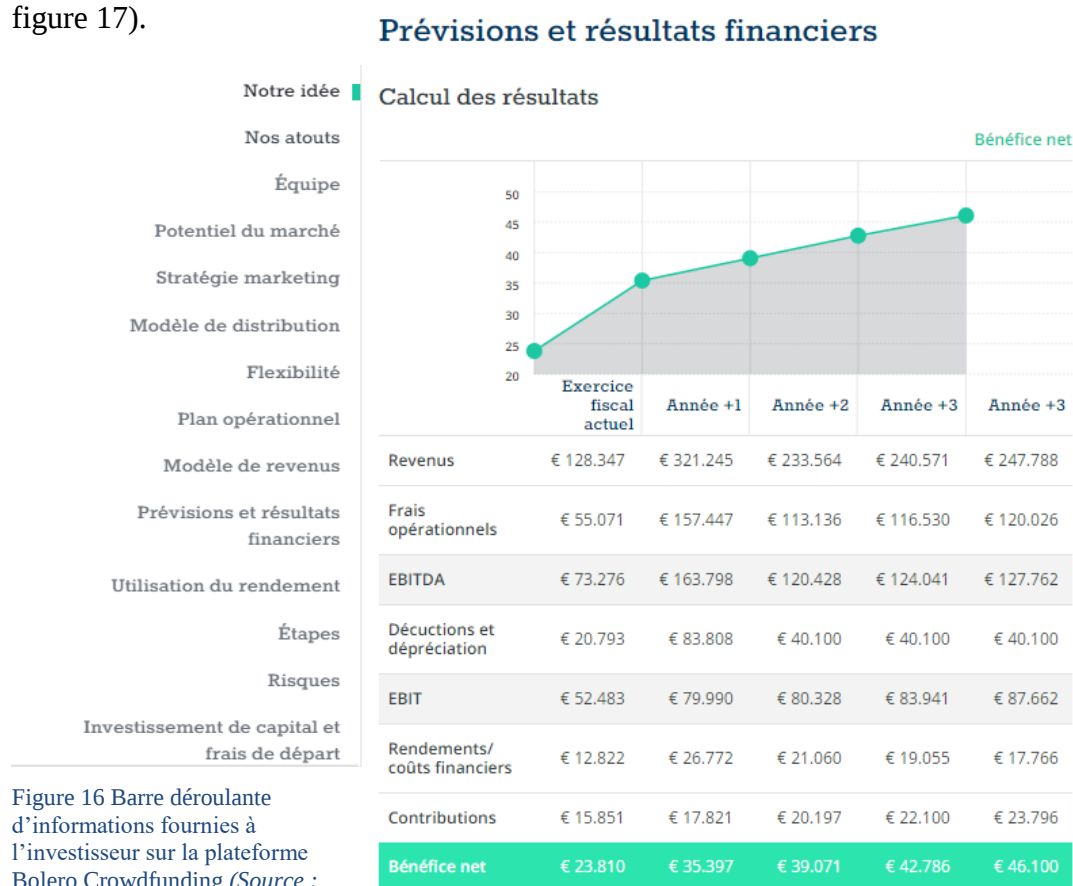


Figure 16 Barre déroulante d'informations fournies à l'investisseur sur la plateforme Bolero Crowdfunding (Source : Bolero Crowdfunding)

Figure 17 Section « prévisions et résultats financiers » de la campagne « Bikelife » financée avec succès sur la plateforme Bolero Crowdfunding (Source : Bolero Crowdfunding)

2. Mymicroinvest



Figure 18 Barre déroulante d'informations fournie à l'investisseur sur la plateforme Mymicroinvest (Source : Mymicroinvest)

Après avoir choisi une campagne, un investisseur peut trouver les informations suivantes : idée, marché, équipe, etc. (*cfr* figure 18). Par exemple, dans la section « Marché », il existe deux catégories : tendances de marché et compétition (*cfr* figure 19).

Tendances du marché

Zen Car est au cœur de nombreuses grandes tendances en témoigne une étude menée par Frost & Sullivan (Sept 2011), où l'on observe que le modèle proposé ici est à la croisée de plusieurs de ces tendances :



Compétition

Le marché du carsharing se développe principalement aux Etats-Unis et en Europe.

Ci-dessous un aperçu de la répartition du marché mondial et des chiffres de croissance :

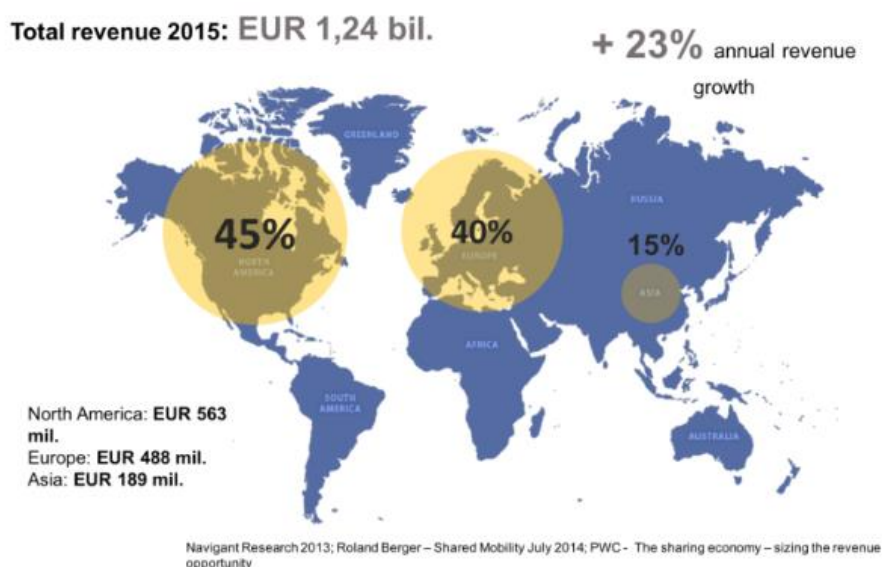


Figure 19 Section « Marché » de la campagne « Zen Car » financée avec succès sur la plateforme Mymicroinvest (Source : Mymicroinvest)

3. Look&Fin

Après s'être identifier sur la plateforme, un investisseur peut choisir une campagne. Il trouve alors les informations suivantes : résumé, analyse, détails, questions, mensualités, etc. (cfr figure 20). Par exemple, dans la section « analyse », l'investisseur peut prendre connaissance des bonnes raisons d'investir dans le projet et les points d'attention (cfr figure 21).

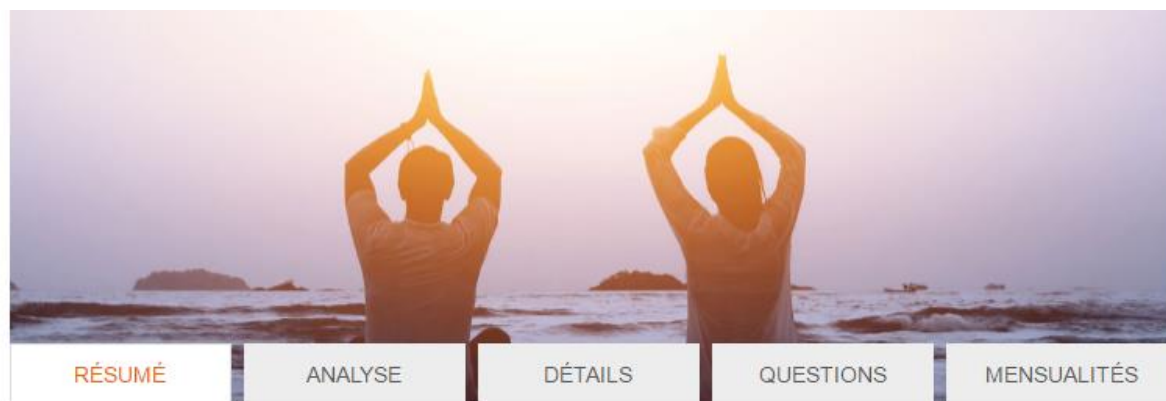


Figure 20 Barre déroulante d'informations fournie à l'investisseur sur le site Look&Fin (Source : Look&Fin)

LES BONNES RAISONS D'INVESTIR

1. Des actionnaires de qualité et impliqués

Le capital de Celyatis est détenu par le fonds d'investissement Network Finance (40%), le Groupe Zannier (30%) et des investisseurs privés (30%).

Network Finance (www.network-finances.com) est un fonds créé par une trentaine d'entrepreneurs européens de l'internet. Selon le guide des Startups 2014 ce concentré de compétences high tech et l'expérience des membres qui le compose en fait l'un des fonds d'entrepreneurs les plus aboutis et le plus performant. Le **Groupe Zannier** (www.zanniergroup.com) est quant à lui un groupe français regroupant une quinzaine de marques de vêtement pour enfant. Il réalise 430 millions de chiffre d'affaires et emploie 3 500 personnes dans le monde.

Les actionnaires réalisent une augmentation de capital de 200.000€ à l'occasion de l'emprunt souscrit par le biais de Look&Fin.

2. Un secteur d'activité en croissance

Celyatis est actif sur le marché du bien-être et de la perte d'autonomie. Le vieillissement global de la population engendre une croissance importante de ce secteur ; actuellement en France près de 10 millions de personnes sont âgées de plus de 60 ans et on estime que d'ici 2050, 30% de la population aura plus de 60 ans.

3. Un endettement financier limité

Les dettes financières se limitent à 268 124€ (à la dernière clôture) et se compose essentiellement d'une ligne de crédit sans échéance ouverte depuis 2013.

LES POINTS D'ATTENTION

1. Des exercices déficitaires

La société Celyatis a été créée en 2005. L'entreprise a rapidement connu une belle croissance, mais le management initial a rencontré des difficultés pour rendre le business modèle rentable. En 2012, les actionnaires actuels sont entrés au capital et ont procédé à une augmentation de capital afin d'apurer les pertes reportées. Le nouveau management mis en place à cette occasion a réalisé un travail d'optimisation de l'offre et des coûts. L'entreprise a ainsi renoué avec la rentabilité lors de son dernier exercice comptable. Elle affiche une croissance de 10% et réalise un résultat opérationnel de 62.000€ sur le dernier semestre.

2. Un arriéré auprès de la sécurité sociale

L'arriéré auprès de l'URSSAF (cotisations sociales françaises) s'élevait en mars 2015 à 80.000€. Un plan d'apurement sur 20 mois a été accepté début 2015 (de mars 2015 à novembre 2016). La mensualité s'élève à 5.000€.

Figure 21 Section « Analyse » de la campagne Celyatis financée avec succès sur la plateforme Look&Fin (Source : Look&Fin)

Annexe 7. Critères de sélection des projets sur les plateformes belges de *crowdfunding* financier

1. Bolero Crowdfunding

1. Vous avez une **société** ou vous êtes en train d'en constituer une.
2. Votre société est établie en **Belgique**.
3. Le financement souhaité s'élève à **300.000 euros maximum***.
4. Vous cherchez un financement pour démarrer une **nouvelle activité** ou pour lancer un nouveau produit ou service.
5. L'**objet social** de votre entreprise n'est pas contraire aux lois belges et/ou aux bonnes mœurs, ni aux valeurs éthiques du groupe KBC.

L'un des membres de l'équipe vous contactera et vous indiquera si votre demande entre en ligne de compte pour une campagne sur la plateforme de Bolero Crowdfunding.

Figure 22 Critères de sélection mis en place par la plateforme Bolero Crowdfunding (Source : Bolero Crowdfunding)

2. Mymicroinvest

Est-ce que mon projet 'XYZ' pourrait intéresser MyMicroInvest?

Nous examinerons avec beaucoup de curiosité tous les différents types de projets, tant qu'ils viennent des entreprises enregistrées ou des entreprises en phase de l'être. La plateforme ne permet pas aux particuliers de recueillir des fonds pour financer leur projet. Sachez qu'avant que votre start-up ne devienne éligible pour une campagne de crowdfunding via MyMicroInvest, vous devrez être en mesure de fournir des informations appropriées juridiques, stratégiques, financières, et autres, et votre projet sera examiné en profondeur. Pour plus d'informations concernant la procédure pour soumettre une demande d'investissement pour MyMicroInvest, veuillez-vous référer à la question suivante de cette section.

Figure 23 Critères de sélection mis en place par la plateforme Mymicroinvest et disponibles sur le site internet (Source : Mymicroinvest)

En outre, lors du stage de l'auteur effectué chez Mymicroinvest du 1^{er} février au 29 avril 2016, ce dernier a pu analyser de plus près les critères de sélection mis en place par Mymicroinvest (*cfr* figure 25).

EQUITY	DEBT
Entreprise créée ou en cours de création	
Une filiale n'est pas acceptée	Une filiale est acceptée si l'entreprise mère est au courant de la campagne
Plan financier sur trois ans	Plan financier sur la durée du prêt
Minimum 50% du montant levé doit être investit dans la croissance de l'entreprise	
Montant minimum de la levée de fond :50000eur	Chiffre d'affaire de minimum 250000euros
	Le principal du prêt ne peut pas dépasser un tiers du chiffre d'affaire actuel
	Durée du prêt de minimum 1 an et maximum 5ans (financement global de la PME) ou 10ans (financement d'un équipement particulier au sein de l'entreprise).

Figure 24 Critères de sélection mis en place par la plateforme Mymicroinvest et obtenus par l'auteur lors de son stage chez Mymicroinvest (Source : Mymicroinvest, retravaillé par l'auteur)

3. Look&Fin

Quelles informations sont requises lors du dépôt de ma demande?

Les informations requises sont de 3 types:

- Une description de la société,
- Une description de l'activité,
- Des informations financières.

Quels sont les critères de sélection d'un dossier?

Look&Fin sélectionne les entreprises sur base des critères suivants:

- Un chiffre d'affaires minimum de 300 000€,
- Minimum 3 exercices comptables déposés,
- Une capacité de remboursement démontrée.

Lors de son analyse, Look&Fin sera particulièrement attentif aux ratios financiers actuels et futurs de l'entreprise ainsi qu'à ses perspectives futures.

Quel est le processus décisionnel de Look&Fin?

Les étapes de sélection d'un dossier par Look&Fin sont les suivantes:

- 1° Sur base du [formulaire](#) communiqué via le site, Look&Fin valide l'éligibilité de l'entreprise,
- 2° Un complément d'informations est demandé à l'entreprise via mail. Ceci en vue d'une analyse approfondie,
- 3° L'entreprise est proposée à l'investissement aux membres de Look&Fin.

Figure 25 Critères de sélection mis en place par la plateforme Look&fin (Source : Look&Fin)

Annexe 8. Exemple de remboursement d'un « amortizing loan »

La figure 26 indique les données nécessaires à l'investisseur concernant le prêt octroyé à la *start-up* Smartflat qui a réussi sa campagne avec succès sur la plateforme Mymicroinvest.

Montant du prêt	99800€
Intérêt annuel brut	7%
Échéance	4ans
Type de prêt	Amortizing loan
Montant d'un note participative	100€

Figure 26 Données concernant le prêt octroyé à la *start-up* Smartflat (source : Mymicroinvest, retravaillée par l'auteur)

La figure 27 montre le tableau de mensualité qu'un investisseur x va recevoir annuellement sur son prêt de 100euros.

EXEMPLE DE TABLEAU DE REMBOURSEMENT PAR NOTE				
Période	Solde restant dû	Paielement d'intérêt	Paielement capital	Paielement total
Périodes: 4	Total paiements:	18,09	100,00	118,09
Année 1	77,48	7,00	22,52	29,52
Année 2	53,38	5,42	24,10	29,52
Année 3	27,59	3,74	25,79	29,52
Année 4	0,00	1,93	27,59	29,52

Figure 27 tableau des mensualités perçues par les *crowdlenders* de la *start-up* Smartflat qui a réussi sa campagne de *crowdlending* avec succès sur la plateforme Mymicroinvest (Source : Mymicroinvest)

L'investisseur x. a prêté 100euros (*cfr* montant d'une note participative) à la *start-up* Smart Flat lors de sa campagne de *crowdlending*. Chaque année, durant quatre ans, il recevra un montant périodique fixe de 29,52 euros (*cfr* formule 5).

Formule 5.

$$A = \frac{P * i}{1 - (1 + i)^{-n}} = \frac{100 * 0,07}{1 - (1 + 0,07)^{-4}} = 29,52$$

Avec :

- A, le montant périodique fixe
- P, le principal

- i , le taux d'intérêt périodique brut
- n , le nombre de période de paiement

Une fois que le montant périodique fixe et connu, il est facile de calculer les intérêts et le remboursement de capital perçu chaque année par Mr x . En effet, la première année, l'intérêt s'élève à 7% de 100euros, c'est-à-dire 7euros ($100 \times 0,07 = 7$). Les intérêts sont ensuite déduits du montant périodique fixe pour obtenir la part du capital qui est remboursé en année 1, 22,52euros ($29,52 - 7 = 22,52$). La deuxième année, l'intérêt s'élève à 7% du principal amorti du montant du capital déjà payé ($100 - 22,52$), c'est-à-dire 5,42euros ($0,07 \times (100 - 22,52) = 5,42$) et ainsi de suite.

Annexe 9. Test de connaissance proposé sur la plateforme Bolero Crowdfunding

Question 1

Êtes-vous au courant de la conjoncture économique et des marchés financiers ? Choisissez la réponse qui vous correspond le mieux.*

- ☐ Cela ne m'intéresse pas du tout. De telles informations sont dérisoires pour moi.
- ☐ Je fais attention à ce que j'entends dans l'actualité à la télévision, la radio, dans les journaux et les magazines. Je ne possède aucune formation économique/financière et encore moins d'expérience professionnelle dans l'investissement.
- ☐ Je fais attention à ce que j'entends dans l'actualité à la télévision, la radio, dans les journaux et les magazines. Je ne possède aucune formation économique/financière et encore moins d'expérience professionnelle dans l'investissement.
- ☐ Je suis régulièrement les actualités économiques/financières dans les médias. J'ai suivi une formation économique/financière et je possède de l'expérience professionnelle dans l'investissement. Grâce à ma profession, je peux peaufiner mes connaissances financières.

Question 2

Combien de transactions (pour une valeur de minimum de 250 euros par transaction) avez-vous effectuées ces deux dernières années pour des actions via une plateforme de crowdfunding ?*

- ☐ Aucune
- ☐ 1 ou 2
- ☐ 3 ou plus

Question 3

Combien de transactions (pour une valeur minimum de 250 euros par transaction) avez-vous effectuées ces deux dernières années pour des obligations via une plateforme de crowdfunding ?*

- ☐ Aucune
- ☐ 1 ou 2
- ☐ 3 ou plus

Question 4

Combien de transactions (pour une valeur minimum de 250 euros par transaction) avez-vous effectuées ces deux dernières années pour des obligations convertibles via une plateforme de crowdfunding ?*

- ☐ Aucune
- ☐ 1 ou 2
- ☐ 3 ou plus

Question 5

Selon vous, laquelle des définitions suivantes est la plus proche du concept de « crowdfunding » ?*

- ☐ Le financement d'entreprises par un groupe sélect d'investisseurs en participant à des émissions d'obligations ou d'actions.
- ☐ Le financement par un grand groupe de participants d'initiatives sociales ou culturelles ou d'entreprises (jeunes ou de croissance) soit par le biais de donation, en échange d'une rétribution, via un emprunt ou une obligation ou la participation à l'actionariat.
- ☐ Le rassemblement de fonds par une banque auprès de ses clients avec comme but le financement de projets et d'entreprises.
- ☐ Je ne sais pas.

Question 6

Si je souscris à une obligation d'une jeune entreprise de croissance non-cotée, laquelle des propositions suivantes est la plus probable ?*

- ☐ Avec mon obligation, je passe avant les autres fournisseurs de liquidités et j'ai de plus grandes chances de récupérer mon argent dans le cas d'une faillite.
- ☐ Dans le cas de la faillite de jeunes entreprises, le risque de pertes totales est souvent aussi important pour les obligations que pour le capital-actions.
- ☐ Mon obligation est protégée par des garanties d'État pour lesquelles je peux m'attendre à récupérer au moins 75 % de mon investissement.
- ☐ Je ne sais pas.

Question 7

Si je souscris à des actions ou des obligations (convertibles) sur une plateforme de crowdfunding, alors :*

- ☐ Je peux revendre mes titres à tout moment.
- ☐ Il n'y a souvent pas assez de liquidités pour vendre mes titres.
- ☐ Je ne sais pas.

Question 8

Lever du capital-actions en tant que jeune entreprise comprend dans la plupart des cas :*

- ☐ Un versement de dividendes importants après une année afin d'attirer de nouveaux investisseurs.
- ☐ Le non-versement de dividendes dans les premières années afin d'investir un maximum d'argent dans la croissance de l'entreprise.
- ☐ Je ne sais pas.

Question 9

Si je souscris à une obligation convertible, quel est le scénario le plus probable pour la conversion en actions ? :*

- ☐ Il y aura toujours conversion et je deviens actionnaire de l'entreprise au lieu d'en être le créancier.
- ☐ Il se peut qu'il n'y ait aucune conversion, je ne reçois pas d'actions et je reste créancier de l'entreprise.
- ☐ Je ne sais pas.

Mon profil

Test de connaissances et d'expérience en investissement

Félicitations, vous avez réussi le test de connaissances et d'expérience en matière d'investissement !

Vous confirmez que vous avez rempli de bonne foi le test de connaissances et d'expérience en matière d'investissement. Sur la base de vos réponses, BCF a jugé qu'investir dans le crowdfunding via des actions et des obligations (convertibles ou non) est adapté pour vous, compte tenu de vos connaissances et de votre expérience.

Annexe 10. Evolution et projection des fonds levés grâce au *crowdfunding* à travers le monde entre 2010 et 2020 : Recueil et traitement de données

Taux de croissance annuel des fonds levés (%) : $\frac{Volume_t - Volume_{t-1}}{Volume_{t-1}}$

Année	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Volume des fonds levés grâce au crowdfunding (\$milliards)	0,88	1	2,7	6,1	16,2	34,4					100
Taux de croissance (%)		13,64%	170,00%	125,93%	165,57%	112,35%					
Sources	Forbes (2016)	Douw&Kouren (2016)	Massolution (2015)	Massolution (2015)	Massolution (2015)	Massolution (2015)	Massolution (2015)				

Annexe 11. Répartition des montants levés par type de *crowdfunding* à travers le monde en 2014 et 2015 : Recueil et traitement de données

Taux de croissance annuel des fonds levés (%) : $\frac{Volume_t - Volume_{t-1}}{Volume_{t-1}}$

	2014	Source	2015	Source
<i>Donation</i>	1,94	<i>Bolero Crowdfunding 2016</i>	2,85	<i>Massolution 2015</i>
	<i>Taux de croissance (%) : 31,93%</i>			
<i>Récompense</i>	1,33	<i>Bolero Crowdfunding 2016</i>	2,68	<i>Massolution 2015</i>
	<i>Taux de croissance (%) : 101,50%</i>			
<i>Prêt</i>	11,08	<i>Bolero Crowdfunding 2016</i>	25,13	<i>Massolution 2015</i>
	<i>Taux de croissance (%) : 126,81%</i>			
<i>Equity</i>	1,11	<i>Bolero Crowdfunding 2016</i>	2,56	<i>Massolution 2015</i>
	<i>Taux de croissance (%) : 130,63%</i>			

Annexe 12. Fonds levés par habitants grâce au *crowdfunding* en 2014 et 2015 dans différents pays et régions : Recueil et traitement de données

Tableau 1. Fonds levés par habitants grâce au crowdfunding en 2014 et 2015 dans différents pays et régions						
Pays	Fonds levés grâce au crowdfunding (2014)	Sources	Nombre d'habitants	Sources	Fonds levés/Habitant	
Belgique	2 000 000 €	(KPMG, 2014)	11 209 044	(Services publics fédéral intérieur, 2015)	0,18 €	
Pays-Bas	63 000 000 €	(Douw&Koren, 2016)	16 934 000	(Centrale Bureau voor de statistiek, 2015)	3,72 €	
UK	£ 1 740 000 000	(Nesta, 2016)	65 097 000	(Office for National Statistics, 2015)	£ 26,73	
	1 402 875 000 €	Conversion en €*			21,55 €	
France	152 000 000 €	(Baromètre du crowdfunding en France, 2015)	6 627 602	(Insee, 2016))	2,28 €	
Europe	\$ 3 260 000 000,00	(Bolero Crowdfunding, 2016)	601 382 972	(United Nations, 2014)	\$ 4,42	
	4 332 051 000 €	Conversion en €			5,87 €	
Amérique du Nord	\$ 9 460 000 000	(Bolero Crowdfunding, 2016)	357 178 284		\$ 26,63	
	12 570 921 000 €	Conversion en €			35,39 €	
	Fonds levés grâce au crowdfunding (2015)	Sources	Nombre d'habitants	Sources	Fonds levés/Habitant	
	4 500 000,00 €	(Douw&Koren, 2016)	11 250 585	(Services publics fédéral intérieur, 2015)	0,40 €	
	128 000 000,00 €		17 000 000	(Centrale Bureau voor de statistiek, 2015)	7,53 €	
	£2 785 350 000,00	(Nesta, 2016)	65 572 000	Office for national statistics (2015)	£ 42,48	
	2 022 930 071,25 €	Conversion en €		30,85 €		
	296 800 000,00 €	(Baromètre du crowdfunding en France, 2015)	66 380 602	(Insee, 2016)	4,47 €	
	\$ 6 480 000 000,00	(Massolution, 2015)	742 000 000	(Institut national d'étude démographique, 2015)	\$ 8,73	
	7 193 772 000,00 €	Conversion en €			9,70 €	
	\$17 250 000 000,00	(Massolution, 2015)			357 000 000	\$ 48,32
	19 150 087 500,00 €	Conversion en €			53,64 €	

*Afin qu'une comparaison soit possible entre les différents pays, il est important que toutes les données soient dans la même devise. Dans un souci de facilité, parce que la majorité des informations étaient initialement en euros, j'ai décidé de choisir la devise européenne comme référence. La conversion s'est faite sur base de la moyenne des taux de conversion applicables sur la période étudiée (Année 2014 – Année 2015) (Voir tableau 2.).

<i>Tableau 2. : Taux de conversion (Source: OANDA)</i>					
EUR/GDP	2014	2015	EUR/USD	2014	2015
Q1	0,8278	0,7436	Q1	1,3702	1,1268
Q2	0,8148	0,722	Q2	1,3714	1,1063
Q3	0,7937	0,7178	Q3	1,3255	1,1123
Q4	0,7887	0,7217	Q4	1,2483	1,0952
MOYENNE 2014	0,80625	0,726275	MOYENNE 2015	1,32885	1,11015

Annexe 13. Informations supplémentaires concernant l'implication des banques dans les activités de *crowdfunding*

En Belgique, le degré d'implication des banques dans les activités de *crowdfunding* est différent d'une banque à l'autre ; il peut être passif, informationnel ou actif (Bolero Crowdfunding, 2016) :

- Passif

Certaines banques considèrent les plateformes de *crowdfunding* comme une alternative de financement et n'entrevoient aucune collaboration. Selon Bolero Crowdfunding (2016), ces banques représentent la majorité en Belgique.

- Informationnel

Les banques entrent en partenariat avec les plateformes de *crowdfunding* existantes et redirigent leurs clients en cas de nécessité. Ainsi, par exemple, Mymicroinvest entretient un partenariat avec BNP Paribas et Key Trade Bank.

Le partenariat avec PNP Paribas « se limite à l'aspect crédits et n'offre pas de possibilités en matière de placements aux clients investisseurs » (de Laminne, 2014) à l'instar du partenariat avec Key Trade qui s'intéresse plutôt à la relation avec les investisseurs. Ainsi « via ce partenariat, MyMicroInvest espère convaincre de nouveaux investisseurs de financer les projets que la société a sélectionnés » (Quoisitiaux, 2014).

- Actif

La banque KBC a choisi de créer sa propre plateforme de *crowdfunding*, Bolero Crowdfunding, lié à son courtier en ligne nommé Boléro.

Hello Bank, une filiale de BNP Paribas a fait de même en gérant Hello Crowd, une plateforme de *crowdfunding* non financier.