

LE FRIC, C'EST CHIC : PANORAMA DU CROWDFUNDING EN 2016

Cyril Bertrand, Bartosz Jakubowski

F.F.E. | « *Annales des Mines - Réalités industrielles* »

2016/1 Février 2016 | pages 38 à 43

ISSN 1148-7941

Article disponible en ligne à l'adresse :

<https://www.cairn.info/revue-realites-industrielles-2016-1-page-38.htm>

Pour citer cet article :

Cyril Bertrand, Bartosz Jakubowski « Le fric, c'est chic : panorama du *crowdfunding* en 2016 », *Annales des Mines - Réalités industrielles* 2016/1 (Février 2016), p. 38-43.

Distribution électronique Cairn.info pour F.F.E..

© F.F.E.. Tous droits réservés pour tous pays.

La reproduction ou représentation de cet article, notamment par photocopie, n'est autorisée que dans les limites des conditions générales d'utilisation du site ou, le cas échéant, des conditions générales de la licence souscrite par votre établissement. Toute autre reproduction ou représentation, en tout ou partie, sous quelque forme et de quelque manière que ce soit, est interdite sauf accord préalable et écrit de l'éditeur, en dehors des cas prévus par la législation en vigueur en France. Il est précisé que son stockage dans une base de données est également interdit.

Le fric, c'est chic : panorama du *crowdfunding* en 2016

Par Cyril BERTRAND

XAnge

et Bartosz JAKUBOWSKI

XAnge

« La démocratie est le plus mauvais des systèmes de gouvernement, à l'exception de tous les autres » - le coup de griffe de Churchill est resté célèbre. La foule peut-elle prendre des décisions intelligentes ? Ou est-elle, par nature, condamnée à adopter le comportement moutonnier des masses influençables ? Comment la confiance (ou la défiance) de la foule se construit-elle dans une situation où celle-ci est en contact direct avec la demande, en dehors de toute intermédiation (sauf la plateforme, qui est neutre) comme c'est le cas avec le *crowdfunding* (financement par la foule) ?

Le *crowdfunding* est en fait bien plus que la simple participation financière de chacun à la réalisation de projets portés par des inconnus : il élimine l'intermédiation entre l'offre et la demande. Ce faisant, le *crowdfunding* endosse deux des rôles que jouait jusqu'alors le *market maker* (le plus souvent, les banques) : garantir la liquidité du marché et préserver la confiance entre l'offreur et le demandeur de capital. Liquidité et confiance sont les deux maîtres mots de toute place de marché, mais ils se déclinent différemment selon les trois grandes familles composant le *crowdfunding* : le don ou don/contre-don (*reward-based* ou *crowdgifting*), le prêt (*crowdlending*) et l'investissement en capital (*crowdequity*). Ce sont là les trois dimensions bien connues du métier millénaire de l'échange d'argent, dont les motivations humaines, comme la générosité, la passion, l'avidité, l'analyse, le courage ou l'inconscience, sont démultipliées par l'effet de foule.

Le *crowdfunding* (ou financement participatif) a été propulsé sur le devant de la scène médiatique récemment, notamment du fait d'une réglementation édictée dans le cadre de la loi dite Macron et de l'introduction en Bourse du géant américain créé par un Français, Lending Club, fin 2014. Il s'agit du phénomène en vertu duquel un certain nombre de particuliers (la foule : *crowd*, en anglais) peuvent, en participant chacun pour un petit montant, réunir une somme conséquente afin de financer (*funding*) un projet.

Les plateformes de *crowdfunding* sont donc des places de marché (*marketplaces*) entre, d'un côté, des entreprises ou des personnes qui recherchent du financement pour réaliser un projet et, de l'autre, des individus (la foule) prêts à les financer. La plateforme sert à mettre en relation ces entreprises avec leurs financeurs potentiels et à fournir à chacun des outils technologiques pour qu'ils puissent le faire dans les meilleures conditions.

Nous allons analyser successivement les origines, l'écosystème et les tendances qui se dessinent aujourd'hui

pour les plateformes de *crowdfunding* selon une grille de lecture qu'XAnge a mise en place pour son analyse des places de marché ⁽¹⁾.

Le succès des places de marché dépend de deux critères déterminants :

- la confiance : il appartient à la plateforme d'éliminer le risque de contrepartie et le risque inhérent à une opération commerciale entre deux parties qui ne se connaissent pas, notamment grâce à un système de notation (*rating*) reconnus entre pairs,
- la liquidité : chaque partie devant percevoir qu'elle a de bonnes chances de trouver exactement ce qu'elle recherche sur la plateforme, ce qui passe notamment par un volume significatif des deux côtés de la place de marché.

(1) Analyse de Cyril Bertrand, Partner d'XAnge Private Equity, et de Bartosz Jakubowski, Associate d'XAnge PE, librement inspirée de l'article écrit sur ce sujet par Anand Iyer, de Threadflip : <http://firsttround.com/review/How-Modern-Marketplaces-Like-Uber-Airbnb-Build-Trust-to-Hit-Liquidity/>

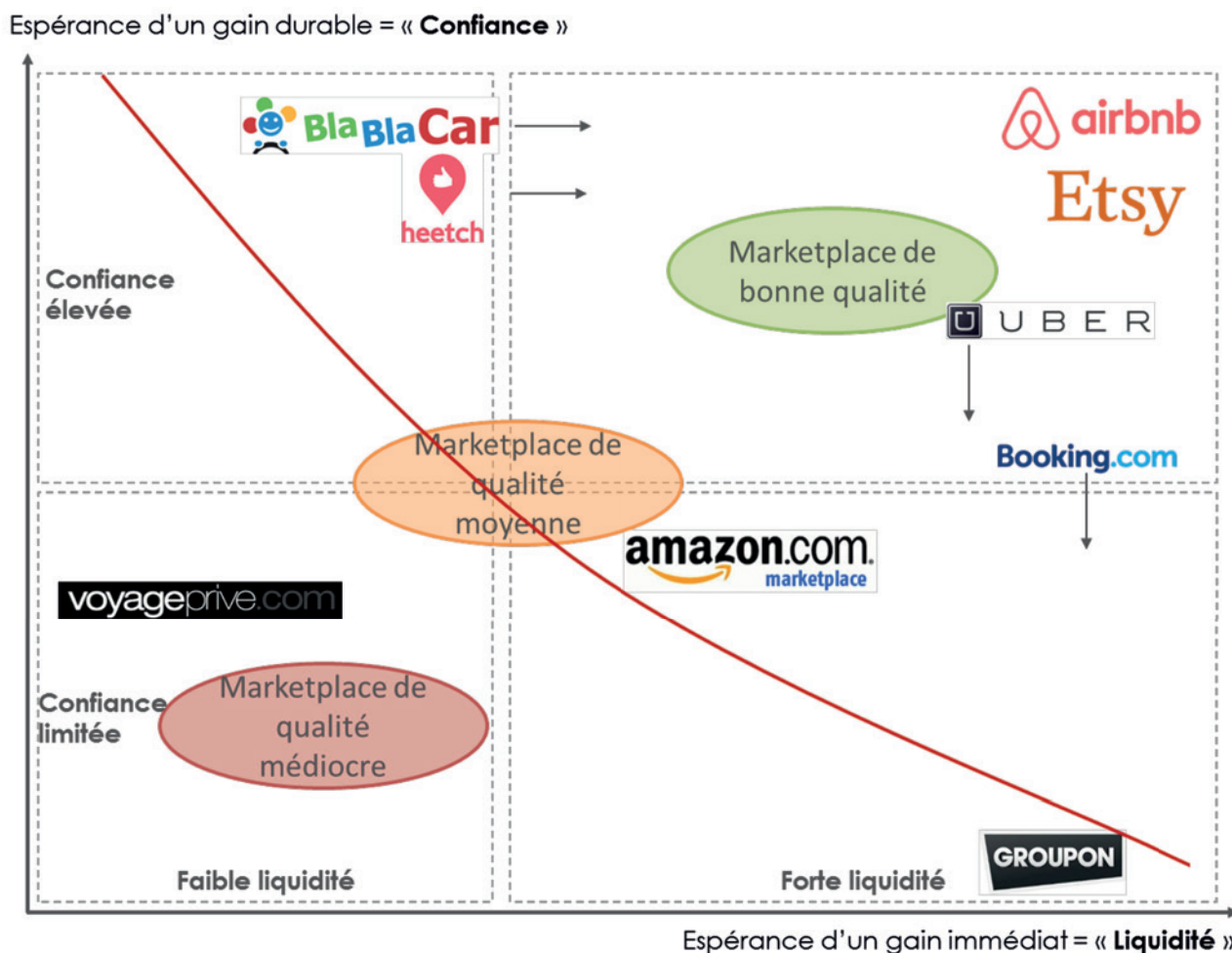


Figure 1

Le schéma de la Figure 1 ci-dessus, agrémenté de quelques exemples, reflète cette grille de lecture, selon notre vision.

Avant d'appliquer l'analyse présentée ci-dessus au *crowdfunding*, revenons un instant sur les origines de ce nouveau mode de financement, ce qui nous aidera à en analyser les caractéristiques.

Le crowdfunding a Internet comme roues motrices, la « FinTech » comme carburant, et l'économie collaborative pour volant

Le *crowdfunding*, en tant que nouveau mode de financement de projets (au sens large) par une foule d'individus, doit sa genèse à la conjonction de trois tendances, qui sont elles-mêmes les fruits d'une innovation technologique (Internet) couplée à un changement dans les mentalités.

Internet rend la parole à la majorité silencieuse...

En abolissant les distances entre les gens et en rendant (quasi gratuitement) visible la « longue traîne » de projets et d'idées jusqu'alors peu médiatisés, Internet a donné à chaque internaute la possibilité de s'exprimer. Dès lors, tout individu peut y retrouver un projet qui lui tient à cœur et le soutenir (notamment financièrement). Internet a par conséquent aussi permis de rassembler facilement et à

moindre coût un nombre substantiel de personnes autour d'un projet commun, d'où la possibilité d'un financement collectif, participatif, le *crowdfunding*.

... et permet ainsi l'émergence d'une économie collaborative

À partir du moment où sont possibles des échanges entre des personnes qui n'ont entre elles aucun lien de proximité (relationnelle ou géographique), mais qui ont un intérêt commun, la rencontre entre une offre et une demande (au sens le plus large possible de ces deux termes) est facilitée. Si, par exemple, j'ai une chambre libre dans mon appartement et que je veuille en retirer un revenu complémentaire, je peux la proposer à la location non plus seulement à mes amis, à ma famille ou à mes voisins et leurs amis, mais potentiellement à la Terre entière, pour peu qu'elle soit connectée. Il en va de même en ce qui concerne ma voiture, ma perceuse ou mes talents en anglais ou en musique... L'idée d'un réseau décentralisé d'échanges entre interlocuteurs ayant des intérêts complémentaires peut émerger plus facilement. De plus, ce réseau n'est pas formaté de manière réductrice par une entité centralisée (par un *market maker*). **C'est en cela qu'Internet a permis l'émergence de l'économie collaborative : en facilitant les échanges et la prise de conscience que chacun d'entre nous a des choses à offrir et/ou à demander.**

La FinTech : le numérique donne un coup de pied dans la fourmilière bancaire

Au-delà du simple fait de manifester son soutien à un projet, le *crowdfunding* nécessite qu'il soit possible de transférer de l'argent rapidement et sans friction (s'agissant à l'origine de transferts sur la base du don, sans intérêt financier réel pour le financeur, toute friction aurait considérablement réduit le « taux de conversion » du financement). L'autre exigence qu'implique ce mode de financement d'un projet par de nombreux contributeurs était de disposer d'un outil avancé de gestion des flux d'argent.

La *FinTech* (c'est-à-dire les services financiers innovants) correspond à la métamorphose du système financier par le numérique. Les *start-ups* montrent ainsi qu'elles sont capables de remettre en question chacune des fonctions imparties aux banques de détail : le paiement, la collecte de dépôts et le crédit (mais également celles des banques d'affaires : conseil en investissement, transfert de devises, etc.).

Cette mouvance a trois origines :

- une origine historique, la crise financière de 2007. Les intermédiaires financiers traditionnels ont perdu la confiance du public et le phénomène de désintermédiation bancaire en a été considérablement accéléré,
- une origine économique, la réduction drastique des coûts d'entrée sur les activités bancaires traditionnelles, ce qui a permis l'entrée de nouveaux acteurs et a contribué à réduire progressivement les avantages comparatifs des banques,
- enfin, une origine culturelle : la révolution numérique a entraîné une digitalisation grandissante des modes de vie des consommateurs.

La concomitance de ces trois tendances a permis le développement de *start-ups* qui « court-circuitent » les intermédiaires bancaires et financiers traditionnels.

Dans sa première cristallisation, le *crowdfunding*, la *FinTech* a été la technologie facilitatrice (ou *enabler*) d'un paiement divisé, immédiat et à distance, qui permet une allocation sans friction des fonds. De plus, dépassant le don pour aller de plus en plus vers la recherche d'un gain financier, le *crowdfunding* a été influencé par une tendance, accélérée par les *start-ups* *FinTech*, visant à donner à l'épargnant une plus grande autonomie dans la gestion de son épargne. Il s'agit là d'une nouvelle manière de devenir maître de son épargne.

Comme le résume le schéma de la Figure 2 ci-dessous, le *crowdfunding* se situe donc au point de rencontre entre économie collaborative et *FinTech*.

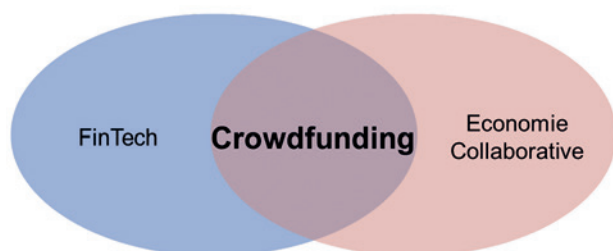


Figure 2

Des financements plus variés et des financeurs plus exigeants

Comme nous l'avons indiqué en introduction, les plateformes de *crowdfunding* intermédièrent la rencontre entre une offre de financement (celle des individus financeurs) et une demande de financement (les porteurs de projet ou les entreprises cherchant à se faire financer). Analyser l'écosystème du *crowdfunding*, c'est donc s'intéresser, d'un côté, aux chercheurs de fonds et, de l'autre, aux financeurs, ainsi qu'à l'environnement juridique dans lequel les uns et les autres évoluent.

Une segmentation verticale des chercheurs de fonds

Comme nous l'analyserons plus en détail dans la suite de cet article, le *crowdfunding* a commencé à s'appliquer à des souscriptions sous la forme de dons. Il s'agissait, pour des « fans », de financer la performance d'un artiste : MyMajorCompany est un précurseur français bien connu de cette mouvance. Peu à peu, devant le succès de ce mode de financement, des acteurs ayant un but lucratif se sont intéressés à cette solution pour financer leur croissance. De nombreuses *start-ups*, notamment dans l'électronique grand public (*hardware*), ont pu lever suffisamment d'argent (et se constituer une importante base de clients (*early adopters*)) pour se développer : c'est le cas des montres Pebble Watch et des 10 millions de dollars collectés via la plateforme Kickstarter. Devant la croissance du nombre des projets proliférant sur les principales plateformes, une des tendances que l'on a observées ces derniers mois est une verticalisation croissante du *crowdfunding* :

- par thème : projets agricoles (Miimosa, Cowfunding), immobiliers (Immovesting, Lymo, Dividom), créateurs de mode (WePopit, MeetMyDesigner), énergies renouvelables (Lumo), etc.
- par zone géographique : région PACA (Provence Booster), département de la Manche (Ozé), etc.

Une sophistication accrue des crowdfunders

De leur côté, les financeurs ne sont pas en reste : la multiplication des projets en recherche de financement les a conduits à être de plus en plus exigeants et sophistiqués. Ainsi, leur action est progressivement passée d'une logique de volontariat (don pur ou don/contre-don) à une logique financière de recherche d'un gain (intérêt ou plus-value), comme nous le verrons plus loin. Ainsi, les plateformes de *crowdlending* (prêts entre particuliers ou de particuliers à entreprises) ont dû développer des modèles de *scoring* (c'est-à-dire d'évaluation) du risque emprunteur de plus en plus sophistiqués. Même pour les plateformes de dons, le niveau d'exigence s'est considérablement élevé, comme en témoigne le niveau de détail demandé pour un dossier sur la plateforme Kickstarter (dont le coût actuel d'une campagne de *crowdfunding* varie de 50 à 100 000 euros).

Une législation tardive, mais bienveillante

Comme souvent en matière d'innovations technologiques, il semble qu'en matière de *crowdfunding* aussi, le fait pré-

cède le droit. Les plateformes de *crowdfunding* existent depuis 2007 en France, mais il a fallu attendre jusqu'en mai 2014 pour qu'elles disposent d'un statut spécifique. Jusqu'alors, elles étaient soumises à des contraintes bancaires et financières inadéquates issues des dispositions générales du Code monétaire et financier.

L'ordonnance du 30 mai 2014 (entrée en vigueur le 1^{er} octobre 2014) crée deux statuts, celui de conseiller en investissements participatifs et celui d'intermédiaire en financement participatif, et elle fixe des règles de fonctionnement visant à protéger les consommateurs : immatriculation des plateformes au registre de l'ORIAS, plafonnement des montants des collectes, taux d'intérêt régulés, contrôle par l'AMF, informations des contributeurs sur les risques de leur investissement, etc.

À chacun sa source, à chacun sa bourse

Le développement et la professionnalisation des plateformes, d'une part, et ceux des financeurs, d'autre part, ont amené l'écosystème du *crowdfunding* à se segmenter pour progressivement recouvrir tous les pans du financement. À chaque type de financement correspond une logique et un mobile.

Typologie du paysage du *crowdfunding* : Love, Greed and Madness

Le *crowdgifting* : il s'apparente à un don, dont la motivation est de soutenir un projet et de faire partie d'une aventure. C'est du *love money*.

Ce don peut-être :

- sans contrepartie (pur don) : on finance un projet qui nous tient à cœur sans rien attendre en retour, si ce n'est la réalisation du projet et éventuellement un contre-don d'une valeur symbolique (comme lorsque l'on fait un don à une association : la plateforme HelloAsso opère sur ce modèle) ;
- avec une contrepartie en nature, généralement l'obtention d'une production du projet soutenu, accompagnée éventuellement d'une réduction, ce qui permet à l'entreprise de financer le projet en amont. Ces dons avec contrepartie s'assimilent à du troc ou à une précommande (les plateformes KissKissBankBank, Ulule et l'américain Kickstarter, par exemple, opèrent suivant ce modèle) ;

Dans le cas du *crowdlending*, le financement prend la forme de prêts (généralement avec intérêts). La motivation du financeur, en plus de soutenir un projet qui lui tient à cœur, est donc la perspective de réaliser un gain financier. Pour nous, c'est le *greed crowdfunding*, le *crowdfunding* intéressé. Il s'agit de prêts de particuliers à :

- des individus, comme sur les plateformes Prêt d'Union (en France), Lending Club (aux États-Unis), Funding Circle (au Royaume-Uni) ou encore Auxmoney (en Allemagne) ;
- des entreprises : c'est là où s'est concentrée la majeure partie de la croissance et de la création de valeur du *crowdfunding* ces deux dernières années. Le nombre des acteurs est pléthorique : ainsi, en France, on peut citer Lendopolis, Unilend, Lendix ou encore Bolden.

La *crowdequity* est une participation en capital avec une espérance de retour, comme le ferait un *business angel* ou un fonds de *Venture Capital*. La motivation première est la perspective de réaliser une plus-value en cas de succès du projet. Plusieurs plateformes se sont lancées sur ce modèle en France, avec un succès mitigé jusqu'ici : SmartAngels, FundMe, WiSeed, Anaxago, etc. Seul l'Américain Angellist semble percer à l'heure actuelle. Pour les raisons détaillées ci-dessus, il s'agit pour nous de *madness crowdfunding*.

Le positionnement des divers types de *crowdfunding* en places de marché

Après les avoir décrits, analysons les différents types de *crowdfunding* selon la grille de lecture détaillée plus haut.

Crowdgifting : s'agissant de purs dons sans promesse de retour sur investissement, il n'y a pas de barrière à l'entrée pour les projets, comme en témoigne, par exemple, la campagne de financement de pendentifs en cristal en forme de tranche de bacon sur Kickstarter, en 2012 ⁽²⁾. Sans surprise, la liquidité de la place de marché pour ces projets est forte, car il y a beaucoup d'offres et, historiquement, un niveau correct de demande, ce mode de financement ayant été le premier. N'ayant pas d'attente ni de contrainte particulières, les deux protagonistes de l'échange ont, par défaut, une confiance forte envers la plateforme.

Crowdlending et **crowdequity** : s'agissant, dans ces cas de *crowdfunding*, d'un placement financier avec une espérance de retour (sous la forme d'intérêts ou d'une plus-value), le risque inhérent à l'investissement tend à réduire le nombre de financeurs potentiels (ce phénomène est partiellement compensé par l'attraction d'investisseurs à la recherche d'un profit), et donc la liquidité de la *marketplace* par rapport au *crowdgifting* (dans une plus forte mesure pour le *crowdequity* pour lequel aucun remboursement de capital n'est prévu). Du point de vue de la confiance dans la place de marché, là encore l'attente d'un résultat financier instaure une défiance que l'on ne retrouve pas en matière de don ; une défiance qui est un peu moindre dans le cas du *crowdlending* du fait des méthodes de *scoring* mises en place par les plateformes et de la perspective de remboursement du capital investi. Pour le *crowdequity*, la difficulté est d'autant plus grande pour la *marketplace* que jusqu'ici peu de « bons » dossiers d'investissement sont passés par ces plateformes.

« Prête-moi ta main, je te lirai ton avenir ! »

Avec la professionnalisation des plateformes, l'expertise d'investissement est un facteur clé de succès

Dans notre vision, avec le passage d'une motivation essentiellement basée sur le don à une motivation de gain financier, le *crowdfunding* se complexifie et a de nouveaux défis à relever. Au premier rang de ceux-ci, la constitution

(2) <https://www.kickstarter.com/projects/1957171730/crystal-bacon>

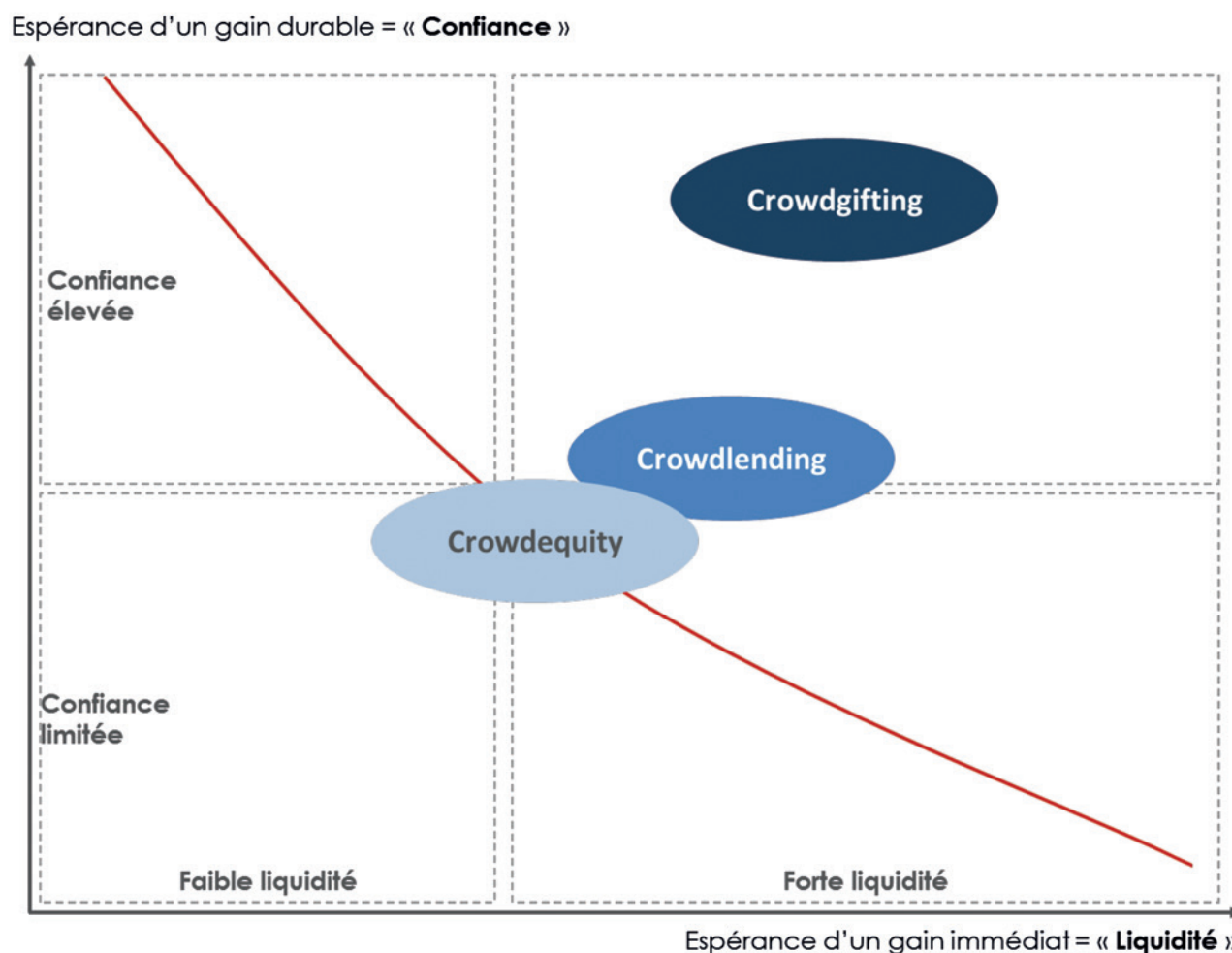


Figure 3

d'une **expertise d'investissement**. En effet, dans le cas du *crowdfunding*, aucun retour n'est escompté : dans le pire des cas, le projet ne se réalise pas. En revanche, dans le cas du *crowdlending*, un risque de défaut existe, comme dans tout contrat de prêt. Le risque en capital est encore plus élevé pour l'investissement en *equities*. C'est donc la présence d'une expertise d'investissement, à un moment donné du processus, qui est un facteur déterminant du succès de ces plateformes. Il convient néanmoins de souligner l'importance croissante du concept d'intelligence collective, qui se traduit ici par une confiance qualifiée s'installant autour d'un projet, par cercles concentriques. Les premiers « supporters » d'un projet sont souvent ceux qui ont un lien personnel avec le fondateur, un premier cercle qui permet de donner confiance à un groupe les connaissant un peu moins, et ainsi de suite.

Crowdfunding : l'essor spectaculaire du *crowdfunding* ces dernières années commence à s'essouffler un peu. D'un côté, la confiance dans ces plateformes s'effrite un peu : lorsque l'entreprise connaît un énorme succès, les financeurs de la première heure, ceux qui ont cru les premiers dans le projet, mais n'en ont tiré aucun bénéfice financier, se sentent trahis. En témoigne la déception des premiers financeurs d'Oculus VR sur la plateforme Kickstarter, qui

n'ont en rien profité du rachat de cette entreprise par Facebook en 2014 ⁽³⁾. La liquidité est, elle aussi, en train de s'amoindrir, avec la verticalisation des plateformes, le transfert de financeurs vers des plateformes rémunératrices et le coût de plus en plus élevé de réalisation d'une campagne de *crowdfunding*.

Crowdlending : dans ce segment, l'existence d'algorithmes de *scoring* du risque emprunteur, pour lesquels il n'existe pas de raison *a priori* pour que les banques (qui détenaient jusqu'ici le monopole du prêt) soient plus performantes que les *start-ups*, introduit une forme d'expertise d'investissement. La confiance va donc croissant, tout comme l'historique des plateformes, qui s'épaissit, avec des taux de remboursement prouvés et une capacité pour l'épargnant de suivre une courbe risque/rentabilité clairement établie dès le départ. La sensibilisation des particuliers à ce mode de financement, ainsi que les campagnes *marketing* rendues possibles par les montants importants levés par les *start-ups* opérant sur ces

(3) <https://medium.com/@tmorissey/the-oculus-syndrome-crowdfunding-ownership-risk-21bb24d3b6ac#.pqrbjmpz3>

plateformes, ont, quant à elles, un effet bénéfique sur la liquidité de ces plateformes.

Crowdequity : enfin, l'évolution du *crowdequity* est plus complexe à analyser. Il s'agit ici de préciser tout d'abord que l'on parle du cas général, AngelList faisant office d'exception. En effet, les plateformes de *crowdequity* se présentent en fonds de *venture capital* décentralisé. Comme les fonds, elles ont donc besoin d'un *deal flow*, c'est-à-dire d'un afflux d'opportunités d'investissement de qualité, qu'elles mettent à la disposition des financeurs de projets. Or, leur exigence de liquidité les pousse à accepter un volume de dossiers plus important, ce qui les amène à s'ouvrir à des dossiers de moindre qualité. Nous anticipons donc une baisse de la confiance des investisseurs envers ces plateformes en raison de leur expertise insuffisante en matière d'investissement : il y a une né-

cessité de recréer une expertise de « *picking* » des bons investissements, malgré une augmentation temporaire de la liquidité. Il faut noter à ce propos que la plateforme AngelList, sur laquelle des *business angels* célèbres et des fonds de VC de premier plan sont présents et lui apportent de la crédibilité, fait office d'exception de par son succès : un fonds de 400 millions de dollars vient d'ailleurs d'être levé par cette plateforme ⁽⁴⁾.

Nous concluons notre propos en renvoyant au schéma de la page précédente (voir la Figure 3) qui résume notre vision de l'évolution du *crowdfunding*.

(4) <http://blog.angel.co/post/131017147560/csc-upshot>