

13^e Congrès International Francophone en Entrepreneuriat et PME

QUAND LES ENTREPRENEURS INNOVANTS FONT APPEL À LA FOULE POUR SE FINANCER. ATTENTES ET ENJEUX DU FINANCEMENT PAR LE *CROWDFUNDING* AVEC PRISE DE PARTICIPATION



Résumé

Depuis la crise financière, la morosité du climat économique et les restrictions liées au rationnement de crédit imposées aux établissements financiers par les autorités prudentielles poussent les PME à se tourner vers de nouveaux modes de financement alternatif. C'est ainsi que, depuis quelques années, plusieurs projets innovants portés par des investisseurs en manque de liquidité sont financés par le financement participatif ou le *crowdfunding*. L'objectif de cet article est de s'intéresser à l'expérience de recours au *crowdfunding* chez les porteurs de projets innovants. Selon une approche basée sur les perceptions des entrepreneurs innovants, nous mettrons la lumière sur les motivations et attentes qui expliquent cette décision de financement et sur la place qu'occupe chacune des différentes parties prenantes impliquées dans cette expérience. Pour ce faire, nous avons mené des cinq études de cas de projets innovants français ayant fait appel au financement participatif avec prise de participation.

Mots-clés : entrepreneuriat, financement alternatif, financement participatif, innovation, start-up

Loïc HARRIET, enseignant

ESSCA
France
loic.harriet@essca.fr

Radouane ABDOUNE, enseignant

KEDGE Business School
Université de Bordeaux
radouane.abdoune@kedgebbs.com

Sara BENTEBA, enseignante

Université Paris-Est et Université Caddi Ayyad
s_bentebba@yahoo.fr

QUAND LES ENTREPRENEURS INNOVANTS FONT APPEL À LA FOULE POUR SE FINANCER. ATTENTES ET ENJEUX DU FINANCEMENT PAR LE CROWDFUNDING AVEC PRISE DE PARTICIPATION

Introduction

Devant la raréfaction des sources de financement pour les entrepreneurs, l'originalité de cette réflexion est de se pencher sur le financement participatif avec prise de participation, ou *equity-crowdfunding*. Cette forme de financement propose un schéma inversé à celui de la finance traditionnelle ; ici un grand nombre de financeurs apportent en abondance des petites sommes. Ces financeurs, littéralement « la foule », s'apparentent au grand public, ce qui implique la mobilisation d'outils originaux afin de susciter la décision d'investissement. Pourtant, le financement participatif n'est pas une pratique nouvelle, la statue de la liberté ayant par exemple été financée par ce mécanisme en 1884. L'actualité de ces nouvelles pratiques réside dans leur banalisation et leur accès généralisé à tout porteur de projet souhaitant trouver un financement. En effet, la généralisation d'Internet a permis un accès large et ouvert aux pratiques de financement par la foule.

Cette thématique représente un axe de recherche intéressant pour les sciences de Gestion, ces dernières s'intéressant depuis longtemps aux questions de financement et trouvant dans ces pratiques une source de renouveau. Plusieurs recherches se sont déjà penchées sur le *crowdfunding* en analysant spécifiquement les comportements de la foule (Ordanini & al. 2011 ; Zang & Peng, 2012). L'originalité de la démarche présentée dans cette communication réside dans la volonté d'analyser les motivations des porteurs de projets innovants ayant recouru à l'*equity-crowdfunding*, forme la moins étudiée du financement participatif.

L'intérêt théorique de cette réflexion est de venir enrichir un corpus naissant à la frontière de différentes disciplines managériales. Il s'agit de saisir la représentation qu'ont les porteurs de projets innovants de l'*equity-crowdfunding*. En pratique, l'idée est de proposer des éléments visant à comprendre les motivations et les attentes de ces entrepreneurs dans une perspective de réponse adaptée aux différentes parties prenantes.

Ce travail de recherche autour du financement participatif a pour ambition de répondre aux questions de recherche suivantes :

- Dans quelles conditions l'entrepreneur innovant recourt-il au financement participatif avec prise de participation ?
- Quelles attentes se cachent derrière le choix de cette nouvelle forme de financement ?
- Comment l'entrepreneur innovant interagit-il avec les principales parties prenantes (plateforme et foule) impliquées dans cette opération de levée de fonds ?

Pour répondre à ces questions, nous structurons notre article autour de trois points :

- L'identification, dans la littérature, des critères décisionnels d'investissement dans le cadre d'une opération de *crowdfunding* puis d'*equity-crowdfunding* ;
- L'exploration, dans le cadre d'une étude de cas multi-sites, des motivations et attentes du porteur de projet innovant dans le cadre de l'*equity-crowdfunding*, ainsi que sa relation avec différentes parties prenantes ;
- L'ouverture à de nouveaux axes de recherche visant à étudier la démarche entrepreneuriale au regard de cette nouvelle pratique de financement.

Afin de répondre à ces objectifs de recherche, les développements suivants aborderont successivement des éléments théoriques, la présentation de la méthodologie et des cas étudiés et enfin des résultats avant de clore cette réflexion sur une discussion.

1. Le *crowdfunding* : mode financement alternatif pour dynamiser l'entrepreneuriat innovant ?

Dans cette première partie, nous allons définir le *crowdfunding* en tant que champ de recherche émergent, nous nous intéresserons par la suite à la théorie financière puisqu'elle offre une grille de lecture intéressante à la compréhension du choix de l'*equity-crowdfunding* pour un porteur de projet innovant. Enfin, nous focaliserons notre propos sur l'*equity-crowdfunding*.

1.1 Le *crowdfunding* : définitions, cadre réglementaire et travaux émergents

Le financement participatif apparaît comme une thématique émergente dans la recherche en sciences de Gestion depuis la généralisation de cette pratique entre les années 2007 et 2010. C'est une nouvelle forme de finance entrepreneuriale (Cholakova & Clarysse, 2015) qui représente une catégorie singulière de financement facilitée par un nombre croissant de sites Internet dédiés Mollick (2014). En ce sens, Schwienbacher et Larralde (2010) définissent, d'un point de vue théorique, ce concept comme « *Un appel public au financement, essentiellement via Internet, soit sous forme de don ou en échange d'une contrepartie et/ou de droits de vote afin de soutenir des initiatives spécifiques* ». D'ores et déjà, cette définition caractérise une pluralité de forme de financements participatifs, sous forme de prêt, de don simple, de don avec contrepartie de type prévente ou dans le cadre de prise de participation en capital, l'*equity-crowdfunding* qui représente l'objet de cette étude. En effet, il s'agit de la forme de *crowdfunding* la moins étudiée sur un plan académique qui représente dans le monde 15,7% de ce type d'opérations (Ahes Consulting, 2014) avec un taux de succès en France de 56% inférieur aux autres formes de financement par la foule (Association Financement Participatif, 2015). Elle pèse près de 25% du volume de fonds levés auprès de la foule, pour un montant moyen nettement supérieur au don ou au prêt de l'ordre de 4342€. L'investissement en capital est donc une forme de financement participatif concernant moins de projets, avec un nombre plus réduit d'investisseurs apportant des sommes relativement importantes.

Le modèle d'investissement en fonds propres via Internet implique une relation tripartite entre un investisseur, un entrepreneur et une plate-forme. En France, le cadre réglementaire posé en octobre 2014 contraint ces prestataires à l'obtention d'un Agrément de Prestataire de service

d'Investissements (PSI) délivré par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) lorsque la plate-forme recherche des souscripteurs pour le compte du porteur de projet et reçoit des ordres de souscription de la part des internautes en fournissant des services d'investissement portant sur des instruments financiers. S'il s'agit uniquement de fournir une opinion sur le développement ou la création d'une entreprise, elle exerce son rôle en tant que Conseiller en Investissement Financier (CIF) et doit s'immatriculer auprès de l'organisme pour le registre des intermédiaires en assurance (ORIAS). Elle joue un rôle moteur dans le développement et la généralisation du *crowdfunding* notamment dans le cadre d'une réduction d'asymétrie d'informations entre investisseurs et entrepreneurs (Dardour, 2015). Cette forme de financement participatif semble celle la plus en phase avec la concrétisation d'un projet en facilitant la démarche entrepreneuriale dans le cadre d'une véritable implication des investisseurs, pouvant aller jusqu'au droit de vote. De tels propos s'inscrivent dans la micro-finance, même si les montants concernés peuvent être élevés. Ce mécanisme est qualifié, d'un point de vue macroéconomique, par Beugré et Das (2013) de *crowdcapitalism*.

Le comportement de la foule est l'objet de certaines études, notamment celle d'Ordanini et al. (2011) visant à identifier les facteurs déterminant l'investissement en considérant que le consommateur devient, dans un contexte de financement participatif, un investisseur. En ce sens, la décision d'investir est guidée à la fois par l'orientation innovante des projets dans le cadre d'un nouveau mode d'interaction avec la firme, d'une identification sociale au projet et d'une volonté de bénéfice (tableau 1).

Tableau 1. Facteurs motivationnels de la foule dans le cadre du *crowdfunding* : synthèse de la littérature

Auteurs	Facteurs de motivations de la foule	Type de <i>crowdfunding</i>
Ordanini & al. (2011)	Orientation innovante du produit, nouveau mode d'interaction avec la firme, identification sociale au projet, attente de bénéfices	Participation
Zang & Peng (2012)	Comportement des pairs, éléments de solvabilités rendus publics par le porteur de projet	Prêt
Kuppuswamy & Bayus (2015)	Diffusion d'informations dans l'espace social du projet	Prévente
Ahlers & al. (2012)	Diffusion de signaux crédibles sur la qualité du projet, résonance informationnelle autour du projet	Participation

Zang et Peng (2012) proposent un travail sur une plate-forme participative de prêt et mettent en évidence la rationalité du comportement des utilisateurs fondée sur l'observation active des pairs et les éléments de solvabilité rendus publics. Kuppuswamy et Bayus (2015) ont étudié des données publiques diffusées sur le site Kickstarter et mettent en avant l'influence de la diffusion d'informations dans l'espace social du porteur de projet sur la réussite d'une campagne de crowdfunding en prévente. Dans la même dynamique, Ahlers et al. (2012) mettent en évidence l'importance, pour l'entrepreneur, de diffuser des signaux crédibles sur la qualité de son projet, et de créer une résonance sur les réseaux sociaux Internet autour de cette information afin de susciter, chez la foule, la décision d'investir.

1.2 Le choix du *crowdfunding* par les entrepreneurs : une explication à lumière de la théorie financière

Le *crowdfunding* s'inscrit comme un mode de financement alternatif aux systèmes traditionnels, et notamment à l'intermédiation bancaire. Il s'agit de proposer une solution visant à pallier les difficultés liées aux modes de financement classiques en rapprochant, via une plate-forme dématérialisée, plusieurs investisseurs d'un entrepreneur. Pour ce dernier, la décision de recours au financement participatif trouve une explication à la lumière de la théorie financière.

Comme le présente en effet Dardour (2015), le *crowdfunding* semble une solution visant à satisfaire les besoins importants de fonds propres des *Start-up* face à la complexité d'accès au financement bancaire et aux marchés financiers. La relation entre les investisseurs et l'entrepreneur s'inscrit dans une relation d'agence (Jensen et Meckling, 1976), où les premiers, les principaux, contractualisent avec le second dans le cadre d'une délégation de pouvoir pour mettre en œuvre un projet entrepreneurial. La théorie de l'agence est étendue par Ross (1977) au domaine financier puis par Leland et Pyle (1977) à la finance entrepreneuriale. Ces rapports s'inscrivent dans une situation d'asymétrie d'information (Akerlof, 1970) impliquant des conséquences de sélection adverse et d'aléa moral. En ce sens, concernant spécifiquement les choix de financement, le modèle issu de la *Pecking Order Theory* (Myers & Majluf, 1984) explique que les dirigeants favorisent les moyens de financement les plus insensibles à l'asymétrie de l'information en optant, de préférence, pour l'autofinancement, l'endettement et en dernier recours l'émission d'actions. Ces enseignements trouvent leurs origines dans les conclusions de la *Trade-off Theory* qui suppose qu'il existerait une structure financière optimale qui maximise la valeur de l'entreprise en réalisant un arbitrage entre les avantages et les inconvénients de la détention de ressources financières tels que l'endettement (ressource externe) et les fonds propres (ressource interne).

Les pratiques de *crowdfunding* sont marquées par une asymétrie d'informations où les plates-formes jouent un rôle moteur. En effet, elles agissent à la fois auprès de l'entrepreneur en matière de connaissances de cette nouvelle méthode de financement, mais également pour les investisseurs afin de promouvoir le projet. D'après la théorie *Pecking Order*, le recours au financement participatif avec prise de participation apparaîtrait comme le choix de financement le moins opportun pour le dirigeant préférant utiliser l'endettement ou l'autofinancement. Cette décision s'inscrit dans un environnement informationnel très dense et instantané obligeant les entreprises à divulguer des informations à la foule afin de les convaincre d'investir dans un projet innovant. Spence (1973) inscrit ce rôle dans la théorie du signal pour laquelle une entreprise sera considérée comme plus faible si elle n'est pas en mesure de diffuser des informations sur ses aptitudes futures à dégager des revenus.

Dans le cadre de projets innovant, il est d'autant plus difficile pour les différentes parties prenantes de faire le choix de collaborer ou non. Pour les structures d'accompagnement et les financeurs, les projets innovants sont porteurs d'un grand potentiel de succès mais aussi d'une prise de risque importante. De même, pour l'entrepreneur innovant collaborer est à la fois source de financement, d'accompagnement et de mise en avant du projet mais également cause de surexposition car il faudra divulguer un maximum d'informations sur le projet afin de convaincre les investisseurs.

Le Pendeven *et al.* (2015) pointent du doigt les difficultés de financement auxquelles est confronté l'entrepreneur innovant en faisant une synthèse des principales explications avancées par les recherches théoriques et empiriques produites à ce jour. Ces explications sont résumées autour de trois grands axes : la forte incertitude liée à la rentabilité du projet, au besoin de confidentialité et au risque d'échec; les coûts de faillites élevés du fait que l'investissement financier est alloué principalement aux salaires des ingénieurs et chercheurs en charge de la R & D et non au financement d'actifs réalisables en cas de liquidation et enfin la difficulté à contracter des liquidités pour le financement du haut comme du bas de bilan des TPE/PME.

Face à l'inadéquation entre les besoins et la nature de certains projets entrepreneuriaux et l'offre proposée à travers les modes de financement classique, on assiste en France au développement du "non banking" et de possibilités de financement alternatif dont la forme la plus convoitée reste le *crowdfunding*. Selon les chiffres de l'APCE (septembre 2014), le volume des millions levés via le financement participatif en France a doublé entre 2013 et 2014 en atteignant 152 millions d'euros (2014) et le potentiel de collecte d'ici à 2020 est estimé à environ 6 milliards d'euros.

1.3 Le *crowdfunding* avec prise de participation : quels avantages pour les entrepreneurs ?

Le financement participatif s'inscrit dans la continuité du crowdsourcing (Kleeman *et al.* 2008) consistant à utiliser la foule pour trouver une idée, obtenir un retour d'expérience ou offrir des solutions afin de développer une entreprise.

Dans cet article, notre propos se focalisera spécifiquement sur les opérations de *crowdfunding* induisant une prise de participation de la part des investisseurs : l'*equity-crowdfunding*. Dans ce type de *crowdfunding*, les plates-formes permettent à la foule de devenir actionnaires dans des *Start-up* ou des entreprises innovantes. C'est un mode de financement complémentaire aux sources du *seed capital* (love money, capital-risque, *business angels*, fonds d'amorçage). A ce propos, Colombo *et al.* (2015) font une distinction entre le capital social externe de l'entrepreneur, constitué de ses amis, famille et connaissances, et le capital social externe qu'il développe grâce à la plate-forme de *crowdfunding*, les deux étant parmi les facteurs clés de succès d'une opération de levée de fonds.

Il intervient dans une phase "*consommatrice de ressources et caractérisée par un haut niveau de risque, une asymétrie d'information, une forte probabilité d'échec, et des difficultés dans la liquidité des investissements engagés*" (Bessière *et Stéphanie*, 2014a).

Belleflamme *et al.* (2013) proposent une étude comparative des modes de financement via le *crowdfunding* par don avec contrepartie de type *presale* ou par prise de participation. Les conclusions de cette réflexion uniquement théorique mettent en évidence que le *Crowdfunding* permet, aux premiers stades de développement de l'entreprise, de construire autour d'elle une communauté dans une perspective d'interaction. Elle met également en évidence que l'entrepreneur préfère utiliser le mécanisme du *presale* si l'exigence de capital initial est basse et opte, au contraire, pour un système de partage du capital dans le cas d'une exigence capitalistique plus élevée. Par ailleurs, le système par prise de participation induit, pour le porteur de projet, de solliciter d'avantage d'individus avec peu d'effets sur la fraction de bénéficiaires auxquels il aura renoncé pour obtenir ce financement. Le *crowdfunding* permet à l'entrepreneur d'identifier les investisseurs susceptibles de s'impliquer dans

le projet à conditions qu'il propose des avantages supplémentaires par rapport aux offres de financement plus traditionnelles de type bancaires.

S'agissant de la comparaison entre les deux types de financement participatif, l'asymétrie d'information tend à favoriser les régimes de participation aux bénéfices, car l'impossibilité de connaître a priori la qualité d'un produit ne les incite pas à l'acheter. En ce sens, les individus sont très hétérogènes par rapport aux prestations commerciales mais semblent très homogènes dans l'attente de bénéfices, ce qui apparaît comme un élément à intégrer dans le cadre de la construction du choix de l'entrepreneur d'opter pour une forme par participation du *crowdfunding*. L'*equity crowdfunding* serait la forme la plus rentable de financement participatif si la plate-forme parvient à réduire les incertitudes pour les investisseurs potentiels (Belleflamme et Lambert, 2014).

Pour présenter succinctement les avantages et les inconvénients du financement participatif avec prise de participation (tableau 2), nous nous référons au travail de Bessière et Stéphany (2014b).

Tableau 2. Avantages et inconvénients du financement participatif en capital (adapté de Bessière et Stéphany, 2014)

	Pour les investisseurs	Pour les entrepreneurs
Avantages	<ul style="list-style-type: none"> - Accès à des opportunités d'investissements - Participation à un projet - Identification à une communauté 	<ul style="list-style-type: none"> - Financement rapide - Visibilité du projet - Accompagnement et suivi - Crowdsourcing
Inconvénients	<ul style="list-style-type: none"> -Gestion du suivi -Organisation de la sortie du capital -Risque managérial -Risque d'affaires -Risque de perte en capital 	<ul style="list-style-type: none"> - Risque de dilution des parts sociales - Coûts d'utilisation de la plate-forme - Gestion des investisseurs - Perte de la propriété intellectuelle -Risque de fuite d'idées, contrefaçon

2. Méthodologie, présentation des cas et principaux résultats

Afin d'appréhender la perception des porteurs de projet, une démarche qualitative par études de cas a été choisie (1). Ces cas sont présentés (2) avant d'aborder l'exposé des résultats (3).

2.1 Choix méthodologiques

L'ambition de cette recherche est de capter l'intention d'acteurs-entrepreneurs dans une configuration de financement participatif. Cet objectif oriente la stratégie de recherche vers une étude de cas (Hlady-Rispa, 2002, Wacheux 1999). La perspective de généralisation des résultats tend vers une étude de cas multi-sites visant une certaine représentativité des entrepreneurs innovants ayant recours au financement participatif avec prise de participation. Pour la sélection des cas, nous

avons respecté les critères d'échantillonnage théorique tels que décrits par Hlady Rispal (2002). Ce sont cinq cas qui ont été réalisés et analysés avant d'observer une saturation théorique (Glaser et Strauss, 1967), c'est-à-dire que les dernières analyses réalisées ne permettent plus d'obtenir ou de construire de nouvelles connaissances.

S'agissant des données, les primaires ont été collectées dans le cadre d'entretiens semi-directifs réalisés avec des entrepreneurs innovants ayant soumis ou en cours de soumission de leurs projets sur une plate-forme de financement participatif. L'entretien semi-directif offre le double avantage de déterminer à priori les thématiques abordées tout en permettant, très librement, un approfondissement des propos du répondant (Patton, 2001). Les thèmes abordés sont issus de la revue de la littérature et concernent les motivations ayant conduit à l'utilisation du financement participatif, l'arbitrage avec d'autres modes de financement, la diffusion d'informations, les relations avec les investisseurs et la plate-forme, et sur les éventuelles difficultés rencontrées. Les entretiens ont été enregistrés, retranscrits et mis à plat dans une grille dédiée. Nous avons par la suite procédé à une analyse orientée-variables à travers codage manuel de l'ensemble des entretiens. Cette démarche purement qualitative privilégie donc une analyse manuelle réalisée conjointement par plusieurs chercheurs afin d'éviter les biais de subjectivité.

Les données secondaires sont issues de recherches sur Internet autour du projet, de son environnement et des informations diffusées sur la plate-forme dédiée. Nous avons retenu deux plates-formes françaises immatriculées auprès de l'ORIAS en tant que CIP. Elles ont été choisies car elles ne concernent que des actions de financement participatif avec prise de participation à des stades variables de la vie des entreprises. La plate-forme A, sur laquelle 4 cas ont été étudiés, existe depuis 3 ans. Elle a permis de lever près de deux millions d'euros pour financer 7 entreprises et se rémunère à hauteur de 8% hors taxe des fonds levés. Un cinquième cas a été analysé sur la plate-forme B qui a permis d'accompagner 5 entreprises en levant 2,5 millions d'euros depuis également 3 années. Son modèle économique vise à toucher entre 5% et 10% du montant collecté en fonction de l'accompagnement sollicité par le porteur de projet. Sur les deux plates-formes, l'accès au financement participatif fonctionne en deux temps ; une première phase de vote vise à présélectionner les projets sur leur capacité à susciter de l'intérêt chez de potentiels investisseurs; la seconde consiste véritablement, pour les futurs investisseurs, à s'engager dans le projet.

2.2 Présentation des cas étudiés

Cette recherche a porté sur l'étude de cinq entreprises innovantes souhaitant lever entre 130 000€ et 400 000€ pour un montant moyen de 231 000€. Elles évoluent dans des secteurs différents et souhaitent lever des fonds afin de soutenir leur développement. Pour chacune d'entre elles, un entretien semi-directif a été réalisé avec le dirigeant, le Directeur Général ou Président Directeur Général.

Tableau 3. Présentation des cas étudiés

Cas	Montant cible	Montant levé	Campagne	Secteur	Existence
1	400K€	12K€	En cours	Drone	2 ans
2	225K€	6.75K€	En cours	Biotechnologie	2 ans
3	150K€	21K€	En cours	Audiovisuel	7 ans
4	130K€	149K€	Terminée	Robotique	8 ans
5	250K€	32K€	Terminée	Service	2 ans

Cas 1 : Le premier cas est celui d'une *Start-up* française spécialisée dans la conception de Drones et de logiciels dédiés. Elle a lancé une levée de fonds de 400 000 Euros via une plate-forme de *crowdfunding* française pour financer la construction, l'industrialisation et la commercialisation d'une nouvelle génération de Drones capables de transporter des échantillons de sang et des médicaments entre trois hôpitaux situés dans la région bordelaise. Ce projet est porté par le fondateur et directeur général de l'entreprise. Il est chargé des opérations marketing et commerciales. Diplômé de l'ESM de Saint-Cyr et de l'IAE de Paris, il dispose d'une expérience professionnelle de 10 ans dans des multinationales de High-Tech et d'une expérience de 15 ans dans la création et le développement de plusieurs *Start-up*.

Cas 2 : Cette *Start-up* souhaite assurer une meilleure prise en charge des personnes victimes d'allergies en lançant une levée de fonds de 225 000 Euros pour financer l'industrialisation d'outils de diagnostic innovants, ils offrent deux catégories de produits. Une première catégorie de produits composée de tests destinés à la détection des allergènes dans l'environnement intérieur des patients, et une deuxième catégorie de produits composée de nouveaux dispositifs médicaux à destination des professionnels médicaux (biologistes, allergologues...). Son directeur général est ingénieur IPSA. Il dispose d'une longue carrière dans l'industrie High-tech en tant qu'ingénieur Assurance Produit au sein de plusieurs entreprises. Il porte ce projet et coordonne les opérations liées à cette levée de fonds.

Cas 3 : Cette entreprise bordelaise fondée en 2008 évolue dans le secteur des médias. Elle est spécialisée dans la Tv sur internet, la production et la diffusion. La levée de fonds réalisée sur la plate-forme de CF est destinée à financer l'augmentation du nombre de directs (passer d'un direct à 3 directs par semaine) diffusés sur la Webtv. Ce projet est porté par le fondateur et directeur général de l'entreprise, il est présentateur des émissions live de la Webtv. Il a fondé plusieurs entreprises dans le domaine de l'audiovisuel et il dispose d'une expérience de près de 30 ans dans la communication.

Cas 4 : L'opération de *crowdfunding* intervient dans une entreprise ayant 8 ans d'existence proposant un robot autonome fonctionnant à l'énergie solaire visant à entretenir les domaines viticoles. Là encore, la campagne de *crowdfunding* s'est traduite par un succès surpassant de 11% les besoins initiaux. Le directeur général de cette entreprise est *serial* entrepreneur et il est porteur du projet d'industrialisation et de commercialisation du robot agricole solaire destiné à remplacer les

dés herbants chimiques dans le secteur de la viticulture. Il est également responsable de l'opération de levée de fonds auprès de la plate-forme de *crowdfunding*.

Cas 5 : Le cas 5 est le seul étudié sur la plate-forme B ; ce projet vise à proposer une solution facilitant, pour les particuliers, les démarches de déménagement en offrant un guichet unique des différentes parties prenantes tels que les fournisseurs d'énergie, les déménageurs ou en proposant un service de conciergerie. Cette entreprise commercialise d'ores et déjà ses prestations et souhaite, via le financement participatif trouver les moyens de son développement. Elle a terminé son opération de financement participatif en dépassant son objectif de levée de fonds de près de 13%. Le fondateur et président de cette entreprise dispose d'une expérience de vingt ans dans la publicité et le marketing, dont quinze ans dans le conseil auprès des professionnels de l'immobilier et la communication immobilière. Il porte ce projet et coordonne toutes les opérations liées à la levée de fonds auprès de la plate-forme de *crowdfunding*.

3. Principaux résultats des études de cas

Nous présenterons dans ce qui suit les résultats au regard des trois grands thèmes qui sont ressortis de notre analyse, à savoir : la représentation du *crowdfunding* chez l'entrepreneur innovant, ses attentes et objectifs à travers le *crowdfunding* et ses relations à la fois avec la plate-forme et les investisseurs.

3.1 La représentation de l'*equity-crowdfunding* chez les entrepreneurs innovants

Les entrepreneurs interviewés soulignent, à l'unanimité, que leur recours au financement participatif s'est fait dans un contexte où, pour répondre à leurs besoins, les autres possibilités de financements étaient soit insuffisantes ou tout simplement inaccessibles. Le système bancaire français est décrit comme un modèle très réticent quant au financement des projets innovants car ils sont le plus souvent porteurs d'une marge de risque considérée comme trop importante par les banquiers. Pour ce qui est des dispositifs publics, même si un certain nombre s'est développé ces dernières années en appui au financement des jeunes entreprises innovantes, pour les entrepreneurs ces dispositifs répondent aux mêmes logiques d'évaluation du couple risque/rendement et favorisent des projets déjà bien positionnés ou alors ne peuvent financer qu'une partie des projets innovants. Les entrepreneurs considèrent le financement de la phase d'amorçage des projets innovants comme une étape critique dans la vie de leur entreprise car il y a « un vide » en termes de dispositifs de financement entre le démarrage de l'activité et le développement de celle-ci. Le *crowdfunding* permet de combler ce que les anglo-saxons appellent l'*equity gap* ou encore, « la vallée de la mort », une longue traversée du désert pendant laquelle les projets innovants peinent à se développer, que ce soit par le financement interne (manque de liquidités) ou par le financement externe (manque de confiance des banquiers et investisseurs).

Tableau 4. Extrait de verbatim. Le CF, une alternative face au manque de financement

« Les banquiers ne prêtent qu'aux riches. Et ils prennent de moins en moins de risques mais malheureusement c'est ce qui fait qu'un certain nombre de petites entreprises meurent dans les deux ans qui suivent leur création. Il y a énormément d'aides à la création, énormément après trois ans mais après entre les deux il n'y a que le financement participatif. »

Si la raison première du recours au financement participatif semble être la levée de fonds, il n'en demeure pas moins vrai que la recherche de la visibilité est un élément qui ne manque pas d'être souligné par les entrepreneurs innovants interviewés. La campagne de *crowdfunding* est considérée comme un vrai outil marketing pour faire parler du projet et pour attirer des contributeurs potentiels, des futurs clients et/ou des contacts « utiles ». C'est non seulement considéré comme une belle occasion de « réseauter » avec d'autres professionnels mais également comme un vrai investissement avec une attente spécifique : « un retour sur image ».

Tableau 5. Extrait de verbatim. Le CF, une opportunité pour communiquer sur le projet

« [O]n s'est dit que le financement participatif avait pour avantage à la fois de lever de l'argent et aussi de communiquer de manière massive sur une période donnée en lâchant toutes les informations autour de la société qui pouvaient intéresser toutes sortes de publics, des institutionnels de la région ou même du niveau national en passant par nos clients potentiels, nos prospects actuels, c'est un signe finalement de dynamisme de chercher de l'argent de cette manière-là et effectivement on a réussi. »

Si certains entrepreneurs qualifient le *crowdfunding* de pratique révolutionnaire et foncièrement nouvelle, il n'est pour d'autres que la réincarnation d'autres formes de financement alternatif qui existaient déjà avant internet. Le *lovmoney* ou les *business angels* sont considérés comme une forme de financement participatif à quelques différences près, notamment la visibilité apportée au projet grâce aux plates-formes et le profil des contributeurs grand public qui n'ont pas forcément de lien (de parenté ou d'amitié) avec l'entrepreneur et qui sont sans expertise particulière dans le secteur.

En France, L'ordonnance du 30 mai, puis le décret du 17 septembre 2014 entrés en vigueur en octobre 2014, sont venus fixer un nouveau cadre juridique pour le *crowdfunding* avec pour objectif d'encourager le financement de projets innovants, d'instaurer de véritables statuts pour les plates-formes et les opérateurs intervenants dans ce domaine d'activité et de protéger les investisseurs particuliers. Du point de vue des entrepreneurs, ce cadre juridique a réussi à répondre en grande partie à ces objectifs et il marque une avancée importante en proposant une dérogation au monopole bancaire. Le cadre juridique du *crowdfunding* est qualifié d'adapté et de souple par les entrepreneurs innovants qui ne manquent pas de préciser son rôle important dans la protection de la propriété intellectuelle.

Si le *crowdfunding* est sans conteste une solution qui enthousiasme les entrepreneurs innovants car c'est l'une des rares « sources d'eau » qu'ils rencontrent dans leur traversée de la « vallée de la mort », il faut cependant noter que, pour eux, la qualité de cette expérience est largement tributaire de la prestation apportée par la plate-forme.

Parmi les cinq entrepreneurs rencontrées dans le cadre de cette étude, trois ont déjà vécu une expérience de financement participatif qui ne s'est pas déroulée en conformité avec leurs attentes et qui par conséquent n'a pas abouti à la levée de fonds. Ces entrepreneurs soulignent des manquements de la part de certaines plates-formes : manque de professionnalisme, manque en termes d'animation et d'accompagnement, manque de confidentialité, etc...Ce point constitue l'un des seuls, pour ne pas pas dire le seul, élément négatif souligné par les entrepreneurs quand ils abordent leur vision et leur appréciation du *crowdfunding*.

Tableau 6. Extrait de verbatim. Le CF, une expérience tribulaire de la prestation de la plate-forme

« [O]n a tout arrêté et puis on a été recontacté un mois ou deux mois plus tard par « Y », avec c'est vrai, une approche qui est différente et que nous qualifions avec mon associé de beaucoup plus professionnelle et puis répondant plus à nos attentes en termes d'animation et d'accompagnement pendant toute la phase de levée de fonds. »

3.2 Les attentes qui motivent le recours à l'*equity-crowdfunding*

Sans grande surprise, l'attente première des entrepreneurs interviewés est de réussir la levée de fonds. En effet, dans le cycle de vie des projets innovants, après la phase de démarrage où les charges sont généralement supportées par autofinancement, par des aides spécifiques des autorités publiques ou encore par le « *Seed Capital* », vient la phase de développement qui comporte un besoin important en investissements matériels. La partie externe du financement de l'innovation est pour l'essentiel sous forme de fonds propres car l'augmentation de capital permet de faire face aux risques du projet surtout dans une phase où celui-ci ne génère pas encore de chiffre d'affaires ; même si l'investisseur n'a l'intention d'intervenir que pour une période limitée, généralement il ne sortira pas du capital tant que le projet ne lui permet pas de réaliser une plus-value intéressante. Enfin, une surcapitalisation permet d'augmenter la capacité d'emprunts.

Tableau 7. Extrait de verbatim. Attente, augmenter les fonds propres

« [L]'idée c'est d'avoir les fonds suffisants pour faire face à ces demandes d'investissements qui sont considérables en logiciels, en matériels, en tests, donc il y a beaucoup d'investissements à réaliser. »

Parmi les entrepreneurs innovants rencontrés, deux ont très clairement exprimé leur volonté de préserver leur autonomie de prise de décision en restant actionnaires majoritaires. Même s'ils ont fait le choix d'ouvrir leur capital, ils souhaitent garder la main sur les orientations stratégiques de leurs entreprises. Leurs projets leur tiennent à cœur et ils veulent par conséquent préserver la philosophie qui les a portés et inspirés depuis le départ. Ils refusent de se voir imposer une manière de faire qui soit en contradiction avec leurs convictions ou avec leur plan initial.

Tableau 8. Extrait de verbatim. Attente, conserver l'autonomie de prise de décision

« [E]n restant majoritaire dans le capital, je ne risque pas grand-chose, mais faire rentrer des gens qu'on connaît pas dans son entreprise peut soulever quelques points d'interrogation, on risque de se faire manger. Beaucoup d'entreprises qui ont fait des levées de fonds se sont retrouvées minoritaires. »

Bien qu'issus de cinq secteurs d'activité différents avec comme point commun de faire appel aux high-tech, les entrepreneurs innovants semblent tous être guidés par une motivation sociale ; celle de proposer un projet ayant des retombées sociétales au niveau national ou même international. Protection de l'environnement, aides au monde la santé, création, création d'emplois, aides des populations isolées, etc...tous ces éléments sont ressorties dans les entretiens réalisés. Les entrepreneurs soulignent également que cette dimension sociétale trouve plus de résonance auprès de la communauté du financement participatif qu'elle n'en aurait auprès des banques et investisseurs « purs et durs ».

Tableau 9. Extrait de verbatim. Attente : porter un projet de société

« [N]ous sommes des passionnées indestructibles, le monde ne s'arrêtera pas de tourner si on est plus là demain, par contre on pourrait contribuer peut-être à le faire de façon différente, quand on a une idée il faut aller jusqu'au bout et se dire qu'il a peut-être une place pour nous, mais encore faut-il aller la prendre. »

3.3 Les interactions entre les principales parties prenantes impliquées dans cette expérience collective

Quand on demande aux entrepreneurs innovants comment ils ont choisi leur plate-forme de financement participatif, on est étonné de voir que dans la plupart des cas ce choix est loin d'être des plus rationnels. De manière générale, les entrepreneurs fonctionnent à la confiance et au feeling : « je me suis bien entendu avec le dirigeant de plate-forme », « on s'est mis autour de la table, on a discuté, c'était très très convivial et ce qui fait la force de « X » c'est ces rapports humains ... », « Parce que je trouve que le système et la philosophie de « Y » correspondent à ce que je suis, c'est plus pour ça », etc.... Quand ils vont à la rencontre de l'équipe d'une plate-forme (sur conseils ou si la plate-forme les contacte) si le courant passe, ils signent. Aucun des entrepreneurs n'a parlé de la performance de la plate-forme comme critère de choix. On peut supposer évidemment que le choix ne se fait pas à l'aveugle, d'autant plus que le nombre de plate-forme sur le marché est limité mais l'entrepreneur innovant semble fonctionner à l'affectif. Nous avons un cas où l'entrepreneur a opté pour une plate-forme suite aux recommandations de son commissaire au compte et parce que la plate-forme de son choix avait tardé à répondre.

Tableau 10. Extrait de verbatim. La confiance et le « feeling » au cœur du choix de la plate-forme

« [J]e me suis bien entendu avec le dirigeant de la plate-forme, il m'a proposé un projet très clair avec des moyens dans ça m'a plu et j'ai décidé de travailler avec lui. »

Si la plupart des entrepreneurs sont satisfaits voir très satisfaits de la prestation offerte par la plate-forme de *crowdfunding*, un des entrepreneurs interviewés a exprimé une certaine déception malgré

la réussite de la levée de fonds à 100%. Pour les satisfaits, la plate-forme a joué un rôle très important non seulement en ce qui concerne l'accompagnement sur les aspects juridiques, souvent méconnus ou mal connus par les porteurs de projets, mais également à travers l'aide au développement du plan de communication pour donner la meilleure visibilité possible au projet. Cependant, l'entrepreneur insatisfait a souligné avec insistance le déphasage entre les coûts jugés trop élevés prélevés par la plate-forme et les services qu'elle propose. La prestation est considérée comme étant correcte mais sans plus. De plus, l'entrepreneur en question reproche à la plate-forme de ne pas mettre assez d'efforts et de moyens dans le développement de sa communauté ; la communauté qu'il décrit comme en enjeu majeur dans toute campagne de financement participatif.

Pour diffuser un maximum d'informations auprès du plus grand nombre d'investisseurs potentiels ou de futurs clients, les entrepreneurs se sont appropriés les réseaux sociaux et les réseaux professionnels qu'ils considèrent comme des supports de communication à part entière. Ils citent pour la plupart Facebook et Tweeter en ce qui concerne les réseaux sociaux et principalement LinkedIn pour ce qui est des réseaux professionnels. Certains entrepreneurs jouent même le rôle de *Community Managers* sur ces réseaux. A côté de cela, ils n'hésitent pas également à s'associer à des événements ou à en organiser quelques uns pour passer des relations virtuelles vers un contact réel avec « la foule ». Ils évoquent aussi, dans une moindre mesure, les communiqués envoyés de presse envoyés aux journalistes de la presse écrite. Questionnés sur les facteurs clés de succès d'une campagne de *crowdfunding*, les entrepreneurs ont unanimement cité la communication notamment en proposant une présentation claire et accessible du projet et en assurant les plus larges diffusion et suivi possible.

Tableau 11. Extrait de verbatims. Place prépondérante des réseaux sociaux comme canal de communication

« [C]'est évident qu'avec mon associé on croit beaucoup aux réseaux sociaux, donc on se repose à la fois sur les trois qui existent, à la fois facebook, tweeter et linkedin. Viadeo aussi, mais dans une moindre mesure. »

La fréquence et la nature des contacts directs établis entre les porteurs de projets et les investisseurs effectifs ou potentiels varient d'un entrepreneur à un autre. L'échange par mails ou réseaux sociaux semblent le moyen le plus utilisé pour mieux s'informer sur le projet, poser les questions ou échanger avec les entrepreneurs. Parmi ces derniers, certains ouvrent également aux investisseurs la possibilité d'échanger avec eux de vive voix par téléphone ou en allant à leur rencontre en se déplaçant dans les villes comptant les plus grands nombres de contributeurs. Cependant, l'un des entrepreneurs a précisé qu'il n'était en contact direct qu'avec les plus gros apporteurs de fonds.

Tableau 12. Extrait de verbatim. Contact avec les investisseurs

« [J]'ai leurs adresses mails, j'ai échangé avec certains, voilà (...) je compte faire une rencontre sur trois villes Paris, Bordeaux et Bayonne, pour présenter le dossier aux investisseurs. »

Bien que les entrepreneurs innovants aient fait appel au financement participatif principalement pour la levée de fonds, ils comptent beaucoup sur une adhésion et une implication de la part des investisseurs, au-delà de la recherche de gain. Ils semblent tous avoir la conviction que la plupart des

equity crowdfunding participent à leur campagne parce qu'ils croient en leurs projets et parce qu'ils adhèrent à leur philosophie et au projet de société qu'ils portent. Les retombées sociétales des projets sont, pour les entrepreneurs, un élément déterminant dans la décision d'investissement de la foule.

Tableau 13. Extrait de verbatim. Une supposée adhésion affective aux projets

« [L]e crowdfunding va peut-être me permettre de rencontrer des gens de voir des gens qui ont des intérêts particuliers à venir chez nous et qui ont des horizons nouveaux à nous montrer, parce qu'il faut que ces gens qui investissent aient un intérêt à le faire et pas seulement un intérêt financier parce que je ne peux pas leur garantir 10% par an, si on me parle de ça, ce n'est même pas la peine qu'ils viennent (...) »

4. Discussion et conclusion

En guise de conclusion, nous présenterons dans ce qui suit une discussion autour des principaux résultats obtenus suite à l'analyse de nos entretiens. Notre propos se focalisera autour de trois principaux axes : la perception de l'*equity-crowdfunding* chez le porteur de projet innovant, le rôle moteur des plates-formes en matière de maîtrise de l'asymétrie d'information et l'utilité sociale attendue des projets financés par *crowdfunding*.

4.1 Perception de l'*equity-crowdfunding* chez l'entrepreneur innovant : une attente dépassant la levée de fonds

En France, le financement participatif vient pallier un manque qui existe entre la phase d'amorçage et de lancement du projet entrepreneurial. Les banques et les institutions publiques, type BPI, ont des difficultés à répondre aux attentes des entrepreneurs en exigeant dès le départ un montant de fonds propres important (Mollick, 2014). Une telle contrainte est la conséquence d'utilisation par les parties prenantes d'outils décisionnels financiers et rationnels qui appréhendent difficilement, dans une démarche prospective, la bonne idée. En somme, les modes de financement ne parviennent à répondre que difficilement aux problématiques de l'entrepreneur innovant.

En ce sens, l'*equity-crowdfunding* est une solution comblant rapidement cette difficulté en permettant d'accroître, pour les entreprises, d'une manière quasi instantanée son capital au détriment d'une partie du contrôle et de l'indépendance de la firme. Par ailleurs, le financement participatif apparaît également comme sécurisant pour les dirigeants-fondateurs en matière de maintien majoritaire du pilotage de l'entreprise. Cette démarche permet donc de conserver l'autonomie décisionnelle, voire éthique (Clark & Holt, 2010), tout en augmentant les fonds propres. Sans que ce mode de financement apparaisse comme une nouveauté, son développement est accentué par la généralisation d'Internet et il apparaît comme une alternative en phase post amorçage ou de pré industrialisation. Il s'agit finalement d'ouvrir le statut de *Business Angels* en offrant un ticket d'entrée moins important et un accompagnement caractérisé par la perception du public de la pertinence du projet.

Aux côtés des objectifs financiers, l'implication dans une démarche d'*equity-crowdfunding* trouve aussi une utilité pour les entrepreneurs innovants dans le cadre d'une recherche de notoriété du

projet dans le cadre de communication médias et hors médias. En effet, au-delà du projet en tant que tel, le recours, pour ces entreprises, au financement participatif leur permet de trouver une notoriété auprès du grand public via une communication à la fois sur les réseaux sociaux Internet mais également sur des supports plus traditionnels type invitation à des conférences ou article de presse. La participation à une campagne d'*equity-crowdfunding* s'inscrit donc pleinement dans le cadre de la stratégie de communication de l'entrepreneur innovant aux côtés de l'impératif de levée de fonds, conclusion qui rejoint les propos de Mollick (2014).

Enfin, le financement participatif par prise de participation n'apparaît pas comme une solution exclusive mais plutôt comme un moyen de soutenir le développement d'un projet innovant complémentaire aux sources du *Seed Capital* et pouvant apparaître comme un levier pertinent d'accès au financement plus traditionnel de type bancaire.

4.2 Asymétrie d'information et nécessité de communication pour l'entrepreneur : quel rôle pour les plateformes ?

Classiquement, la relation de financement est bilatérale en évoluant dans un contexte marqué par l'asymétrie d'informations. Le *crowdfunding* ajoute à ce phénomène une plate-forme au rôle informationnel incontournable. Cette étude nous démontre que la volonté des entrepreneurs innovants optant pour l'*equity-crowdfunding* d'influencer largement le grand public afin qu'il adhère à son projet en le soutenant financièrement. La plate-forme apparaît comme un intermédiaire jouant le rôle fondamental de mise en relation entre l'entrepreneur et les investisseurs. Au-delà du capital social détenu par le porteur de projet, la plateforme de crowdfunding offre l'opportunité de développer un réseau étendu (Colombo et al., 2014). Elle joue un rôle technique de portage de projet sur l'espace numérique en matière de mise en œuvre et de référencement. Ensuite, elle propose un accompagnement en matière de diffusion d'informations en recherchant un juste équilibre pour convaincre le public tout en évitant divulguer d'éventuels données sensibles. Cette dernière fonction semble fondamentale en matière de réussite de l'opération, les entrepreneurs souhaitant généralement se protéger d'éventuels malversations liées à des projets qui seraient plagiés.

Le choix de la plate-forme est généralement la conséquence de la recommandation d'un proche ; un banquier ou un expert-comptable. Les relations avec ces prestataires dépassent l'espace numérique pour être directes et régulières. Un véritable lien de confiance doit se créer car ces prestataires assurent une représentation de l'entrepreneur auprès du public en disposant de son image et en communiquant sur son projet. Leur rôle est de délivrer des informations convaincantes sur le projet tout en préservant les intérêts de la firme en question. Les informations diffusées sont très détaillées, dépassant celles fournies à un banquier pour une demande d'emprunt et trouvant un format multimédia via notamment des vidéos. L'objet ici est d'atténuer largement la sélection adverse en communiquant peu sur les aspects financiers au profit de nombreuses informations à dimension stratégique. Cela traduit une volonté de sortir des outils décisionnels traditionnels en privilégiant des idées capables de convaincre le public. En ce sens, sur chaque plate-forme, il est possible de procéder à un vote, sans engagement financier, pour montrer que l'on trouve pertinente une idée.

Le rôle de la plate-forme s'inscrit donc comme une interface entre le public, dans l'attente d'informations sur le projet, et un porteur de projet innovant. Pour ce dernier, le nombre

d'investisseur potentiels est un gage de réussite, permettant, au-delà de l'objectif financier, de satisfaire la volonté d'une communication massive. Cette idée rejoint celle de Zang et Peng (2012) sur le mimétisme de la foule dans la contribution à des opérations de financement participatif. Par ailleurs, cette volonté de nouvelle forme d'interaction avec le grand public rappelle les travaux d'Ordanini et al. (2011) qui démontre que les investisseurs sont également motivés par cette envie d'échanger sous de nouvelles formes avec les porteurs de projets innovants. Par contre, les entrepreneurs apportent très peu d'importance à la diffusion d'informations relatives à la rentabilité future du projet, connaissances qui s'avèrent pourtant importantes afin de convaincre d'éventuels contributeurs (Ordanini et al. 2011; Zang et Peng, 2012; Ordanini et Lambert, 2014). Finalement, comme il s'agit d'*equity-crowdfunding*, la gestion de l'asymétrie d'informations par la plate-forme devrait concerner autant la qualité intrinsèque du projet que sa capacité future à générer de la valeur.

4.3 Des projets innovants à dimension sociétale comptant sur l'adhésion des investisseurs

Un dernier point de discussion se dégage de cette analyse ; celui de la dimension sociétale donnée au projet par l'entrepreneur dans le cadre de la mise en œuvre d'une campagne d'*equity-crowdfunding*. Ces propos vont dans le sens d'un besoin d'identification sociale au projet des investisseurs (Ordanini et al. 2011) et sur un besoin de l'entrepreneur, au-delà du projet, de porter une vision de la société. Contrairement aux voies traditionnelles de financement, la recherche ici vise à identifier des partenaires qui adhèrent au projet de l'entrepreneur. Ce dernier inscrit donc son action dans une démarche quasi politique attachée aux convictions du grand public en matière de valeur ou d'idéologie. Un rapport quasi affectif entre les investisseurs, dans une démarche d'adhésion, et l'entrepreneur permet de rapprocher *equity-crowdfunding* et *Love Money*, sachant que le premier cercle relationnel de l'entrepreneur demeure un contributeur de choix en matière de financement participatif.

Par ailleurs, le souhait de l'entrepreneur innovant est d'inscrire sa démarche dans une relation partenariale avec le grand public, en privilégiant un grand nombre d'investisseurs. Ces contributions peuvent être entendus comme citoyennes en rapprochant le financement de l'activité économique par un choix direct de l'opinion publique de voir aboutir une aventure entrepreneuriale. En ce sens, la communication des projets s'articule systématiquement autour des externalités positives générées par l'activité en matière écologique, sociale ou sociétale. La participation à une opération d'*equity-crowdfunding* et le large public visé oblige le porteur de projet innovant à dépasser une vision simplement entrepreneuriale et à construire un discours sur la contribution publique de son idée. L'*equity-crowdfunding* rapproche donc le porteur de projet, dans la prise en compte des enjeux sociaux, d'un *entrepreneur social* en répondant à des besoins que ni le secteur public, ni le marché ne peuvent satisfaire (Boutillier, 2008). En effet, Ordanini et al. (2011) démontrent que les motivations incitant la foule à contribuer financièrement à des initiatives de crowdfunding sont d'abord le désir de prendre une part de responsabilité dans le succès d'initiatives prises par d'autres, ensuite l'envie de participer à un projet collectif et enfin l'attente d'un bénéfice financier.

L'implication du porteur de projet se traduit également par une conception d'un entrepreneur qui souhaite demeurer libre en sortant des tutelles traditionnelles des banques ou des prises de participation par un grand groupe. L'objectif est de gagner une légitimité économique auprès du grand public qui devient un soutien financier à l'entreprise. Une dilution importante du capital revient

ici à considérer un grand nombre d'investisseurs et donc une forte adhésion du public au projet donnant à l'entrepreneur autonomie et liberté par rapport aux structures traditionnelles de financement. Dans ce contexte, l'*equity-crowdfunding* bouleverse la théorie financière traditionnelle, ce mode de financement pouvant être le premier choix de l'entrepreneur devant un accompagnement bancaire. Il peut s'agir d'une source d'autonomie financière et d'un moyen de convaincre les parties prenantes de l'intérêt de l'idée.

Enfin, ces pratiques, accentuées par les technologies informationnelles, implique pour l'entrepreneur des compétences transversales mêlant finance, marketing, communication et stratégie. Dans cette démarche, il apparaît comme moteur de son projet et de ses implications qui dépassent la simple maximisation d'utilité pour trouver un écho d'ordre très général.

Cette réflexion s'achève en ayant amené des éléments concernant les motivations des porteurs de projets innovants recourant à l'*equity-crowdfunding*. Au-delà de la levée de fonds nécessaire à l'augmentation des fonds propres, l'entrepreneur recherche une adhésion à son projet de la part de l'opinion publique. Cette observation se traduit par un besoin de diffusion d'informations massives dépassant les aspects financiers du projet pour s'intéresser à ses externalités économiques, sociales ou environnementales. Finalement, l'utilisation de l'*equity-crowdfunding* apparaît donc moins comme un palliatif aux systèmes de financement traditionnels qu'une véritable stratégie de légitimation du projet par une très large communauté.

Références

- AHES Consulting, (2014), « Le crowdfunding : l'état de l'art », étude réalisée auprès de 881 plates-formes Internet de financement participatif
- AHLERS, G.K.C., CUMMING, D., GUNTHER, C., SCHWEIZER, D., (2012), « Signaling in equity crowdfunding », Working Paper
- AKERLOF, G., (1970), « The market for lemons », *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3. Aug., 1970, 488-500
- ASSOCIATION FINANCEMENT PARTICIPATIF, (2015), « Baromètre du crowdfunding en France », étude réalisée auprès de 66 plates-formes francophones de financement participatif
- BELLEFLAMME, P., LAMBERT, T., SCHWIENBACHER, A., (2013), « Crowdfunding: Tapping the right crowd », *Journal of Business Venturing*, Vol. 29, Issue 5, pp. 610-635.
- BELLEFLAMME, P., & LAMBERT, T. (2014). Crowdfunding: Some empirical findings and microeconomic underpinnings. Available at SSRN 2437786.
- BESSIERE, V., STEPHANY, E., (2014a) « Le financement par crowdfunding. Quelles spécificités pour l'évaluation des entreprises ? », *Revue française de gestion* 2014/5 (N° 242), p. 149-161.
- BESSIERE, V., STEPHANY, E., (2014b). Le crowdfunding: fondements et pratiques. De Boeck.
- BEUGRE, C., & DAS, N., (2013), « Limited Capital and New Venture Creation in Emerging Economies: A Model of Crowd-Capitalism », *SAM Advanced Journal Management*, Summer 2013, pp. 21-27
- BOUTILLIER, S., (2008), « L'entrepreneur social, un entrepreneur socialisé dans une société entrepreneuriale ? », *Humanisme et entreprise*, 2008/5, n°290, pp. 41-60
- BURTCH, G., GHOSE, A., WATTAK, S., (2013), « An Empirical Examination of the Antecedents and Consequences of Contribution Patterns in Crowd-Funded Markets », *Information Systems Research*, March 13, pp. 499-519
- CHOLAKOVA, M., & CLARYSSE, B. (2015). Does the possibility to make equity investments in crowdfunding projects crowd out reward-based investments?. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(1), 145-172.
- CLARKE, J., & HOLT, R. (2010). Reflective judgement: Understanding entrepreneurship as ethical practice. *Journal of Business Ethics*, 94(3), 317-331.

- COLOMBO, M. G., FRANZONI, C., & ROSSI-LAMASTRA, C. (2015). Internal social capital and the attraction of early contributions in crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(1), 75-100.
- DARDOUR, A., (2015), « La gestion du risque par les opérateurs de « crowdfunding » d'entreprise », *Recherches en Sciences de Gestion*, n°107, pp.47-65
- GIROD-SEVILLE, M., PERRET, V., (1999), « Fondements épistémologiques de la recherche », *Méthode de recherche en management*, pp. 14-41
- GLASER, B., STRAUSS, A., (1967), « The discovery ou grounded theory : Strategies for qualitative research », London, Wiedenfeld and Nicholson
- HLADY-RISPAL, M. (2002), La méthode des cas, De Boeck Université
- JENSEN, M.E., MECKLING, W.H., (1976), « Theory of the firm : managerial behaviour, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economic*, volume 3, N°4, 1976, p. 305-360
- KLEEMAN, F., VOSS, G.G., RIEDER, K., (2008), « Un(der)paid innovators: the commercial utilization of consumer work through crowdsourcing », *Science, Technology & Innovation Studies*, Vol. 4 No. 1, pp. 5-25.
- KYPPUSWAMY, V., BAYUS, B., (2015) « Crowdfunding Creative Ideas: The Dynamics of Project Backers in Kickstarter » UNC Kenan-Flagler Research Paper No. 2013-15. Available at SSRN
- LELAND, H.E., PYLE, D.H., (1977), « Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation », *Journal of Finance*, volume 32, 1977, pp. 371-387
- MYERS, S.C., (1984), « The capital structure puzzle », *Journal of Finance*, vol.39, pp. 572-592
- MOLLICK, E., (2014) « The dynamics of crowdfunding: An exploratory study », *Journal of business venturing*, Vol.29, pp.1 - 16
- ORDANINI, A., MICELI, L., PIZETTI, M., PARASURAMAN, A., (2011) « Crowd-funding: transforming customers into investors through innovative service platforms », *Journal of Service Management*, Vol. 22 Iss: 4, pp.443 – 470
- PAILLE, P., MUCIELLI, A., (2008), « L'analyse qualitative en sciences humaines et sociales », Paris, Armand Colin
- PATTON, M., (2001), « Qualitative Research & evaluation Methods », Sage
- ROSS, S., (1977), « The Determination of Financial Structure: The Incentive – Signalling Approach », *Bell Journal of Economics*, volume 8, 1977, p. 23-40.
- SCHWIENBACHER, A., LARRALDE, B., (2010) « Crowdfunding of small entrepreneurial ventures », *SSRN Electronic Journal*
- SPENCE, M., (1973) « Job Market Signaling », *The Quarterly Journal of Economics*, volume 87, N°3, p. 355-374.
- WACHEUX, F. (1999), Méthodes qualitatives et recherche en gestion, Economica.