



HAL
open science

Le lien entre le cycle de vie des TPE-PME et le crowdfunding. Une étude sur le territoire breton

Nadine de la Pallière, Catherine Goulet, Annaïck Guyvarc'h

► **To cite this version:**

Nadine de la Pallière, Catherine Goulet, Annaïck Guyvarc'h. Le lien entre le cycle de vie des TPE-PME et le crowdfunding. Une étude sur le territoire breton. Revue de l'Entrepreneuriat, 2021, Vol.20, pp.65 - 103. 10.3917/entre1.pr.0002 . hal-03884949

HAL Id: hal-03884949

<https://hal.science/hal-03884949v1>

Submitted on 11 Apr 2023

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

LE LIEN ENTRE LE CYCLE DE VIE DES TPE-PME ET LE CROWDFUNDING. UNE ÉTUDE SUR LE TERRITOIRE BRETON

[Nadine de la Pallière](#), [Catherine Goulet](#), [Annaïck Guyvarc'h](#)

Académie de l'Entrepreneuriat et de l'Innovation | « [Revue de l'Entrepreneuriat](#) »

2021/1 Vol. 20 | pages 65 à 103

ISSN 1766-2524

ISBN 9782382980040

DOI 10.3917/entre1.pr.0002

Article disponible en ligne à l'adresse :

<https://www.cairn.info/revue-de-l-entrepreneuriat-2021-1-page-65.htm>

Distribution électronique Cairn.info pour Académie de l'Entrepreneuriat et de l'Innovation.

© Académie de l'Entrepreneuriat et de l'Innovation. 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 lien entre le cycle de vie des TPE-PME et le crowdfunding Une étude sur le territoire breton¹

Nadine DE LA PALLIÈRE

Maître de conférences en Sciences de Gestion
Membre du Laboratoire d'économie et de gestion de l'Ouest (LEGO) EA 2652
Faculté de Droit, des Sciences Économiques et de Gestion (DSEG) – Université
Bretagne Sud
Campus Tohannic – Rue André Lwoff – BP 573 – 56017 Vannes Cedex
nadine.de-la-palliere@univ-ubs.fr

Catherine GOULLET

Maître de conférences en Sciences de Gestion
Membre du Laboratoire d'économie et de gestion de l'Ouest (LEGO) EA 2652
Faculté de Droit, des Sciences Économiques et de Gestion (DSEG) – Université
Bretagne Sud
Campus Tohannic – Rue André Lwoff – BP 573 – 56017 Vannes Cedex
catherine.goulet@univ-ubs.fr

Annaïck GUYVARCH

Maître de conférences en Sciences de Gestion
Membre du Laboratoire d'économie et de gestion de l'Ouest (LEGO) EA 2652
IUT de Vannes – Université Bretagne Sud
8, rue Michel Montaigne – BP 561 – 56017 Vannes cedex
annaïck.guyvarch@univ-ubs.fr

Ce papier est une première tentative pour dresser des profils d'entreprises ayant recours à un mode de financement participatif selon leur position dans le cycle de vie. Une étude empirique, menée sur les TPE-PME bretonnes financées par crowdfunding, a conduit à deux contributions majeures. D'un point de vue théorique, il présente une approche dynamique du recours au crowdfunding en liant le cycle de vie de l'entreprise et le type de financement. D'un point de vue managérial, il préconise des solutions de financement par crowdfunding en fonction des caractéristiques de l'entreprise et de sa position dans son cycle de vie.

— *Mots clefs : TPE-PME, crowdfunding, cycle de vie, financement, territoire breton*

1. Les auteures remercient Christine Bougeard-Delfosse, Florence Gourlay et Clément Marinos de l'Université Bretagne Sud pour leur participation à la collecte des données.

This paper is a first attempt to draw up profiles of companies using crowdfunding according to their position in the life cycle. An empirical study, conducted on Breton VSEs and SMEs financed by crowdfunding, led to two major contributions. From a theoretical point of view, it presents a dynamic approach to the use of crowdfunding by linking the life cycle of the company and the type of financing. From a managerial point of view, he recommends crowdfunding financing solutions based on the characteristics of the company and its position in its life cycle.

— *Keywords: VSE-SME, crowdfunding, life cycle, financing, Breton territory*

En France, les TPE-PME² jouent un rôle important dans la croissance économique, la création d'emplois, le développement régional et la cohésion sociale. De ce fait, l'un des enjeux des politiques publiques est de favoriser leur création et leur croissance, qui reposent, entre autres, sur un accès aisé au financement. Angel Gurría, secrétaire général de l'OCDE, a déclaré, lors d'une conférence de presse organisée à Mexico en février 2018, que « le financement des PME est important à toutes les étapes du cycle économique, dans le but de permettre à ces sociétés de démarrer, se développer et grandir à l'international, et aussi de s'emparer des possibilités offertes par la révolution du numérique ». D'après un rapport de l'OCDE, publié le 21 février 2018, bien que leur financement soit constitué en grande partie de prêts bancaires, les TPE-PME se tournent de plus en plus vers d'autres solutions moins traditionnelles pour accéder à des ressources financières. L'essor de l'utilisation du financement participatif par les TPE-PME en est l'illustration. Le crowdfunding, terme anglo-saxon utilisé pour désigner le financement participatif, offre aux TPE-PME la possibilité d'obtenir un financement auprès d'un large public, la foule, par l'intermédiaire d'une plateforme en ligne. En progression de 20 % par rapport à 2017, les fonds collectés en France par crowdfunding en 2018 atteignent 402 millions d'euros³, sachant que les projets sont majoritairement portés par des TPE-PME-ETI⁴. Il existe plusieurs types de financement par crowdfunding qui, selon les auteurs et les praticiens, sont classés différemment. Nous retenons la classification proposée par Belleflamme, Omrani et Peitz (2015), qui comprend cinq catégories : le don sans contrepartie (donation-based crowdfunding), le don avec récompense (reward-based crowdfunding), le prêt participatif (crowdlending), l'investissement en capital (crowdequity) et le financement participatif en royalties (royalty-based crowdfunding). Dans ce contexte, nous nous intéressons à ce mode de financement en nous focalisant sur son utilisation par les TPE-PME sur un territoire géographique délimité, à savoir le territoire breton. Ce dernier compte cinq départements : les Côtes-d'Armor, le Finistère, l'Ille-et-Vilaine, le Morbihan et la Loire-Atlantique. Ce choix s'appuie sur le potentiel économique de la région, pour les porteurs de projet (environ 605 000 TPE-PME), et le bassin de population, pour la

2. Nous retenons les définitions de l'Insee, selon lesquelles les petites et moyennes entreprises (PME) sont des entreprises qui emploient moins de 250 personnes, ont un chiffre d'affaires annuel inférieur à 50 millions d'euros ou un total de bilan inférieur à 43 millions d'euros. Les très petites entreprises (TPE), ou micro-entreprises, sont des entreprises qui emploient moins de 10 personnes, ont un chiffre d'affaires annuel ou un total de bilan inférieur à 2 millions d'euros. Selon l'Insee, les TPE-PME, marchandes non agricoles, sont au nombre de 4 millions et constituent l'essentiel du tissu économique français avec plus de 99 % des entreprises. Elles emploient plus de 6 millions de salariés et réalisent 43 % de la valeur ajoutée nationale (Source : Insee, « Les entreprises en France », édition 2018, 160 p.).

3. Source : <http://financeparticipative.org/barometres/>. Le baromètre du crowdfunding en France 2018.

4. Entreprise de taille intermédiaire.

foule (4,7 millions d'habitants)⁵. Notre territoire d'étude compte également sept plateformes dédiées au crowdfunding permettant aux TPE-PME de se financer.

Cette étude porte sur les pratiques de crowdfunding des TPE-PME bretonnes et, plus particulièrement, sur l'opportunité d'utiliser ce mode de financement. Nous ne cherchons pas à comparer le crowdfunding avec les formes traditionnelles de financement, mais tentons de déterminer s'il y a un lien entre la position de l'entreprise dans son cycle de vie et un type de crowdfunding en particulier. Il s'agit d'une première tentative pour identifier des profils d'entreprises qui se financent par crowdfunding en reliant les questionnements suivants. Les entreprises qui recourent au crowdfunding, le font-elles indifféremment tout au long de leur vie ou à des phases précises ? En fonction de leurs caractéristiques, quel type de financement par crowdfunding sollicitent-elles, pour quel besoin et avec quelle plateforme ? Quels sont les avantages et les inconvénients relatifs à chaque type de crowdfunding ?

Pour y répondre, notre étude s'est déroulée en deux temps, tout d'abord à travers une phase descriptive puis par une phase compréhensive. Pour la phase descriptive, nous avons constitué une base de données des entreprises du territoire breton financées par crowdfunding au 31 décembre 2017. Seules les informations des entités ayant le statut juridique d'entreprise ont été collectées, éliminant ainsi les projets d'associations et de particuliers. À partir de la base de données, nous présentons une cartographie des entreprises du territoire breton financées par crowdfunding et identifions des profils d'entreprise selon le mode de financement participatif utilisé. Dans un second temps, pour la phase compréhensive, nous avons réalisé une étude qualitative à partir d'entretiens semi-directifs menés auprès de dirigeants de 13 entreprises représentant les profils mis en exergue lors de la phase descriptive. Cette seconde phase a pour objectif de mieux comprendre l'utilisation du crowdfunding aux différentes phases de la vie d'une entreprise et, également, d'émettre des préconisations à destination des dirigeants souhaitant se financer par crowdfunding.

Quelques articles ont introduit le crowdfunding dans le cadre théorique du financement de l'entreprise tout au long de sa vie. Lasrado et Lugmayr (2013) et Rossi (2014) présentent le crowdfunding comme une source de financement adaptée de la création jusqu'au développement de l'entreprise. Cependant, ils n'étudient pas le lien entre les modèles de crowdfunding et les différentes phases de la vie d'une entreprise. En revanche, pour les start-up, Paschen (2017) recommande d'utiliser le don en phase de prédémarrage, le crowdlending en phase de démarrage, et le crowdequity en phase de croissance. Paschen (2017) ne distingue pas le don sans contrepartie du don avec récompense et exclut de son étude le préachat, qui représente une partie non négligeable des fonds collectés lors des campagnes de crowdfunding (Rossi, 2014). De plus, ses recommandations ne sont pas issues d'une étude empirique et ne s'adressent qu'aux start-up. Bessière, Stéphany et Wirtz (2020) apportent également un éclairage sur la place du crowdfunding dans la trajectoire de financement des entreprises naissantes et sur la structuration progressive de leur gouvernance en fonction de cette trajectoire. À partir d'une étude de cas, ils montrent que le don avec récompense, utilisé dans la phase de prédémarrage, permet de tester la qualité du projet et de l'équipe entrepreneuriale. Le crowdequity, utilisé en cofinancement pendant les phases de lancement et de développement, apporte des fonds et a un impact relativement faible

5. Source : base Sirène de l'Insee.

sur la gouvernance de l'entreprise. Bien que leur étude présente l'intérêt de mieux comprendre les trajectoires de financement complexes et leur impact sur la gouvernance de l'entreprise, elle ne s'intéresse qu'aux premières étapes de la vie de l'entreprise. À partir de plusieurs études, entre autres celles de Lasrado et Lugmayr (2013), Rossi (2014) et Paschen (2017), Horvatinović et Orsag (2018) montrent que, même si le crowdfunding est une source de financement utilisée lors des phases de lancement et de développement de l'entreprise, il est difficile d'établir un schéma type d'utilisation du crowdfunding en fonction de la position de l'entreprise dans son cycle de vie. Selon ces auteurs, cette difficulté résulte des caractéristiques propres au crowdfunding. Notamment, les entreprises utilisent le crowdfunding pour des raisons diverses et multiples, souvent différentes de celles relatives aux financements traditionnels. Par exemple, lors d'une campagne de crowdfunding, les entreprises peuvent chercher des ressources financières mais également autre chose, comme un retour informationnel sur la faisabilité de leur projet. Horvatinović et Orsag (2018) préconisent d'affiner les résultats de ces études sur l'utilisation du crowdfunding en fonction du cycle de vie de l'entreprise, en particulier, par des études empiriques. Nous proposons donc de poursuivre ces travaux par une étude empirique, sur le territoire breton, afin d'apporter un premier éclairage sur les orientations des TPE-PME entre les différentes catégories de crowdfunding, en fonction de leurs caractéristiques et de leur position dans leur cycle de vie. Ainsi, dans la continuité des travaux réalisés, la contribution de notre étude est double. Tout d'abord, d'un point de vue théorique, elle vise à proposer une approche dynamique du recours au crowdfunding en liant le cycle de vie de l'entreprise à l'un des cinq modes de financement par crowdfunding, définis par Belleflamme, Omrani et Peitz (2015). Ensuite, d'un point de vue managérial, il s'agit de présenter aux responsables de TPE-PME les possibilités de financement par crowdfunding qui leur sont offertes, en fonction des caractéristiques de leur entreprise, en mettant en exergue les avantages et les inconvénients de chaque type de financement. Après une revue de la littérature, consacrée au financement des TPE-PME et aux motivations du recours au crowdfunding, la méthodologie de recherche puis l'analyse des résultats sont présentées.

1. Revue de la littérature

Les statistiques publiées sur le crowdfunding témoignent de l'intérêt de ce financement pour les TPE-PME. Avant d'évoquer les avantages et les inconvénients du recours au crowdfunding pour ces dernières, nous présentons, sans être exhaustifs, un état des lieux de leur financement en France.

1.1. Financement des TPE-PME en France

Bien que les TPE-PME favorisent le financement interne (Myers, 1984 ; Cassar et Holmes, 2003), elles sont bien souvent contraintes de faire appel au financement externe. Dans ce cas, elles doivent arbitrer entre l'endettement et le recours aux fonds propres. Historiquement, le prêt bancaire représente le principal, voire l'unique, financement externe des TPE-PME françaises. Aujourd'hui encore, il représente 95 % de leur financement externe et la banque est bien souvent leur seul partenaire financier (Raspiller, 2017). Toutefois, selon Boyer, Chevalier, Léger et Sannajust (2016) ou Goy (2019), les TPE-PME ont plus difficilement accès à l'emprunt bancaire que les grandes entreprises pour plusieurs raisons. Elles présentent des risques plus importants, de par leur taille et le faible montant de leurs fonds

propres, et les garanties qu'elles peuvent apporter au banquier sont moindres. De ce fait, lorsqu'elles obtiennent un financement bancaire, cela se fait à des conditions moins intéressantes que pour les grandes entreprises. Depuis la crise financière, l'accès aux financements bancaires des TPE-PME françaises est pour ainsi dire revenu à un niveau normal. Les statistiques de la Banque de France⁶ montrent que plus de la moitié des crédits mobilisés, soit 422,8 milliards d'euros, le sont au profit des TPE-PME. Les PME obtiennent en grande partie les financements demandés avec respectivement 81 % et 95 % des demandes accordées pour les crédits de trésorerie et d'investissement. Concernant les TPE, l'accès aux financements est plus difficile. Seulement 67 % des demandes de crédits de trésorerie sont accordées. En revanche, 84 % des demandes de crédits d'investissement aboutissent. Cependant, selon Stewart (2017), contrairement à ce que les statistiques officielles laissent entendre, le financement bancaire serait plus difficile à obtenir pour les TPE-PME. Tout d'abord, certaines d'entre elles n'en font même pas la demande, car elles estiment que les prêts ne leur seront pas accordés. Ensuite, certains refus de financement ne sont pas pris en compte dans les statistiques. Il s'agit des demandes refusées par les banquiers et n'ayant pas fait l'objet d'un dépôt de dossier. Ces demandes concernent surtout le financement de l'immatériel (communication, frais de recherche et développement, marketing, recrutement...) et les prêts de longue durée et/ou d'un montant important. De plus, les banques accordent très peu de prêts avec des remboursements *in fine*. Or, un remboursement mensuel oblige les entreprises à mobiliser de la trésorerie tous les mois. Cette contrainte peut fragiliser les TPE-PME, notamment celles en phase de développement. Les banques exigent aussi des garanties non négligeables. Pour les TPE-PME, la garantie se résume bien souvent à une caution personnelle du dirigeant, qui met alors son patrimoine personnel en jeu. Il convient enfin de souligner que les règles prudentielles (normes Bâle III) empêchent les banques de prêter aux entreprises autant qu'elles le souhaiteraient (Bendriiss, Lavayssière et Tilden, 2014 ; Goy, 2019). En définitive, certaines TPE-PME connaissent encore des difficultés pour se financer auprès des banques, notamment à cause de l'asymétrie de l'information, de leur faible pouvoir de négociation, des coûts élevés de transaction et de leur manque d'expertise et de connaissances financières pour monter des dossiers de financement en bonne et due forme. Les TPE-PME qui présentent un niveau de risque élevé, comme les entreprises innovantes ou encore les entreprises dont la croissance repose sur des actifs incorporels et dont il est difficile d'évaluer les perspectives de gains, connaissent aussi, bien souvent, des difficultés pour obtenir un prêt bancaire. En matière de fonds propres, les TPE-PME françaises ne disposent pas de marchés financiers accessibles et profonds, malgré l'existence d'Euronext Growth spécifiquement dédié aux PME. Pour Boyer, Chevalier, Léger et Sannajust (2016), ce marché demeure peu utilisé compte tenu des coûts d'accès et des contraintes réglementaires. Pour pallier ce manque, elles peuvent faire appel aux capital-investisseurs, spécialistes du financement en fonds propres des entreprises non cotées. Le capital-investissement, apparu en France dans les années 1980, arrive loin devant l'Euronext Growth, que ce soit en nombre de PME françaises financées ou en montant de capitaux investis (Mahieux, 2016). Selon l'étude annuelle de l'Association Française des Investisseurs pour la Croissance (AFIC) et du cabinet Grant Thornton, publiée en avril 2018, le capital-investissement français ne s'est jamais aussi bien porté. En 2017, 14,3 milliards d'euros ont été investis dans 2 142 entreprises, dont 85 % sont françaises, ce qui est un record. Cependant, en phase d'amorçage,

6. Source : Banque de France, « Stat info crédits aux entreprises au 18 mars 2017 ».

les TPE-PME peinent à se faire financer par les capital-investisseurs. Depuis la crise économique et financière, la sélection des demandes de financement d'entreprises au stade d'amorçage, où le risque est élevé et l'asymétrie d'information forte, est rude et la présence des business angels encore insuffisante pour satisfaire toutes les demandes (Mejri, Hamouda et Trabelsi, 2018).

Suite à la crise financière, les pouvoirs publics ont pris une série de mesures pour élargir l'offre de financement des TPE-PME et favoriser leur désintermédiation bancaire. Le PEA PME, l'assouplissement des règles d'émission obligataire pour les PME ou encore la création d'Enternext en sont des exemples. Cependant, toutes ces nouveautés ne sont accessibles qu'à une partie des PME, entre autres, parce qu'elles ne permettent de lever que des montants supérieurs à 10 millions d'euros (Lesur, 2015). Mais, depuis le 1^{er} octobre 2014, date d'entrée en vigueur de l'ordonnance du 30 mai 2014 relative au financement participatif, le crowdfunding permet aux TPE-PME d'accéder à des financements de moindre montant et non couverts, notamment, par les banques (Golić, 2014 ; Fraser, Bhaumik et Wright, 2015 ; Lesur, 2015 ; de La Pallière et Goulet, 2018 ; Mejri, Hamouda et Trabelsi, 2018). Le crowdfunding, terme anglo-saxon utilisé pour désigner le financement participatif, permet à un porteur de projet d'obtenir son financement auprès d'un large public, la foule, en le lui soumettant le plus souvent via une plateforme en ligne dédiée, moyennant éventuellement une rétribution définie au préalable. Le financement des TPE-PME a donc évolué, non seulement, grâce à la désintermédiation bancaire mais, aussi aux technologies permettant d'accéder à des modes de financement plus directs. En France, bien que le financement participatif ne représente qu'une faible part du montant total du financement des TPE-PME, estimé à plus de 100 milliards d'euros par an (Goy, 2019), il connaît une importante progression. Selon l'association professionnelle Financement Participatif France (FPF) et KPMG⁷, le montant des fonds collectés par crowdfunding a augmenté de 20 % en 2018 (402 millions d'euros en 2018 contre 336 millions d'euros en 2017). Cependant, cette croissance est à relativiser en fonction du mode de financement participatif. En effet, si le prêt connaît une augmentation soutenue (40 %), ce n'est pas le cas du don, qui enregistre un faible recul (2 %), et encore moins de l'investissement en capital, qui enregistre une baisse de 19 %. Ce fléchissement confirme la tendance observée en 2017, où le crowdequity affichait un repli de 15 %. Il existe différents modèles économiques de crowdfunding qui, selon les auteurs et les praticiens, sont classés en fonction de la nature des contributions et des rétributions. Mollick (2014), Onnée et Renault (2014), Frydrych, Bock, Kinder et Koeck (2014), ou encore l'association Financement Participatif France distinguent trois catégories principales de crowdfunding : le don (don avec et sans contrepartie, préachat), le prêt (prêt non rémunéré, prêt rémunéré, minibons et obligations) et l'investissement en fonds propres (investissement en capital et royalties). D'autres auteurs, comme Calmé, Onnée et Zoukous (2016), retiennent deux modèles de *crowdfunding*, l'un qu'ils qualifient de « communautaire » (don, prêt solidaire ou non rémunéré, contrepartie, préachat) et l'autre à « retour financier » (prêt rémunéré, financement en fonds propres). Renault (2018) propose de classer les différents types de *crowdfunding* en fonction de leur caractère spéculatif (production communautaire, prêt rémunéré, investissement contre prise de participation) ou non spéculatif (don, prêt non rémunéré/prêt solidaire et don moyennant des contreparties tangibles ou non). Pour notre part, nous retenant la classification présentée par Belleflamme, Omrani et Peitz (2015), et reprise, entre

7. Source : <http://financeparticipative.org/barometres/>. Le baromètre du crowdfunding en France 2018.

autres, par Joffre et Trabelsi (2018), qui identifient cinq modèles de crowdfunding : le don sans contrepartie, le don avec récompense, le prêt participatif, l'investissement en capital et le financement participatif en royalties. Le choix de cette classification répond à la diversité des financements proposés aux TPE-PME et permet une plus grande clarté et une meilleure exploitation de nos données.

Le terme de crowdfunding englobe donc des réalités différentes. Le don sans contrepartie (donation-based crowdfunding) est, sans doute, le type de crowdfunding le moins utilisé par les entreprises. Il est plus adapté aux projets caritatifs, culturels ou sociaux. Les contributeurs donnent de l'argent pour financer le projet sans en attendre de contrepartie, si ce n'est un avantage fiscal. Le don avec récompense (reward-based crowdfunding) permet de financer un projet d'entreprise en récompensant les contributeurs par un objet ou un service symbolique ou plus conséquent (produit fabriqué). Le prêt participatif (crowdlending) permet à une personne (physique ou morale) de participer au financement d'un projet entrepreneurial sous forme de prêt avec ou sans intérêt. Certaines plateformes proposent des prêts obligataires aux sociétés par actions. L'investissement en capital (crowdequity) permet d'entrer au capital d'une entreprise. L'investisseur est rétribué par des parts de l'entreprise, qui lui donneront accès à des dividendes, voire à une plus-value lors de la revente de celles-ci. Enfin, le financement en royalties (royalty-based crowdfunding) offre la possibilité aux porteurs de projets entrepreneuriaux de lever des fonds, sans diluer leur capital, en reversant un pourcentage de leur chiffre d'affaires sur une période définie. En France, sur 402 millions d'euros collectés en 2018, 68 % le sont par le prêt, 3 % par le don sans contrepartie, 17 % par le don avec récompense et 11 % par l'investissement en capital et moins de 1 % pour le financement par royalties⁸.

1.2. Avantages et inconvénients du recours au crowdfunding pour les TPE-PME

Schwienbacher et Larralde (2012), Belleflamme, Lambert et Schwienbacher (2013), Hui, Greenberg et Gerber (2014), Mollick (2014), Onnée et Renault (2014), Harriet, Abdouane et Bentebbaa (2017), de La Pallière et Goulet (2018) et d'autres précisent que les motivations du recours au crowdfunding peuvent être diverses. Si la collecte de fonds est au cœur des opérations de crowdfunding, ce n'est pas toujours la seule motivation des porteurs de projet. Ils peuvent en attendre également des retours non financiers importants. En effet, en ayant recours au crowdfunding, le porteur d'un projet recherche des fonds et espère bénéficier d'autres avantages, tels que communiquer sur son projet, amener la foule à en devenir partie prenante, tester son marché ou encore rester indépendant dans sa prise de décision.

Le crowdfunding permet aux TPE-PME de diversifier leurs sources de financement et/ou d'y accéder lorsque les banques, ou les autres acteurs financiers traditionnels, ne veulent pas ou ne peuvent pas les financer (Agrawal, Catalini et Goldfarb, 2011 ; Fasshauer, 2016 ; Gundry, Kickul, Griffiths et Bacq, 2011 ; Onnée, 2016). La distance géographique n'est plus un obstacle au financement, puisque, comme le précisent entre autres Agrawal, Catalini et Goldfarb (2011) et Belleflamme, Lambert et Schwienbacher (2013), le crowdfunding permet de réduire les contraintes temporelles et géographiques. Après le dépôt du projet sur une plateforme de crowdfunding, les fonds peuvent être débloqués très rapidement,

8. Source : <http://financeparticipative.org/barometres/>. Le baromètre du *crowdfunding* en France 2018.

souvent dans des délais bien plus courts que ceux des banques. La vitesse d'accès au financement peut être un critère déterminant, bien plus que le coût, dans le choix du financement (Lesur, 2015 ; de La Pallière et Goulet, 2018). Alors que le financement bancaire ne se conçoit pas sans prise de garantie, ce n'est pas le cas pour le crowdfunding. L'absence de prise de garantie représente un atout majeur de ce type de financement, notamment lorsque les entreprises ont du mal à fournir les garanties nécessaires pour se faire financer (Yum, Lee et Chae, 2012). En revanche, l'absence de prise de garantie explique aussi que la sélection des projets est parfois rude. Par exemple, selon Crowdlending.fr, à peine 2 % des demandes de financement des entreprises par crowdlending (prêt rémunéré) aboutissent. De ce fait, Ben Slimane et Rousselet (2018) s'interrogent sur la capacité du crowdlending à modifier en profondeur l'accès des TPE-PME françaises au crédit. Le financement par crowdfunding n'exige aucun apport financier minimum, ni covenants bancaires à respecter, ni contrepartie, comme les domiciliations bancaires ou autres services divers. Cuignet (2015) souligne que la réussite d'une campagne de crowdfunding donne plus de crédibilité au porteur de projet et envoie un signal positif aux acteurs traditionnels du financement. Suite à l'opération, ces derniers acceptent plus facilement de le financer.

Lorsque le projet est mis en ligne pour l'appel de fonds, les plateformes proposent deux types de collecte : All-Or-Nothing (tout ou rien) (AON) ou Keep-It-All (garde tout) (KIA). Cumming, Leboeuf et Schwiembacher (2015), de même que Leboeuf (2016), précisent que selon le type de collecte retenu, la répartition des risques entre le porteur de projet et les contributeurs est différente. La collecte de type AON fait supporter au porteur de projet le risque de ne pas pouvoir le mettre en œuvre, si les contributeurs n'apportent pas la totalité du montant demandé. En effet, lorsque le montant souhaité n'est pas atteint à la fin de la période de collecte, le porteur de projet doit renoncer aux contributions et le projet est retiré de la plateforme. Dans ce cas, le projet peut être retravaillé afin de renouveler ultérieurement la demande de financement auprès de la même ou d'une autre plateforme. La collecte de type KIA permet au porteur de projet de récupérer les fonds collectés indépendamment du montant initialement souhaité. Ici, ce sont les contributeurs qui supportent le risque, étant donné que le projet peut débiter sans que la totalité des fonds visés ne soit collectée et, donc, sans avoir obtenu le financement nécessaire pour le mener à bien. Comme le soulignent Cumming, Leboeuf et Schwiembacher (2015), ou Leboeuf (2016), le type de collecte KIA est plus particulièrement adapté aux projets à financer par phases.

Les projets présentés sur les plateformes de crowdfunding sont regardés par un grand nombre de personnes, relayés sur les réseaux sociaux et parfois dans les médias. Pour Onnée et Renault (2013) ou Ordanini, Miceli, Pizzetti et Parasuraman (2011), le crowdfunding est un moyen pour l'entreprise de se faire connaître par la médiatisation et la communication qu'il engendre. Par là même, il permet d'attirer de nouveaux clients. Selon Golić (2014), le crowdfunding favorise la notoriété de l'entreprise et permet à des projets locaux d'attirer des investisseurs mondiaux. Pour Gajda et Walton (2013) ou Kuti et Madarász (2014), le crowdfunding fonctionne comme les réseaux sociaux en créant une communauté autour d'un projet, qui deviendra ensuite ambassadrice et cliente. Valanciene et Jegeleviciute (2013) expliquent que dès lors que le financement est collecté, le projet a de grandes chances de réussir. Lever des fonds par crowdfunding permet d'avoir un retour informationnel sur la faisabilité du projet et peut être considéré comme une motivation aussi importante que la collecte de fonds. Ce peut être un premier test de marché (Belleflamme, Lambert et Schwiembacher, 2013 ; Schwiembacher, 2015 ; Bessière, Stéphany et Wirtz, 2020). De plus, comme le soulignent Joffre et Trabelsi (2018), les porteurs peuvent également tirer parti de l'expertise des

contributeurs pour enrichir leur projet. En revanche, lever des fonds auprès d'investisseurs professionnels traditionnels n'offre pas ce type d'avantage, puisque les décisions de financement sont prises en fonction de l'évaluation de la rentabilité globale du projet. Ainsi, le crowdfunding peut se révéler être un vecteur de communication important et un révélateur d'opportunité d'investissement si le projet est financé. Inversement, il convient de souligner que l'échec d'une campagne de crowdfunding peut réduire, voire briser, les chances de réussite et de mise en œuvre d'un projet. Par ailleurs, certains projets sont trop complexes pour se faire financer par crowdfunding. Il s'agit notamment des projets B to B (Business to Business). En effet, une campagne de crowdfunding d'un produit ou service dédié aux entreprises a moins de chance de réussir que celle d'un produit ou d'un service, où le porteur de projet peut plus facilement convaincre la foule de le financer si cette dernière devient la consommatrice finale du produit ou du service. Il existe également d'autres inconvénients, comme celui de se faire plagier son idée. De plus, tous les porteurs de projet ne sont pas capables de mener à bien une campagne de crowdfunding. En effet, déposer un projet sur une plateforme ne suffit pas. Le porteur de projet, même s'il est guidé et épaulé par la plateforme, doit avoir quelques compétences, bien souvent loin de ses domaines d'expertise, en communication, management et finance. De plus, une campagne de crowdfunding peut aussi être coûteuse en termes de temps et d'énergie (mobiliser une communauté d'individus autour du projet, communiquer avec eux, mettre à jour les informations sur le projet, etc.) (Gerber, Hui et Kuo, 2012 ; Onnée et Renault, 2013). Certains porteurs de projet renoncent à recourir au crowdfunding, car ils ne se sentent pas capables de mobiliser une communauté suffisante d'individus autour de leur projet, de partager ou de communiquer sur ce dernier. Au final, il existe un mécanisme d'autosélection. D'autres porteurs de projets s'interrogent et arbitrent entre les coûts et les bénéfices qu'ils peuvent retirer du crowdfunding avant de choisir ce mode de financement.

Pour Bessière et Stéphaney (2014), Hui, Greenberg et Gerber (2014) ou Fasshauer (2016), le crowdfunding, notamment lorsqu'il s'agit d'une prise de participation au capital (crowdequity), peut permettre au porteur de projet de rester indépendant dans sa prise de décision après le financement, du fait du grand nombre de contributeurs et donc de leur faible participation individuelle dans le financement total. Néanmoins, la gestion post-investissement peut parfois être compliquée lorsqu'il y a un grand nombre d'investisseurs et que l'accompagnement par la plateforme est limité (Fasshauer, 2016). Pour faciliter la gestion postinvestissement, certaines plateformes interviennent dans la gouvernance des entreprises financées (holding) ou cherchent à constituer un réseau incluant des investisseurs non experts et experts autour des porteurs de projet (club) (Fasshauer, 2016 ; Girard et Deffains-Crapsky, 2016 ; Deffains-Crapsky et Daniel, 2018). Cependant, comme le soulignent Bessière, Stéphaney et Wirtz (2020, même si la société holding de la plateforme ou le club d'investisseurs apportent des conseils, il semble que l'impact du financement participatif sur la gouvernance soit relativement faible.

En définitive, même si le crowdfunding n'est pas la solution parfaite pour financer les TPE-PME, car il présente certaines limites, son recours se justifie par les insuffisances constatées du financement traditionnel à l'égard des TPE-PME. Le crowdfunding trouve ainsi sa place auprès de ces entreprises d'autant plus que ce mode de financement, au-delà de son attrait pour des motifs financiers, permet des apports non financiers. Dans ces conditions, la question est de savoir à quel stade de développement l'entreprise s'oriente vers ce mode de financement, sous quelle forme et à quelles fins.

2. Méthodologie

Notre étude se déroule en deux étapes. La première est descriptive et la seconde compréhensive. La première partie présente le recours au crowdfunding des TPE-PME sur notre territoire d'étude et identifie des profils d'entreprises selon la catégorie de financement participatif utilisé. La seconde partie analyse des entretiens semi-directifs menés auprès de responsables d'entreprise. Ils permettent de comprendre les profils, les apports et limites de chaque catégorie de financement par crowdfunding.

2.1. Constitution et exploitation de la base de données

Nous avons constitué une base de données, qui recense l'ensemble des projets des TPE-PME bretonnes financées par crowdfunding de l'origine des plateformes jusqu'au 31 décembre 2017. Rappelons que notre territoire d'étude regroupe cinq départements, à savoir les Côtes-d'Armor (22), le Finistère (29), l'Ille-et-Vilaine (35), la Loire-Atlantique (44) et le Morbihan (56). Le point de départ de notre collecte de données a été d'identifier toutes les plateformes de crowdfunding françaises actives sur le territoire français, au 31 décembre 2017. Ce travail a été réalisé à partir des annuaires du crowdfunding des sites de l'association Financement Participatif France⁹ et d'Alloprod¹⁰. Nous avons complété notre base à partir de sites liés au crowdfunding, tels que Crowdfunding.com, Crowdlending.fr, Avise.org ou Juliepoupat.com. La liste initialement constituée comportait plus de 130 plateformes. Comme notre étude ne concerne que le financement par crowdfunding des entreprises, seules les plateformes y étant dédiées ont été conservées. De plus, du fait de leur spécificité, notamment en matière de montages financiers, les plateformes spécialisées uniquement dans l'immobilier ont été éliminées. Les montages financiers du crowdfunding immobilier sont divers et souvent très différents de ceux sollicités par les autres entreprises et s'éloignent parfois de l'optique entrepreneuriale (Branellec et Onnée, 2017). Au final, nous avons retenu 86 plateformes. À partir de cette liste, nous avons répertorié, pour chaque plateforme, les projets financés situés sur notre territoire d'étude jusqu'au 31 décembre 2017. Comme pour l'établissement de la liste des plateformes, les projets immobiliers présents sur des plateformes non spécialisées en crowdfunding immobilier ont été éliminés. Au total, 315 projets d'entreprise ont été financés par crowdfunding sur le territoire breton au 31 décembre 2017, en face desquels nous trouvons 33 plateformes, dont sept situées sur notre territoire d'étude. Pour chaque projet, nous avons recherché la raison sociale, la date de création, la structure juridique, l'effectif, la section NAF et la localisation du siège social de l'entreprise. Concernant plus précisément le projet financé, nous avons relevé le nom et la localisation de la plateforme, le mode de financement, le montant obtenu, l'année d'obtention du financement, la portée géographique du projet et l'objet du financement. De plus, pour les projets financés par le prêt participatif, nous avons noté le taux d'intérêt et la durée du financement. Toutes ces données ont été collectées sur plusieurs sites internet, notamment ceux des plateformes (raison sociale de l'entreprise, mode financement, montant financé, année de la collecte, objet du financement, taux du prêt, durée du prêt, descriptif du projet), des sociétés, de *societe.com*, d'*infogreffe.fr* et de *verif.com* (localisation du siège social, effectif, la section NAF, année de création, portée géographique de l'activité, etc.).

9. <http://www.financeparticipative.org>

10. <http://www.alloprod.com>

Pour classer les projets en fonction du type de financement par crowdfunding, nous avons retenu la classification proposée par Belleflamme, Omrani et Peitz (2015), qui identifie cinq modèles de crowdfunding : le don sans contrepartie, le don avec récompense, le prêt participatif, l'investissement en capital et le financement participatif en royalties. Afin de visualiser les pratiques du crowdfunding sur notre territoire d'étude, nous avons représenté les projets sur une carte à l'aide du logiciel Géoclip. Pour plus de clarté, nous avons choisi comme zonage d'étude, l'intercommunalité-métropole. Ensuite, pour dresser les profils des entreprises financées par crowdfunding, nous avons adopté un découpage qui reprend les grandes étapes de la vie d'une entreprise. La théorie du cycle de vie d'une entreprise, évoquée par la première fois par Penrose en 1952, a pour principal objectif de décrire le développement d'une entreprise à travers les étapes de sa vie. Dickinson (2011) précise que le cycle de vie d'une entreprise peut être décrit par différentes étapes résultant de divers facteurs à la fois internes et externes à l'entreprise. Bien qu'il existe un grand nombre de recherches théoriques et empiriques sur le cycle de vie des entreprises, le nombre de phases, de même que le nombre et la nature des facteurs, qui influencent le cycle de vie, diffèrent selon les recherches. Dans le cadre de notre étude, nous nous appuyons sur le séquençage utilisé par l'industrie du capital investissement (Observatoire du financement des entreprises, 2015). De plus, même si la durée des phases ne peut être délimitée de façon certaine (Fenneteau, 1997), l'analyse de nos données nous a permis de proposer des durées pour chacune des phases. En définitive, nous avons retenu les quatre phases suivantes :

- l'amorçage : l'entreprise a moins d'un an, est en phase de création, ou vient juste d'être créée, ne réalise pas encore de chiffre d'affaires ;
- le lancement : l'entreprise passe de la création à la postcréation et cherche principalement à réaliser son activité et la rentabiliser. L'entreprise commence à réaliser du chiffre d'affaires. Cette phase dure environ deux ans ;
- la croissance : l'entreprise est en activité depuis trois à cinq ans et cherche à l'optimiser. Durant cette période, l'entreprise dégage normalement des profits ;
- la maturité : l'entreprise a plus de cinq ans d'existence et a déjà fait ses preuves. Elle s'oriente vers de nouvelles activités, de nouveaux marchés, etc.

La phase de déclin n'est pas étudiée, car aucun des projets répertoriés ne correspond à celle-ci.

Sur les 315 entreprises bretonnes financées par crowdfunding, au 31 décembre 2017, nous observons que 33 % d'entre elles sont en phase d'amorçage (103 entreprises) et 64 % affichent un effectif inférieur ou égal à deux personnes (201 entreprises). Compte tenu de la jeunesse et/ou de la petite taille de ces entreprises, les données chiffrées, telles que le chiffre d'affaires, le montant des capitaux propres, le montant des dettes financières, sont quasiment inexistantes ou indisponibles. De ce fait, pour ne pas exclure les entreprises pour lesquelles nous n'avions pas les données, nous avons fait le choix de classer les entreprises, tout d'abord, selon les cinq modèles de financement, puis en fonction de leur position dans le cycle de vie de l'entreprise (amorçage, lancement, croissance et maturité). Ce dernier classement se fonde sur le nombre d'années d'existence de l'entreprise. Ensuite, pour caractériser chaque classe, nous avons utilisé, comme données, le montant et l'objet du financement, le secteur d'activité (section NAF), la localisation des activités et l'effectif de l'entreprise, la localisation de la plateforme, le taux d'intérêt et la durée de financement pour les prêts participatifs. À partir de ces données, nous avons réalisé des statistiques descriptives par type de financement selon notre découpage en quatre phases. Pour dresser un profil d'entreprise par

type de financement participatif, nous avons retenu les entreprises les plus représentées en nombre dans un ou plusieurs cycles de vie. Ensuite, les caractéristiques dominantes, mises en évidence par ces statistiques, nous ont permis de qualifier ces profils.

2.2. Entretiens semi-directifs

La deuxième partie de l'étude, fondée sur des entretiens semi-directifs, s'inscrit dans une démarche qualitative inductive. L'objectif est de préciser les caractéristiques de chaque profil et de mettre en exergue pour chacun d'entre eux les motivations, les apports et les limites de ces opérations. À cette fin, nous avons sélectionné, dans notre base de données, des entreprises représentatives des profils mis en évidence dans la partie descriptive. Une entreprise est considérée comme représentative si la majeure partie de ses caractéristiques sont en adéquation avec celles du profil résultant de l'analyse statistique descriptive de la base de données. Des entretiens semi-directifs ont été menés auprès de responsables de 13 entreprises (voir annexe 1), pour répondre à un questionnaire sur le pourquoi et le comment (Blais et Martineau, 2006 ; Yin, 2014). Les entretiens, d'une durée moyenne de 48 minutes, se sont déroulés entre juillet et octobre 2018. Ils ont été enregistrés et entièrement retranscrits. Le guide d'entretien était structuré autour des thèmes suivants : connaissance de l'entreprise (identité, structure de financement) et opération de crowdfunding (connaissance du crowdfunding, accès au crowdfunding, descriptif de l'opération pré- et postfinancement, avantages, inconvénients et appréciation ex post de l'opération). La méthodologie retenue repose sur les trois étapes classiques de l'analyse qualitative, décrites par Miles et Huberman (1994) ou Bardin (2013), consistant à condenser les données (réduction, codage), les présenter, formuler et vérifier les conclusions. La production de connaissances émanant de la démarche inductive se fonde sur un processus de codage rigoureux. Pour y parvenir, nous avons procédé à un double codage des entretiens afin de renforcer la qualité de l'analyse. Nous avons, dans un premier temps, repéré les idées significatives (thèmes généraux, codage axial), que nous avons classées, dans un deuxième temps, par catégories d'idées récurrentes (codage sélectif) avant de les analyser.

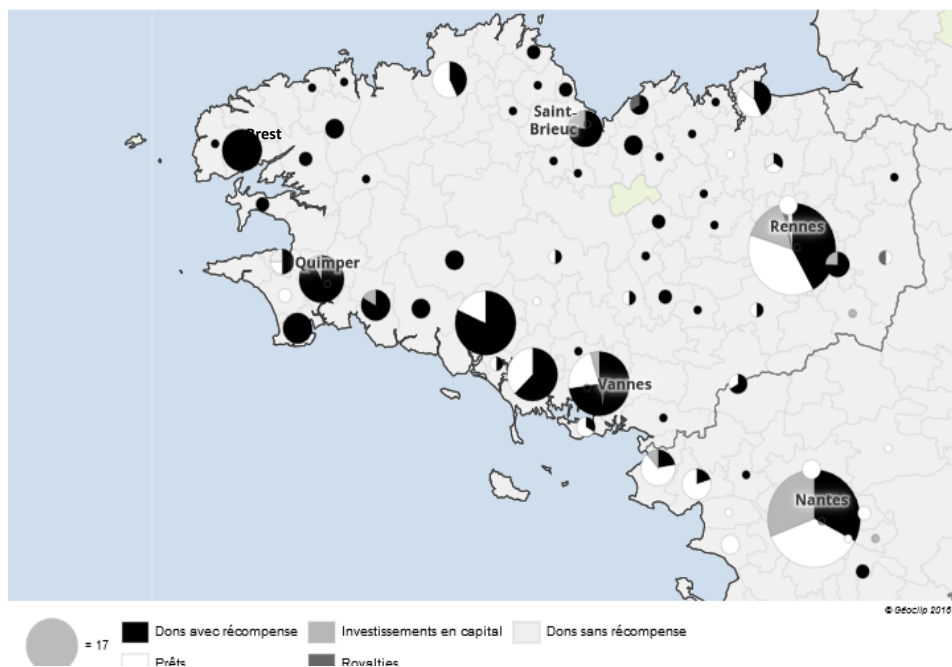
3. Résultats

Nos résultats se déclinent en trois points avec, tout d'abord, une géolocalisation des entreprises financées par crowdfunding sur le territoire breton, suivie d'une exploitation statistique de la base de données, afin de définir les profils par mode de financement, pour finir par une synthèse des principales caractéristiques de chaque profil, et une présentation des avantages et des inconvénients des différents modes de crowdfunding adaptés à chaque étape du cycle de vie de l'entreprise.

3.1. Géolocalisation des TPE-PME financées par crowdfunding sur le territoire breton

La figure 1 montre que les entreprises financées par crowdfunding sont principalement localisées sur les côtes bretonnes, avec une plus forte concentration sur l'arc sud de la Bretagne et les métropoles nantaise et rennaise. À l'exception de la métropole bres-toise, cette géolocalisation suit à peu près l'armature urbaine régionale, où la concentration des populations et des activités sur le territoire est plus dense. Comme le soulignent Mollick

Figure 1. Entreprises financées par crowdfunding sur le territoire breton



(2014) et Le Bécheuc, Dejean, Alloing et Méric (2017), il y a une corrélation entre la densité de population et le nombre de projets financés.

Même si les projets financés par le don avec récompense se répartissent sur tout le territoire, ils sont plus nombreux dans les plus grandes agglomérations. Ceux financés par le prêt se situent dans les deux grandes métropoles, Nantes et Rennes, et sur la côte sud du territoire breton, où la concentration de la population et des entreprises est plus forte que sur le reste du territoire, exception faite de la métropole brestoise où aucun projet n'a été recensé. L'investissement en capital (crowdequity) finance des projets situés pour l'essentiel dans les deux grandes métropoles, Nantes et Rennes, et sont quasiment absents sur le reste du territoire. Les projets financés par le don sans contrepartie ou par les royalties sont pratiquement inexistantes sur le territoire breton (tableau 1). Le don sans contrepartie est plus utilisé pour financer des projets caritatifs menés par des particuliers que des projets d'entreprise. Pour les royalties, le faible nombre de projets financés peut s'expliquer par le fait que seulement deux plateformes françaises, Wedogood et My Pharma Compagny, proposent ce type de financement fin 2017. Ce constat est en adéquation avec les statistiques du baromètre du crowdfunding en France¹¹.

11. <http://financeparticipative.org/barometres/>. Le baromètre du crowdfunding en France 2018.

Nous constatons (tableau 1) que le don avec récompense se distingue par l'importance du nombre de projets financés et la faiblesse des montants qu'il représente comparativement au prêt et à l'investissement en capital. À l'échelle du territoire breton, le classement est le même qu'au niveau national en termes de nombre de projets financés par crowdfunding. Le don occupe la première marche du podium, le prêt la deuxième et l'investissement en capital la troisième. Pour les montants financés, le prêt arrive en tête comme au niveau national. En revanche, alors que l'investissement en capital arrive en deuxième place suivi par le don sur le territoire breton, ce classement est inversé au niveau national. Les moyennes indiquent que le don, avec ou sans récompense, finance les projets de plus faibles montants et qu'inversement l'investissement en capital finance les projets de montants les plus importants. Quel que soit le type de financement, les coefficients de variation traduisent une forte dispersion des montants financés autour de la moyenne. Cette hétérogénéité est particulièrement forte pour les projets financés par le prêt et le don avec récompense. En effet, pour les projets financés par le prêt, le coefficient de variation est important (1,59) avec des montants qui oscillent entre 3 132 € et 1 040 000 €. Pour le don, le coefficient de variation avoisine 1 (0,96) avec des montants qui varient moins sensiblement entre 800 € et 47 441 €. Les projets financés par le don sans contrepartie et les royalties étant sous représentés, les statistiques ne sont donc pas significatives.

Tableau 1. Répartition des projets financés entre les différents modes de crowdfunding

Types de financement	Don sans contrepartie	Don avec récompense	Prêt	Investissement en capital	Royalties	Tous les types de financement
Observations						
Nombre	4	173	105	30	3	315
% sur le nombre total	1,27	54,92	33,33	9,52	0,95	100
Montants						
Total (€)	12 747	1 058 580	13 376 196	10 451 727	119 839	25 019 089
% sur le montant total	0,05	4,23	53,47	41,77	0,48	100
Minimum (€)	640	800	3 132	50 000	3 540	640
Maximum (€)	4 927	47 441	1 040 000	704 160	64 084	1 040 000
Médiane (€)	3 590	4 395	50 000	287 500	52 215	10 564
Moyenne (€)	3 184	6 119	127 392	348 390	39 946	79 426
Écart-type	1 846	5 872	203 065	193 774	32 082	166 978
Coefficient de variation	0,58	0,96	1,59	0,56	0,80	2,10

Comme nous l'avons déjà souligné, les départements d'Ille-et-Vilaine, de Loire-Atlantique et du Morbihan concentrent la majorité des projets en nombre (76 %) et en montant (90 %) (tableau 2). Plus de 80 % des projets financés par l'investissement en capital se trouvent dans les départements des deux plus grandes métropoles que sont Nantes (Loire-Atlantique, 57 %) et Rennes (Ille-et-Vilaine, 27 %). Inversement, ils sont quasiment absents des territoires ruraux. En ce qui concerne le prêt, trois départements (Loire-Atlantique, Ille-et-Vilaine et Morbihan) se partagent 92 % des projets financés avec 96 % des montants financés. Enfin, pour le don avec récompense, le nombre de projets et les montants sont plus également répartis entre les cinq départements.

Tableau 2. Répartition par département des projets financés par crowdfunding

	Côtes-d'Armor	Finistère	Ille-et-Vilaine	Loire-Atlantique	Morbihan	Tous départements
Don sans contrepartie						
Montants						
€	0	3 155	9 592	0	0	12 747
%	0	25	75	0	0	100
Projets						
Nombre	0	1	3	0	0	4
%	0	25	75	0	0	100
Don avec récompense						
Montants						
€	135 425	262 297	239 855	145 318	275 685	1 058 580
%	13	25	23	14	26	100
Projets						
Nombre	26	35	33	23	56	173
%	15	20	19	13	32	100
Prêt						
Montants						
€	153 264	484 000	2 362 914	6 935 810	3 440 208	13 376 196
%	1	4	18	52	26	100
Projets						
Nombre	5	4	29	42	25	105
%	5	4	28	40	24	100

Investissement en capital						
Montants						
€	924 700	510 000	2 859 874	5 557 175	599 978	10 451 727
%	9	5	27	53	6	100
Projets						
Nombre	2	2	8	17	1	30
%	7	7	27	57	3	100
Royalties						
Montants						
€	52 215	0	67 624	0	0	119 839
%	44	0	56	0	0	100
Projets						
Nombre	1	0	2	0	0	3
%	33	0	67	0	0	100
Tous types de financement						
Montants						
€	1 265 604	1 253 013	5 539 859	12 638 303	4 315 871	25 019 089
%	5	5	22	51	17	100
Projets						
Nombre	34	42	75	82	82	315
%	11	13	24	26	26	100

3.2. Analyse par mode de financement et qualification des profils

L'analyse des informations collectées est présentée par mode de financement et selon le cycle de vie de l'entreprise. Cette analyse a pour objectif de dresser des profils d'entreprises ayant recours au crowdfunding par mode de financement. Du fait de leur faible nombre, nous avons choisi de ne pas étudier les projets financés par le don sans contrepartie et les royalties. Comme nous l'avons déjà souligné, le don sans contrepartie ne semble pas adapté au financement des entreprises et, le financement par royalties n'est pas encore assez développé fin 2017.

3.2.1. Le don avec récompense

Sur notre territoire d'étude, 173 entreprises sur 315 sont financées par le don avec récompense (55 %). Les trois plateformes bretonnes proposant du financement par le don

Tableau 3. Répartition des projets financés par le don avec récompense entre les plateformes

Projets	
Nombre	173
Montants (€)	
Minimum	800
Maximum	47 441
Médiane	4 395
Moyenne	6 119
Écart-type	5 872
Coefficient de variation	0,96
Plateformes bretonnes	
Nombre de projets	78
% sur le nombre total	45
Plateformes non bretonnes	
Nombre de projets	95
% sur le nombre total	55

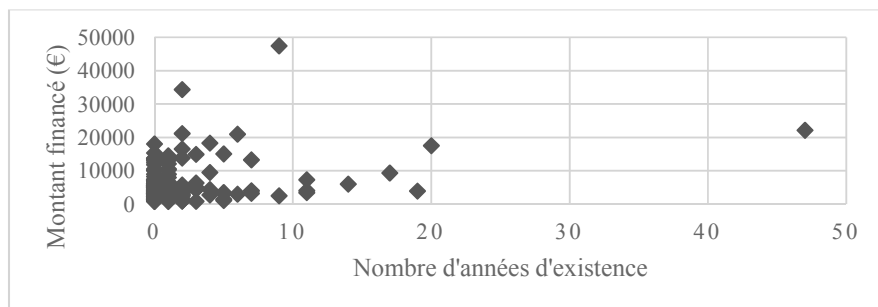
avec récompense (Kengo, Gwenneg et Ekosea) financent 45 % des projets bretons, les 55 % restants sont financés par neuf plateformes non bretonnes (tableau 3). Le montant moyen des projets financés est de 6 119 €. Plus de la moitié des projets financés ont un montant inférieur à 4 395 €. La dispersion des montants financés autour de la moyenne est forte puisque le montant financé varie entre 800 € et 47 441 €.

Quel que soit le cycle de vie de l'entreprise (tableau 4), nous constatons que les plateformes bretonnes et non bretonnes se partagent assez équitablement les projets. Plus de 80 % des entreprises ont moins de deux ans d'existence lors de l'opération de crowdfunding. Le don avec récompense est donc utilisé en phase d'amorçage et de lancement de l'activité comme le montrent la figure 2 et le tableau 4. Les sections NAF mettent en exergue que ce sont pour l'essentiel des commerces de proximité et des prestataires de services classiques. Pour recourir au crowdfunding par le don avec récompense, ce n'est pas tant le secteur d'activité qui est déterminant mais son type. Les activités B to C correspondent davantage à ce format de financement que les activités B to B, où les contributeurs particuliers n'y voient pas forcément un intérêt. Il s'agit de petites entreprises en termes d'effectif. Elles ont un rayon d'action pour l'essentiel local. Les montants financés sont faibles eu égard à la faiblesse de leur surface financière et servent essentiellement à financer des actifs matériels. Sur la figure 2, uniquement cinq projets financés dépassent les 20 000 €. Plus de 90 % des projets financés ont un montant compris entre 800 € et 15 000 €.

Tableau 4. Projets financés par le don avec récompense selon le cycle de vie de l'entreprise

Cycles de vie	Amorçage	Lancement	Croissance	Maturité
Projets				
Nombre	89	53	16	15
%	51	31	9	9
Secteurs d'activité (Principales sections NAF*)	G (26 %) I (25 %) R (12 %) C (11 %)	C (26 %) I (21 %) G (19 %) J (8 %)	G (31 %) A (12,5 %) I (12,5 %) J (12,5 %) M (12,5 %) R (12,5 %)	C (33 %) R (27 %) J (13 %)
Localisations des activités	Locales : 87 % Nationales : 13 %	Locales : 70 % Nationales : 30 %	Locales : 88 % Nationales : 12 %	Locales : 87 % Nationales : 13 %
Effectifs	Moins de 5 : 99 % De 5 à 49 : 1 %	Moins de 5 : 96 % De 5 à 49 : 4 %	Moins de 5 : 100 %	Moins de 5 : 88 % De 5 à 49 : 6 % 50 et plus : 6 %
Objets du financement	Achat de fonds de commerce Matériel Aménagement	Matériel Aménagement Communication	Développement d'activité Matériel Logiciel	Renouvellement de matériel Développement d'activité
Montants (€)				
Minimum	800	800	840	2500
Maximum	18 045	34 343	18 295	47 441
Médiane	4 461	4 000	4 457	6 000
Moyenne	5 218	6 147	6 260	11 211
Écart-type	3 510	6 068	5 352	12 073
Coefficient de variation	0,67	0,99	0,86	1,07
Plateformes (%)				
Bretonnes	61	57	37	47
Non bretonnes	39	43	63	53

* Sections NAF : A : Agriculture, sylviculture et pêche ; C : Industrie manufacturière ; G : Commerce et commerce et réparation d'automobiles et de motocycles ; I : Hébergement et restauration ; J : Information et communication ; M : Activités spécialisées, scientifiques et techniques ; R : Arts, spectacles et activités récréatives

Figure 2. Montant financé par le don avec récompense versus le nombre d'années d'existence de l'entreprise

Ainsi, l'entreprise qui réalise une opération de crowdfunding par le don avec récompense, est récente, de petite taille, agit en local, a une activité B to C, utilise le don pour financer principalement de petits montants en matériel et n'opte pas nécessairement pour une plateforme locale, même si les trois plateformes bretonnes identifiées absorbent plus de la moitié des projets en phase d'amorçage et de lancement. En effet, ces entreprises sont récentes puisque 82 % d'entre elles sont en phase d'amorçage ou de lancement (142 sur 173). Sur ces 82 %, 97 % ont un effectif inférieur à 5 salariés, 80 % ont une activité locale en grande partie de type B to C (selon les principaux secteurs d'activité).

Les entretiens réalisés, auprès de cinq responsables d'entreprises représentatives de ce profil (annexe 1) nous ont permis de comprendre leurs motivations, mais aussi d'identifier les avantages et les limites de ces opérations. Comme les propos suivants l'illustrent, ces opérations ont pour objet de financer des entreprises en phase d'amorçage et de lancement, et principalement des besoins matériels. « Le crowdfunding m'a permis de financer du matériel pour débiter mon activité. » (Exploitant de l'entreprise E) « On a fait la campagne au moment de la constitution de l'entreprise pour acheter une voiture et payer quelques frais annexes. » (Gérant de l'entreprise B)

Selon les entretiens réalisés, le recours au crowdfunding et le choix de la plateforme résultent bien souvent des conseils d'un prescripteur. La Chambre de Commerce et de l'Industrie a orienté le gérant de l'entreprise A vers KissKissBankBank. Le partenaire bancaire des entreprises B et C les a fortement conseillées. Quant au gérant de l'entreprise D, il a été dirigé dans son choix par son expert-comptable. Les fonds collectés par le don n'apparaissent pas comme vraiment déterminants pour mener à bien le projet déposé sur la plateforme. D'autre part, comme l'a souligné Cuignet (2015), la réussite de l'opération génère quasi systématiquement un effet de levier, étant donné qu'elle permet souvent d'obtenir un emprunt bancaire après l'opération, alors que celui-ci avait été refusé initialement. C'est notamment le cas des entreprises A, C et E. « La réussite de la campagne permet de gagner en crédibilité. Ça donne aussi beaucoup plus de confiance pour aller négocier son prêt auprès des banques. » (Gérant de l'entreprise C)

Tous les porteurs de projet interviewés mentionnent, à l'instar, notamment, de Onnée et Renault (2013), Ordanini, Miceli, Pizzetti et Parasuraman (2011), le bénéfice qu'ils retirent de ces opérations en termes de visibilité et de communication (communication via

la plateforme, couverture médiatique, réseaux sociaux, etc.). « On a à peine commencé son activité, que déjà on est connu par une centaine de personnes. L'avantage du crowdfunding, c'est qu'il y a des gens qui commencent à vous connaître et qui s'intéressent à votre projet et parlent de vous autour d'eux. Du coup, ça fait de la pub. » (Exploitant de l'entreprise E)

La collecte permet non seulement de faire de la publicité autour du projet, mais également d'en tester l'intérêt (Belleflamme, Lambert et Schwienbacher, 2013 ; Schwienbacher, 2015). « J'ai fait une campagne de crowdfunding pour récupérer de l'argent, mais aussi pour tester le marché. Ça permet de savoir s'il y a du répondant derrière, de savoir si c'est relayé sur les réseaux sociaux, si la presse s'intéresse au sujet. Ça permet de se challenger. » (Gérant de l'entreprise C)

Cela représente un challenge pour l'entrepreneur dans la mesure où il doit réfléchir à la pertinence de son projet et apprendre à en parler. En d'autres termes, il doit structurer au mieux son projet. Le succès de la campagne de crowdfunding constitue donc un signal positif sur la qualité du projet (Valanciene et Jegeleviciute, 2013 ; Bessière, Stéphany et Wirtz, 2020). « La réussite de notre campagne nous a rassurés et nous a permis de savoir qu'on avait une légitimité à être sur la place. » (Gérant de l'entreprise A)

L'inconvénient majeur, relevé par tous les porteurs de projet est l'investissement personnel que requiert la campagne de crowdfunding. Celle-ci lui demande, non seulement, de connaître et maîtriser différents moyens de communication, mais également d'y consacrer du temps pour faire la promotion du projet, mobiliser une communauté suffisante d'individus autour de celui-ci, partager avec elle, mettre à jour les données du projet, etc. (Gerber, Hui et Kuo, 2012 ; Onnée et Renault, 2013). « Il a fallu beaucoup partager sur les réseaux sociaux avant. Il a fallu mettre des photos des travaux de l'espace, inviter les gens à "liker" notre page, à nous suivre et expliquer le projet. Quand on a lancé la campagne, toutes les semaines, il a fallu relancer par tous les moyens possibles : Facebook, photos, vidéos. Il a fallu aussi remercier. Tout ça, ça demande du temps et il faut se former pour ça. » (Gérant de l'entreprise D)

Le rôle des plateformes n'est pas de trouver des fonds pour les porteurs de projet, mais de faciliter leur collecte. « Il faut aller chercher les fonds. Ce n'est pas la plateforme qui fait le boulot. » (Gérant de l'entreprise C)

L'investissement personnel nécessaire fait que bon nombre de porteurs de projet regrettent le manque d'accompagnement de la plateforme durant le déroulement de la campagne et pour certains d'entre eux postcampagne. « L'élément qui peut être négatif, c'est peut-être le manque d'accompagnement de la plateforme quand on lance la campagne. » (Gérant de l'entreprise C)

En définitive, il ressort des entretiens que les apports extrafinanciers constituent des éléments non négligeables des opérations de crowdfunding par le don avec récompense. En effet, elles permettent non seulement de tester l'intérêt du projet auprès de la foule, de le faire connaître, mais également de structurer les idées du porteur pour mieux le vendre. De plus, la réussite de la collecte renforce la crédibilité de l'entreprise auprès des banques. En revanche, la plupart des personnes interviewées s'accordent à dire que, contrairement à ce qu'elles pouvaient imaginer, cette opération nécessite un investissement personnel conséquent sur toute la durée de la campagne. Celle-ci exige une connaissance des réseaux sociaux suffisante pour communiquer au mieux et le plus rapidement possible sur le projet, connaissance que les porteurs de projet n'ont pas forcément *a priori*. C'est la raison pour laquelle, certains porteurs de projet regrettent le manque d'investissement de la plateforme dans le déroulé de la campagne.

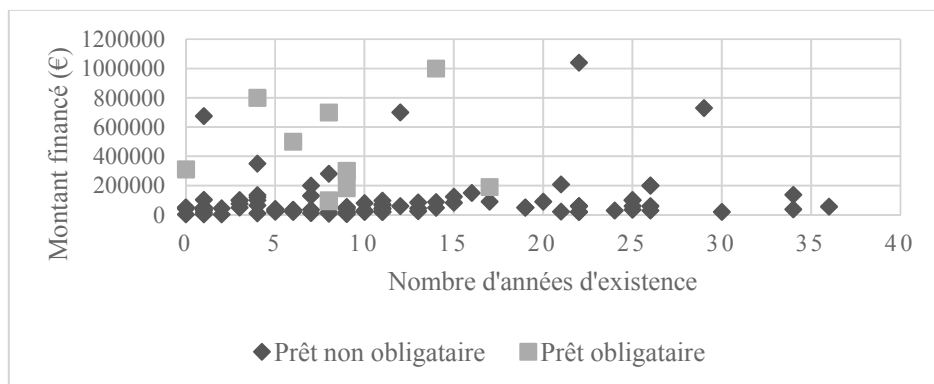
3.2.2. Le prêt

105 entreprises sur 315 sont financées par le prêt, dont 90 % par le prêt non obligatoire. Les entreprises ne font pas expressément le choix d'une plateforme bretonne puisque que 85 % des projets sont financés via des plateformes non bretonnes (tableau 5). Les montants moyens (406 945 €) et médians (300 000 €) financés par les obligations sont respectivement quatre et six fois plus élevés que ceux du prêt non obligatoire. Il ressort de l'étude de notre base de données que les sociétés qui font appel au prêt obligatoire ont une surface financière plus importante que celles ayant recours au prêt non obligatoire. Il convient également de souligner que le coefficient de variation est beaucoup plus élevé pour les montants des projets financés par le prêt non obligatoire. Les montants financés sont, en effet, très hétérogènes. L'amplitude de variation est très importante puisque le minimum est de 3 132 € et le maximum est de 1 040 000 €. La figure 3 montre que la majeure partie des financements obtenus (88 %) sont inférieurs à 200 000 €.

Selon le tableau 6, quelle que soit la position de l'entreprise dans son cycle de vie, le choix d'une plateforme non bretonne prévaut. Les activités de ces entreprises sont très variées, ainsi que leur taille allant de la TPE à la PME. Plus de 70 % des entreprises sont matures avec plus de 5 années d'existence lors de l'opération. Pour ces dernières, l'effectif est en grande majorité compris entre 5 et 49 salariés, le rayon d'action reste pour l'essentiel local, les financements obtenus, en moyenne de 132 994 € et pour la moitié d'entre eux supérieurs à 58 000 €, sont consacrés principalement au développement d'activité et à de l'investissement immatériel. Pour ces entreprises, la dispersion des montants levés autour de leur moyenne de 132 994 € est forte. Il y a donc une grande hétérogénéité dans les montants financés, avec un minimum de 5 250 € et un maximum de 1 040 000 €.

Tableau 5. Répartition des projets financés par le prêt

	Prêt non obligatoire	Prêt obligatoire	Total
Projets			
Nombre	94	11	105
% sur le total	90	10	100
Montants (€)			
Minimum	3 132	93 300	3 132
Maximum	1 040 000	1 000 000	1 040 000
Médiane	50 000	300 000	50 000
Moyenne	94 679	406 945	127 392
Écart-type	160 836	303 726	203 065
Coefficient de variation	1,70	0,75	1,59
Plateformes (%)			
Bretonnes	12	27	13
Non bretonnes	88	73	87

Figure 3. Montant financé par le prêt versus le nombre d'années d'existence de l'entreprise**Tableau 6.** Projets financés par le prêt selon la position dans le cycle de vie de l'entreprise

Cycle de vie	Amorçage	Lancement	Croissance	Maturité
Projets				
Nombre	5	11	15	74
dont prêt rémunéré	4	11	14	65
dont prêt obligataire	1	0	1	9
%	5	10	14	71
Secteurs d'activité (Principales sections NAF*)	A (20 %) C (20 %) I (20 %) K (20 %) M (20 %)	G (27 %) C (18 %) F (9 %) H (9 %) I (9 %) J (9 %) M (9 %) N (9 %)	J (20 %) C (13 %) G (13 %) H (13 %) M (13 %) F (7%)	G (20 %) F (15 %) I (12 %) C (11 %) M (11 %) K (8 %)
Localisation des activités	Locales : 80 % Nationales : 20 %	Locales : 100 %	Locales : 53 % Nationales : 47 %	Locales : 69 % Nationales : 27 % Internationales : 4%
Effectifs	Moins de 5 : 80 % De 5 à 49 : 20 %	Moins de 5 : 91 % De 5 à 49 : 9 %	Moins de 5 : 27 % De 5 à 49 : 73 %	Moins de 5 : 35 % De 5 à 49 : 59 % 50 et plus : 6 %

Objets du financement	Reprise d'activité	Reprise d'activité Investissement immatériel	Développement d'activité Matériel Investissement immatériel	Développement d'activité Soutien d'activité Matériel Investissement immatériel
Montants (€)				
Minimum	3 132	3 420	10 000	5 250
Maximum	310 500	675 000	800 000	1 040 000
Médiane	50 000	40 000	75 000	58 000
Moyenne	91 102	95 387	135 327	132 994
Écart-type	124 173	194 201	201 242	211 375
Coefficient de variation	1,36	2,04	1,49	1,59
Taux (%)				
Minimum	1	1	5,1	1,5
Maximum	10	8,7	9,6	9
Médiane	4,4	7,5	7,9	7,20
Moyenne	5,3	6,7	7,8	7
Écart-type	4,1	2,8	1	1,5
Coefficient de variation	0,77	0,42	0,13	0,21
Durée (mois)				
Minimum	24	36	12	6
Maximum	48	84	60	60
Médiane	36	60	48	36
Moyenne	38,4	54,54	43,6	37,4
Écart-type	10,04	13,54	15,46	14,9
Coefficient de variation	0,26	0,25	0,35	0,40
Plateformes (%)				
Bretonnes	40	18	6	12
Non bretonnes	60	82	94	88

*Sections NAF : A : Agriculture, sylviculture et pêche ; C : Industrie manufacturière ; F : Construction ; G : Commerce et commerce et réparation d'automobiles et de motocycles ; H : Transport et entreposage ; I : Hébergement et restauration ; J : Information et communication ; K : Activités financières et d'assurance ; M : Activités spécialisées, scientifiques et techniques ; N : Activités de services administratifs et de soutien

Bien que les montants, les durées et les taux du financement diffèrent d'une entreprise à l'autre, les statistiques montrent que l'entreprise, qui réalise une opération de crowdfunding par le prêt, opte plutôt pour une plateforme non bretonne, est mature, a un effectif supérieur à 5 salariés, agit essentiellement en local, utilise le crowdlending pour financer du développement d'activités et de l'immatériel. Les moyennes relatives au montant, au taux et à la durée du financement sont respectivement de 132 994 €, 7 % et 37,4 mois. Ces trois caractéristiques sont très hétérogènes selon les projets. En fait, les montants varient entre 5 240 € et 1 040 000 €, les durées oscillent entre 6 et 60 mois et les taux fluctuent entre 1,5 % et 9 %.

De nos quatre entretiens (annexe 1), il ressort que le choix du mode de financement et de la plateforme n'est pas totalement à l'initiative du porteur de projet. Pour les entreprises F et G, financées par emprunt obligataire, un partenaire financier les a conseillées dans le choix de la plateforme. Le choix de la plateforme retenue par les entreprises H et I a été induit par un intermédiaire spécialisé en financement.

Dans la plupart des cas, cette opération est déterminante pour la continuité de l'entreprise, d'autant plus que fréquemment les porteurs de projet se sont heurtés à un refus des banques. « On a choisi le crowdfunding car on n'a eu que des réponses négatives des banques. Comme le monde bancaire n'est pas au rendez-vous pour des gens comme nous, le crowdfunding c'est une réponse pour pouvoir financer. » (Gérant de l'entreprise I)

Compte tenu des montants à financer, les porteurs de projet ne pouvaient pas (faiblesse des tickets) et/ou ne souhaitaient pas solliciter des fonds d'investissement en raison du risque de dilution du capital. « On a aussi rencontré des fonds d'investissement locaux, mais pour des projets à moins de deux millions d'euros, ça ne les intéresse pas. » (Gérant de l'entreprise I)

Toutes les personnes interrogées sont unanimes quant à la simplicité des formalités (absence de prise de garantie, de caution personnelle) et à la souplesse du crowdlending comparé aux financements traditionnels (rapidité d'exécution et d'obtention des fonds, pas d'indemnité de remboursement anticipé) (Lesur, 2015 ; Mejri, Hamouda et Trabelsi, 2018). « L'avantage, c'est que tout va vite : rapidité du montage du dossier, du lancement et de l'arrivée de l'argent sur le compte. En plus, la plateforme ne demande pas de garantie ni de pénalités pour un remboursement anticipé. » (Gérant de l'entreprise I)

Cette opération constitue un signal positif pour la banque quant à la capacité d'emprunt et de remboursement de l'entreprise (Cuignet, 2015). Ainsi, par la suite, cela facilite l'obtention d'un financement bancaire, justifiant le caractère complémentaire de ce mode de financement relevé dans la littérature (de La Pallière et Goulet, 2018). L'intérêt des contributeurs pour le projet rassure le banquier en apportant la preuve de son bien-fondé. « Quand vous optimisez votre surface financière, pour le coup, les banquiers vous regardent autrement pour les facilités de caisse, les découverts. Vous avez des effets bénéfiques en cascade énormes. » (Président de l'entreprise F)

Cependant, étant donné le caractère déterminant de ces opérations, le crowdlending apparaît comme un financement purement alternatif dans un premier temps face au refus des banques. C'est notamment le cas pour les entreprises H et I.

Au-delà des avantages strictement financiers, cette opération permet une publicité du projet dans les médias et, contrairement au financement par le don avec récompense,

ne demande pas d'investissement personnel particulier durant la campagne, dans la mesure où les contributeurs sont davantage convaincus par le rendement proposé que par le projet en lui-même. Cet avantage pour les contributeurs constitue le principal inconvénient pour les porteurs de projet, à savoir un coût élevé et des mensualités de remboursement importantes. « Le seul inconvénient à mon sens, c'est le taux élevé. » (Président de l'entreprise F)

Pour ces entreprises, le crowdlending est un financement complémentaire, voire alternatif dans un premier temps, pour le développement d'activités et les investissements immatériels. Dans la majeure partie des cas, il présente un caractère déterminant pour la réalisation de l'opération compte tenu du refus des banques ou des fonds d'investissement. Le choix de la plateforme est, une fois encore, induit par des intermédiaires. En dépit de l'inconvénient majeur qu'est le coût, tous les responsables d'entreprise reconnaissent la simplicité, la rapidité et la souplesse de ce type de financement.

3.2.3. *L'investissement en capital*

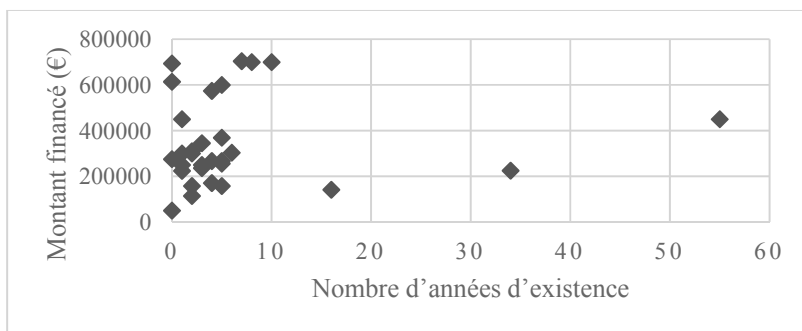
30 entreprises sur 315 ont financé leur projet par le crowdequity. Ces entreprises sont pour l'essentiel des PME innovantes, ce qui justifie leur localisation dans les grandes villes (Nantes et Rennes) où des écosystèmes accueillants leur sont dédiés (incubateurs, accélérateurs, espaces de coworking, événements, laboratoires de recherches universitaires et formations¹²). Le tableau 7 montre que plus des trois quarts des projets sont financés via

Tableau 7. Répartition des projets financés par l'investissement en capital

Projets	30
Nombre	30
Montants (€)	
Minimum	50 000
Maximum	704 160
Médiane	287 500
Moyenne	348 390
Écart-type	193 774
Coefficient de variation	0,56
Plateformes bretonnes	
Nombre	22
% sur le nombre total	73
Plateformes non bretonnes	
Nombre	8
% sur le nombre total	27

12. Selon les enquêtes de L'Entreprise-L'Expansion-Ellisphere (2016), Management (2016) et de Forbes France (2017), Nantes et Rennes facilitent le lancement de start-up.

Figure 4. Montant financé par le crowdequity versus le nombre d'années d'existence de l'entreprise



une plateforme bretonne (Finple, Gweneg et Proximea). Cette proximité géographique entre la plateforme et le porteur de projet confirme les observations relevées, entre autres, par Bessière et Stéphany (2014), Fasshauer (2016), Deffains-Crapsky et Daniel (2018), à savoir que pour représenter les contributeurs associés, la plateforme peut siéger dans les organes de gouvernance de l'entreprise financée.

Du tableau 8, il ressort qu'aucune phase du cycle de vie de l'entreprise n'est privilégiée. Cependant, comme l'illustre la figure 4, seulement trois entreprises ont plus de 10 ans d'existence. Les entreprises financées par le crowdequity ont, en général, moins de 49 salariés, des activités plutôt nationales et internationales. Les financements couvrent tous les besoins, de l'amorçage jusqu'à la maturité, et servent principalement à financer de l'immatériel.

Ainsi, le crowdequity finance principalement des besoins immatériels de PME innovantes, via des plateformes majoritairement bretonnes, pour des montants moyens sensiblement plus élevés que ceux du don avec récompense et du prêt (exception faite des obligations), et ce à tout moment de leur cycle de vie. Les montants des projets varient entre 50 000 € et 704 160 €, avec un montant moyen qui avoisine des 350 000 € (tableau 7). Comme le montre la figure 4, un seul projet a un montant inférieur à 100 000 €.

Des entretiens, il ressort que les besoins financés contribuent principalement à la mise en œuvre de stratégies de développement avec des dépenses qui sont pour l'essentiel immatérielles. « L'objectif principal de la levée de fonds avec la plateforme Proximea était de développer notre stratégie commerciale, notamment de financer les dépenses liées au développement de notre chiffre d'affaires à l'international et plus particulièrement aux États-Unis. » (Président de l'entreprise M)

Les responsables d'entreprise expliquent qu'ils ne s'adressent pas aux capital-investisseurs puisque le montant du ticket à financer est bien souvent trop faible pour les intéresser. De plus, le manque de business angels ne permet pas de satisfaire toutes les demandes (Mejri, Hamouda et Trabelsi, 2018). « J'ai rencontré des fonds d'investissement, mais ils m'ont dit que mes besoins de financement n'étaient pas assez importants, que je ne les intéressais pas. » (Président de l'entreprise K)

Tableau 8. Projets financés par le crowdequity selon le cycle de vie de l'entreprise

Cycle de vie	Amorçage	Lancement	Croissance	Maturité
Projets				
Nombre	4	8	11	7
%	13	27	37	23
Secteurs d'activité (Principales sections NAF*)	G (25 %) J (25 %) M (25 %) N (25 %)	C (37,5 %) J (37,5 %) G (12,5 %) M (12,5 %)	J (55 %) G (18 %) M (18 %) S (9 %)	M (43 %) C (28 %) F (14,5 %) G (14,5 %)
Localisation des activités	Locales : 50 % Nationales : 50 %	Nationales : 63 % Internationales : 37 %	Nationales : 73 % Internationales : 27 %	Locales : 28 % Nationales : 14 % Internationales : 58 %
Effectifs	Moins de 5 : 40 % De 5 à 49 : 60 %	Moins de 5 : 89 % De 5 à 49 : 11 %	Moins de 5 : 27 % De 5 à 49 : 73 %	Moins de 5 : 50 % De 5 à 49 : 50 %
Objets du financement	Structuration de l'entité Communication	Opérationnalisation de l'activité	Communication Marketing	Développement commercial Développement d'activité
Montants (€)				
Minimum	50 000	114 000	157 552	141 000
Maximum	693 950	450 000	599 978	704 160
Moyenne	408 193	263 149	317 313	460 473
Écart-type	299 991	103 450	147 127	243 772
Coefficient de variation	0,73	0,39	0,46	0,52
Plateformes (%)				
Bretonnes	25	88	100	43
Non bretonnes	75	12	0	57

* Sections NAF : C : Industrie manufacturière ; F : Construction ; G : Commerce et commerce et réparation d'automobiles et de motocycles ; J : Information et communication ; M : Activités spécialisées, scientifiques et techniques ; N : Activités de services administratifs et de soutien ; S : Autres activités de services

Comme pour les deux autres modes de financement étudiés, le crowdfunding de même que le choix de la plateforme sont bien souvent induits par l'intervention d'intermédiaires. « Nous avons fait appel à Finple suite à un concours organisé par le Réseau Entreprendre. C'est eux qui ont permis la relation avec Finple. » (Dirigeant de l'entreprise J)

Concernant la nécessité de la levée de fonds, pour trois des quatre entreprises (J, K et M), l'opération ne revêt pas un caractère déterminant quant à sa survie, mais en a accéléré le développement. « C'était une levée de fonds accélération. Sans Finple, on n'aurait pas pu recruter des personnes supplémentaires. On aurait tourné à vitesse plus réduite. » (Dirigeant de l'entreprise J)

Quelle que soit l'entreprise, ces opérations permettent de financer des projets qui ne l'auraient pas été par le secteur bancaire, eu égard à la nature et au risque des projets, ni par les capital-investisseurs, du fait de la faiblesse des montants demandés. Le crowdequity est donc complémentaire des financements traditionnels. « Nous avons fait appel à Finple car aucune banque ne voulait nous suivre. « L » était une start-up qui avait besoin d'un montant élevé pour amorcer son activité. Les banques ne voulaient pas prêter, car le projet était trop risqué pour qu'elles s'y engagent. » (Président de l'entreprise L)

De plus, il s'avère que le renforcement des fonds propres a permis aux entreprises de gagner en crédibilité auprès des partenaires bancaires et ainsi d'obtenir des financements plus traditionnels après cette opération. « En revanche, après la collecte, la collaboration avec le banquier a été beaucoup plus facile. Le fait de réussir notre collecte a donné confiance à la banque, qui a accepté ensuite de financer le développement de l'entreprise. » (Président de l'entreprise L)

Pour présenter le projet aux futurs investisseurs, le porteur est amené à le structurer en phase de préinvestissement, où il est accompagné dans sa démarche par la plateforme. Cette dernière facilite la collecte avec son vivier d'investisseurs, qu'il faut néanmoins convaincre en phase de préinvestissement. Cela oblige les porteurs de projet à s'investir durant cette phase, à dévoiler leur projet avec les risques que cela comporte. « C'est beaucoup d'investissement au départ, notamment sur la partie structuration des idées et du business plan. Ça permet de structurer certaines parties du projet. Ça nous a demandé un mois et demi de travail à plein temps. On a fait aussi pas mal de présentations devant les investisseurs de Finple. La plateforme, nous a beaucoup accompagnés sur cette partie préinvestissement. » (Dirigeant de l'entreprise J)

Le financement en fonds propres oblige l'entreprise à rendre des comptes à ses nouveaux actionnaires, la plupart non connus du porteur, ce qui fait perdre à l'entreprise un peu de sa souveraineté. « J'ai des comptes à rendre, c'est normal. Ce qui est dommage, c'est que je ne connais pas tous les investisseurs. » (Président de l'entreprise K)

En définitive, l'entreprise, qui réalise une opération de crowdequity, cherche à financer un développement pour un montant bien souvent insuffisant pour intéresser les capital-investisseurs. Le choix des plateformes est souvent à l'initiative d'intermédiaires. Cette opération implique un investissement personnel du porteur de projet dans la phase de préinvestissement et de devoir rendre des comptes postopération à de nouveaux associés. La réussite de la campagne crédibilise l'entreprise auprès des financeurs traditionnels et permet de lever des fonds plus facilement par la suite.

3.3. Synthèse et discussion des résultats

À partir de l'analyse des résultats précédents et de la revue de la littérature, nous présentons une synthèse des profils d'entreprises qui utilisent le crowdfunding à différentes étapes de leur cycle de vie, en faisant ressortir leurs principales caractéristiques, les

avantages, les inconvénients de ces opérations de financement et les perceptions des porteurs de projets (tableau 9). Trois profils se distinguent :

- la TPE en amorçage ou en lancement qui recourt au don avec récompense,
- la TPE-PME mature financée par le crowdlending,
- la PME innovante qui utilise le crowdequity.

Nous observons que, pour les profils 1 et 2, les campagnes de financement se font majoritairement sur des cycles bien précis. Le don avec récompense est plutôt utilisé en phase d'amorçage et de lancement alors que, pour le prêt, les entreprises sont plus matures.

Tableau 9. Caractéristiques et perceptions des profils

Profil	Profil 1 – TPE en amorçage ou en lancement	Profil 2 – TPE-PME mature	Profil 3 – PME innovante
Mode de financement utilisé	Don avec contrepartie	Prêt rémunéré	Financement au capital
Cycle de vie de l'entreprise	Amorçage / Lancement	Maturité	Amorçage / Lancement / Croissance / Maturité
Taille de l'entreprise	TPE	TPE/PME	PME
Localisation de l'entreprise	Tout territoire	Grandes agglomérations et métropoles	Métropoles
Activités			
Nature	Commerce de proximité Prestation de services	Toutes activités	PME innovantes
Rayonnement	Local	Local à national	National à international
Accès au crowdfunding	Conseils de prescripteurs	Partenaires / intermédiaires financiers	Intermédiaires en relation avec les plateformes
Localisation de la plateforme	Bretonne / non bretonne	Non bretonne	Bretonne
Montant moyen financé	5 565 €	132 994 €	348 390 €
Montant médian financé	4 266 €	58 000 €	287 500 €
Montant minimum	800 €	5 250 €	50 000 €
Montant maximum	34 353 €	1 040 000 €	704 160 €
Caractère déterminant de l'opération	Non déterminant dans la remise en cause du projet	Déterminant pour la continuité de l'entreprise	Non déterminant mais accélère le développement
Besoin financé	Matériel	Développement d'activité Immatériel	Immatériel
Investissement dans la campagne	Très important durant la collecte	Faible	Important en phase de préinvestissement

Avantages	Visibilité Communication Test du projet Structuration du projet Obtention d'un emprunt postopération	Simplicité des formalités Souplesse du mode de financement Signal positif pour les banques Publicité du projet	Crédibilité postopération vis-à-vis des banques Structuration du projet Accompagnement de la plateforme en préinvestissement Présentation d'un vivier d'investisseurs
Inconvénients	Investissement personnel Maîtrise des outils de communication Manque d'accompagnement de la plateforme	Coût de l'opération	Investissement personnel Projet dévoilé à des inconnus Comptes rendus à des associés non connus à l'origine
Notation sur 10 des porteurs de projets interviewés	8,25	8,5	7,5
Perception des porteurs de projets	Tremplin pour l'accès à d'autres sources de financement À ne pas renouveler systématiquement	Financement complémentaire au financement bancaire Renouvellement de l'opération possible	Alternative à un manque d'acteurs économiques proposant des financements

Inversement, pour le profil 3, le recours au crowdequity intervient plus volontiers sur toute la durée de vie de l'entreprise. Ainsi, comme Paschen (2017), nous concluons qu'il existe différentes formes de crowdfunding qui conviennent aux différents stades de développement de l'entreprise. En revanche, nous n'aboutissons pas aux mêmes conclusions. En effet, selon Paschen (2017), le don conviendrait parfaitement en phase d'amorçage, le prêt et l'equity seraient adaptés pour financer respectivement les phases de lancement et de croissance. Ces divergences peuvent s'expliquer par le fait qu'elle s'intéresse uniquement au financement des startups, qu'elle ne distingue pas le don sans contrepartie du don avec récompense et qu'elle exclut le modèle de préachat, qui représente une partie non négligeable des fonds collectés lors des campagnes de crowdfunding (Rossi, 2014). Les montants collectés varient significativement selon les profils, mais restent proportionnels à la taille de l'entreprise et aux besoins à financer. Le crowdfunding offre donc des possibilités de financement différentes à tous les stades de la vie d'une entreprise, sous différentes formes, et complète l'offre de financement existante par ailleurs. Ces possibilités sont d'autant plus opportunes que souvent, dans une première approche, les demandes de financement auprès des acteurs traditionnels n'ont pas abouti. Selon, entre autres, Collins et Pierrakis (2012), les entreprises ont recours au crowdfunding après avoir épuisé les ressources apportées par l'entourage (amis, famille, réseaux professionnels) (love money). La jeunesse de l'entreprise limite bien souvent l'accès aux sources de financement traditionnelles, notamment aux prêts bancaires. Ensuite, pendant la phase de lancement ou de croissance, l'activité de l'entreprise n'est pas toujours assez attrayante pour être sélectionnée par les business angels et les capital-investisseurs. De plus, certains projets peuvent être rejetés par les capital-investisseurs car ils sont de trop faibles montants, et d'autres, notamment lorsqu'ils

concernent des investissements immatériels, peuvent être considérés comme trop risqués pour être financés par les banques. Pour les trois profils, l'utilisation du crowdfunding a renforcé leur crédibilité vis-à-vis des partenaires financiers traditionnels facilitant, ainsi, l'obtention d'autres financements après coup. La visibilité et la communication permises par ces opérations sont des avantages communs aux profils 1 et 2. Par ailleurs, d'autres avantages, comme la structuration du projet (profils 1 et 3), la rapidité d'obtention des fonds et la facilité de réalisation de l'opération (profil 2), sont mentionnés par les dirigeants d'entreprise. Concernant les inconvénients, chaque profil proposé affiche un inconvénient lié au mode de financement utilisé. Pour le profil 1, il s'agit du caractère chronophage de l'opération. Pour le profil 2, c'est le coût élevé du prêt. Quant au profil 3, les inconvénients portent sur l'investissement nécessaire des porteurs de projets en phase de préinvestissement et le changement de gouvernance suite à l'arrivée de nouveaux associés. Le mode de financement de chaque profil a un impact sur le choix de la proximité géographique avec la plateforme. Le profil 3, financé par le crowdequity, passe prioritairement par une plateforme régionale puisque la proximité géographique entre le porteur de projet et la plateforme se justifie par la nécessité d'un accompagnement pré et postfinancement. Pour le profil 1, les entreprises font appel soit à une plateforme régionale, car l'offre en don est importante sur le territoire breton (trois plateformes), soit à une plateforme nationale, du fait de l'importance de l'audience qu'elle permet. Pour le profil 2, financé par le prêt, les plateformes non régionales prédominent car elles sont plus nombreuses, mieux implantées sur le territoire national et plus attractives pour les contributeurs, à la recherche d'un rendement financier et d'une diversification de leur placement, plutôt que d'un soutien à une économie locale. Quel que soit le profil, le choix de la plateforme est fréquemment guidé par des intermédiaires. Les notations des dirigeants interrogés montrent une appréciation globalement favorable de ce mode de financement, avec une note inférieure pour l'equity, que l'on peut rapprocher des résultats publiés dans le baromètre du crowdfunding de l'association Financement Participatif France 2018, où celui-ci est en recul par rapport à 2017. À l'inverse le prêt rémunéré est le mieux noté et progresse significativement (+40 %) par rapport à 2017.

Conclusion

Notre objectif était d'étudier les pratiques de financement des TPE-PME bretonnes par crowdfunding à différents stades de leur existence sur le territoire breton. À cette fin, nous avons constitué une base de données regroupant les TPE-PME bretonnes financées par crowdfunding. Celle-ci nous a permis de proposer une carte géolocalisant ces entreprises, sur le territoire breton, en fonction des cinq modes de financement participatif retenus (don sans contrepartie, don avec récompense, prêt participatif, investissement en capital et financement participatif en royalties). Les entreprises financées par crowdfunding sont situées essentiellement sur les côtes bretonnes, avec une plus forte présence sur l'arc sud de la Bretagne et les métropoles nantaise et rennaise, ce qui correspond à la concentration des populations et des activités sur ce territoire. Les entreprises qui utilisent le don avec récompense sont localisées sur tout le territoire. Celles qui recourent au prêt participatif se situent dans les deux grandes métropoles, Nantes et Rennes, et sur la côte sud du territoire breton. Les entreprises financées par l'investissement en capital ne se retrouvent quasi exclusivement sur Nantes et Rennes. Fin 2017, moins d'une dizaine d'entreprises se sont financées par le don sans contrepartie (financement peu adapté aux entreprises) ou par les royalties (financement peu proposé par les plateformes en France).

À partir de la base de données, nous avons également réalisé des statistiques descriptives, qui nous ont permis d'identifier des profils d'entreprises selon le mode de financement et le moment où l'opération a été réalisée. Pour préciser les caractéristiques de chaque profil et mettre en exergue pour chacun d'entre eux les motivations, les apports et les limites de ces opérations, nous avons réalisé des entretiens semi-directifs auprès de dirigeants de 13 entreprises de notre territoire d'étude représentatives des profils. Une entreprise « classique » opte pour le don avec récompense en début de vie et plutôt pour le prêt participatif au bout de quelques années. Le crowdequity concerne principalement le financement des PME innovantes à tout moment de leur cycle de vie. Le don avec récompense s'adresse surtout aux petites entreprises, ayant une activité B to C et cherchant à financer des besoins matériels de faibles montants. Ces opérations permettent, dans un premier temps, aux porteurs de projet de trouver des fonds. Leur réussite envoie un signal positif aux banques, facilitant, dans un second temps, l'octroi de prêts. Elles ont également un impact indéniable en termes de communication par la publicité qu'elles offrent. En revanche, pour bénéficier de ces apports, le porteur de projet doit s'investir pleinement tout au long de la campagne pour faire la promotion du projet et collecter les fonds demandés. Les entreprises faisant le choix du prêt participatif sont matures, de taille plus importante que celles faisant appel au don. Les opérations de crowdlending, dont l'objet est de financer un développement d'activités et des investissements immatériels, revêtent un caractère déterminant quant à la continuité de l'entreprise et font, généralement, suite à un refus de financement bancaire. Dans cette optique, le crowdlending est considéré comme un mode de financement de substitution dans un premier temps. Contrairement aux pratiques bancaires, il se distingue par sa simplicité et sa rapidité d'exécution. Il ne demande pas d'investissement personnel au cours de la campagne comme pour le don, mais présente l'inconvénient majeur d'être onéreux. Les entreprises innovantes utilisent le crowdequity pour se développer à n'importe quel moment de leur existence. Le financement participatif leur permet d'accéder à des fonds qui n'auraient pas pu être obtenus auprès de capital-investisseurs, du fait de la faiblesse des montants demandés, ou de banques. Les fonds collectés permettent d'accélérer leur développement et de renforcer leur crédibilité auprès des financeurs traditionnels. Les candidats à ce type de financement se doivent de s'investir durant la phase de préinvestissement et d'accepter de rendre des comptes par la suite à de nouveaux associés.

L'originalité de nos travaux réside dans la proposition de profils d'entreprises ayant eu recours au crowdfunding en distinguant les différents modes de financement participatif et le moment de la réalisation de l'opération dans la vie de l'entreprise. Cette contribution a plusieurs implications. D'un point de vue théorique, notre recherche complète celles de Lasrado et Lugmayr (2013), Rossi (2014) et Paschen (2017). Nous nous intéressons à tout type d'entreprise d'un secteur géographique, certes délimité mais représentatif du tissu économique local, et non pas à un type d'entreprise en particulier comme Paschen (2017), dont l'étude est consacrée aux startups. Nous tentons de lier les modèles de crowdfunding aux différentes phases du cycle de vie d'une entreprise de façon plus précise que celles de Lasrado et Lugmayr (2013) et Rossi (2014). De plus, notre étude répond à la préconisation de Horvatinović et Orsag (2018) d'affiner les recherches sur l'utilisation du crowdfunding en fonction du cycle de vie de l'entreprise par des études empiriques. Enfin, à côté des études statiques cherchant à caractériser ces modes de financement ou les comparer comme nous l'avons noté dans la revue de la littérature, nos travaux proposent une approche dynamique du recours au crowdfunding en liant le cycle de vie de l'entreprise et le type de financement. Pour chaque profil, nous avons cherché à décrire l'entreprise à partir de ses principales

caractéristiques. D'un point de vue managérial, elle permet de proposer des solutions en fonction des caractéristiques de l'entreprise et de sa position dans son cycle de vie. Cet apport est d'autant plus intéressant qu'il semble que peu de responsables d'entreprise interviewés connaissent ce mode de financement avant l'opération. Dans un environnement où les PME-TPE n'ont pas toujours un accès aisé au financement traditionnel, le crowdfunding représente une solution complémentaire comportant de nombreux atouts. Notamment, par son caractère simple et rapide, il permet aux entrepreneurs une réactivité plus importante face aux opportunités qui s'offrent à eux.

Nos travaux n'ont porté que sur une partie du territoire français, le territoire breton. De ce fait, ils ne sont pas, en l'état, généralisables. Aussi, des études comparables sur d'autres régions françaises nous permettraient de vérifier si les pratiques de crowdfunding étudiées sont spécifiques ou non à notre territoire d'étude. Par ailleurs, il serait intéressant de réaliser une étude comparative entre les entreprises qui se sont financées par crowdfunding et celles n'y ayant pas eu recours. Cela permettrait d'affiner les profils identifiés dans ces travaux, par la recherche de caractéristiques communes ou distinctes entre les deux catégories d'entreprises.

Annexe 1. Présentation des entreprises et des personnes interrogées

Entreprise (département du siège)	Fonction de la personne interviewée	Date et durée de l'entretien	Structure juridique et secteur d'activité	Effectif	Nom de la plateforme	Montant obtenu (€)	Cycle de vie	Objet du financement
DON AVEC RÉCOMPENSE								
A (29)	Gérant	12/10/2018 40 minutes	SARL Restauration	8	KissKiss BankBank	34 353	Lancement (reprise)	Matériel et aménagement
B (56)	Gérant	21/07/2018 50 minutes	SARL Pâtisserie	2	Ulule	6 091	Amorçage	Matériel
C (29)	Gérant	27/08/2018 56 minutes	SARL e-commerce	1	Kengo	5 495	Amorçage	Communication
D (56)	Gérant	18/07/2018 57 minutes	SARL Service innovant	1	Kengo	7 360	Amorçage	Aménagement
E (56)	Exploitant	26/09/2018 45 minutes	Affaire personnelle Brasserie	1	KissKiss BankBank	8 962	Amorçage	Matériel

PRÊT							
F (44)	Président	12/10/2018 40 minutes	SAS Énergie renouvelable	12	Vatel Direct (Emprunt obligataire)	800 000	Besoin en fonds de roulement
G (44)	Président	18/09/2018 30 minutes	SAS Implants orthopédiques	15	Gweneg (Emprunt obligataire)	300 000	Besoin en fonds de roulement et Recherche et développement
H (56)	Gérant	06/09/2018 44 minutes	SAS Garage	8	Crédit.fr (Prêt rémunéré)	103 000	Financement d'un stock
I (44)	Gérant	04/10/2018 1h07	SARL Franchise dans la restauration rapide	11	Lendopolis (Prêt rémunéré)	120 000	Structuration de la tête du réseau de franchise
INVESTISSEMENT EN CAPITAL							
J (44)	Dirigeant	17/07/2018 1h	SAS Service innovant	9	Finple	307 760	Embauches commerciaux et développeurs
K (44)	Président	11/10/2018 58 minutes	SAS Service innovant	14	Finple	255 500	Embauches commerciaux et développeurs
L (44)	Président	11/10/2018 41 minutes	SAS Service innovant	7	Finple	309 000 et 713 000	Communication Développement d'activité
M (56)	Président	18/09/2018 45 minutes	SAS Plaisance et loisirs nautiques	9	Proximea	599 978	Recherche et développement Développement à l'international

Bibliographie

- AGRAWAL, A., CATALINI, C., GOLDFARB, A. (2011). *The geography of crowdfunding*. National Bureau of Economic Research Working Paper No. 16820 (<http://www.nber.org/papers/w16820>).
- BARDIN, L. (2013). *L'analyse de contenu*. Paris : Presses universitaires de France.
- BELLEFLAMME, P., LAMBERT, T., SCHWIENBACHER, A. (2013). Individual crowdfunding practices. *Venture Capital*, 15(4), 313-333.
- BELLEFLAMME, P., OMRANI, N., PEITZ, M. (2015). The Economics of Crowdfunding Platforms. *Informations Economics and Policy*, 33(C), 11-28.
- BENDRISS, J., LAVAYSSIÈRE, B., TILDEN, M. (2014). Le financement des PME en France : un contexte favorable aux innovations. *Revue d'économie financière*, 114(2), 241-254.
- BEN SLIMANE, F., ROUSSELET, E. (2018). Le financement participatif (ou le crowdlending) aux PME et TPE : mythes et réalités d'une innovation financière. *Revue Innovations*, 56(2), 15-39.
- BESSIÈRE, V., STÉPHANY, E. (2014). Le financement par crowdfunding : quelles spécificités pour l'évaluation des entreprises ? *Revue française de gestion*, 242(5), 149-161.
- BESSIÈRE, V., STÉPHANY, E., WIRTZ, P. (2020). Crowdfunding, business angels and venture capital: an exploratory study of the concept of the funding trajectory. *Venture Capital*, 22(2), 135-160.
- BLAIS, M., MARTINEAU, S. (2006). L'analyse inductive générale : description d'une démarche visant à donner un sens à des données brutes. *Recherches qualitatives*, 26(2), 1-18.
- BOYER, K., CHEVALIER, A., LÉGER, J.Y., SANNAJUST, A. (2016). *Le Crowdfunding*. Paris : La Découverte.
- BRANELLEC, G., ONNÉE, S. (2017). L'essor du crowdfunding immobilier : entre logiques juridiques et logiques managériales. *Revue française de gestion*, 269(8), 127-143.
- CALMÉ, I., ONNÉE, S., ZOUKOUA, E. A. (2016). La foule : un nouvel acteur dans l'accompagnement à la création d'entreprise. *Revue française de gestion*, 258(5), 75-87.
- CASSAR, G., HOLMES, S. (2003). Capital Structure and Financing of SMEs: Australian Evidence. *Accounting and Finance*, 43(2), 123-147.
- COLLINS, L., PIERRAKIS, Y. (2012). *The venture crowd: crowdfunding equity investments into business*. Project Report, London, U.K.: NESTA, 36 p.
- CUIGNET, M. (2015). *Impact et perspectives de développement du crowdfunding en Belgique*. Louvain School of Management, Université catholique de Louvain.
- CUMMING, D.J., LEBOEUF, G., SCHWIENBACHER, A. (2015). *Crowdfunding Models: Keep-It-All vs. All-Or-Nothing*. (SSRN Scholarly Paper No. ID 2447567), Rochester, NY: Social Science Research Network (<http://papers.ssrn.com/abstract=2447567>).
- DE LA PALLIÈRE, N., GOULLET, C. (2018). Motivations et apports du crowdlending, un financement innovant : le cas de deux franchiseurs. *Innovations*, 56(2), 41-65.
- DEFFAINS-CRAPSKY, C., DANIEL, C. (2018). Quels modèles de gouvernance de la foule en Equity-Crowdfunding ? Le cas français. *Revue française de gouvernance d'entreprise*, 18, 195-222.
- DICKINSON, V. (2011). Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle. *The Accounting Review*, 86(6), 1969-1994.
- FENNETEAU, H. (1997). Cycle de vie du produit. Dans Simon Y. et Joffre P. (dir.), *Encyclopédie de gestion* (tome 1, pp. 888-914). Paris : Economica.

- FASSHAUER, I. (2016). Contrôler pour la foule ? Le cas des plateformes d'equity-crowdfunding. *Revue française de gestion*, 259(6), 51-68.
- FRASER, S., BHAUMIK, S. K., WRIGHT, M. (2015). What Do We Know About Entrepreneurial Finance and Its Relationship with Growth? *International Small Business Journal*, 33(1), 70-88.
- FRYDRYCH, D., BOCK, A.J., KINDER, T., KOECK, B. (2014). Exploring Entrepreneurial Legitimacy in Reward-Based Crowdfunding. *Venture Capital*, 16(3), 247-269.
- GADJA, O., WALTON, J. (2013). *Review of Crowdfunding for Development Initiatives*. Evidence on Demand, UK.
- GERBER, E. M., HUI, J. S., KUO, P. Y. (2012). *Crowdfunding: why People are motivated to post and fund projects on crowdfunding platforms*. Creative action lab, Northwestern University.
- GIRARD, C., DEFFAINS-CRAPSKY, C. (2016). Les mécanismes de gouvernance disciplinaires et cognitifs en Equity Crowdfunding : le cas de la France. *Finance Contrôle Stratégie*, 19(3), 3-19.
- GOLIĆ, Z. (2014). *Advantages of Crowdfunding as an Alternative Source of Financial of Small and Medium-Sized Enterprises*. Proceedings of the faculty of economics in East Sarajevo, 8, 39-48.
- GOY, O. (2019). Le financement participatif, nouvelle voie de financement pour les PME, *Annales des Mines – Réalités industrielles*, février 2019(1), 51-54.
- GUNDRY, K. L., KICKUL, J. R., GRIFFITHS, M. D., BACQ, S. C. (2011). Creating Social Change Out of Nothing: The Role of Entrepreneurial Bricolage in Social Entrepreneurs' Catalytic Innovations. *Social and Sustainable Entrepreneurship*, 13, 1-24.
- HARRIET, L., ABDOUANE, R., BENTEBBAA, S. (2017). La perception de l'equity crowdfunding par les dirigeants de PME en France, *Management et Avenir*, 93(3), 15-35.
- HORVATINOVIĆ, T., ORSAG, S. (2018). Crowdfunding in a Context of Financing Firms Through Their Life Cycle. *Zagreb International Review of Economics & Business*, 21(1), 105-118.
- HUI, J. S., GREENBERG, M. D., GERBER, E. M. (2014). *Understanding the role of community in crowdfunding work*. 17th ACM conference on Computer supported cooperative work & social computing (pp. 62-74). Baltimore, Maryland, USA.
- JOFFRE, O., TRABELSI, D. (2018). Le crowdfunding : concepts, réalités et perspectives. *Revue française de gestion*, 273(4), 69-82.
- KUTI, M., MADARÁSZ, G. (2014). Crowdfunding. *Public Finance Quaterly*, 59(3), 355-366.
- LASRADO, L., LUGMAYR, A. (2013). *Crowdfunding in Finland: A New Alternative Disruptive Funding Instrument for Businesses*. 17th International Academic MindTrek Conference on Making Sense of Converging Media (pp. 194-201), New York, USA.
- LE BÉCHEC, M., DEJEAN, S., ALLOING, C., MERIC, J. (2017). *Le financement participatif des projets culturels et ses petits mondes* (<https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-01508423/document>).
- LEBCEUF, G. (2016). *Design des Campagnes de Crowdfunding*. Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, Université de Lille 2, France.
- LESUR, N. (2015). Les défis posés par le crowdfunding. *Revue d'économie financière*, 118(2), 103-112.
- MAHIEUX, X. (2016). Choix du financement externe en fonds propres des PME et ETI : private equity ou Bourse ? *Revue d'économie financière*, 121(1), 291-304.
- MEJRI, I., HAMOUDA, M., TRABELSI, D. (2018). Crowdequity et crowdlending : deux alternatives de financement des TPE/PME. Le cas de l'entreprise Gifts For Change. *Annales des Mines – Gérer et comprendre*, 131(1), 36-50.

- MILES, M. B., HUBERMAN, A. M. (1994). *Qualitative data analysis: an expanded sourcebook*. 2^e édition, Thousand Oaks: Sage Publications.
- MOLLIK, E. (2014). The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study. *Journal of Business Venturing*, 29(1), 1-16.
- OBSERVATOIRE DU FINANCEMENT DES ENTREPRISES (2015). *Rapport sur le financement des PME et ETI en croissance*. Ministère de l'Économie de l'Industrie et du Numérique and Ministère des Finances et des Comptes publics.
- MYERS, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- ONNÉE, S. (2016). Vers une compréhension du rôle joué par la foule. *Annales des Mines. Réalités industrielles*, février 2016(1), 12-16.
- ONNÉE, S., RENAULT, S. (2014). Crowdfunding : vers une compréhension du rôle joué par la foule. *Management et Avenir*, 74 (8), 117-133.
- ORDANINI, A., MICELI, L., PIZZETTI, M., PARASURAMAN, A. (2011). Crowdfunding: transforming customers into investors through innovative service platforms. *Journal of Service Management*, 22(4), 443-470.
- PASCHEN, J. (2017). Choose wisely: Crowdfunding through the stages of the startup life cycle. *Business Horizons*, 60(2), 179-188.
- PENROSE, E.T. (1952). Biological analogies in the theory of the firm. *American Economic Review*, 42(5), 804-819.
- RASPILLER, S. (2017). Le développement des sources alternatives au financement bancaire pour les PME-TPE. *Revue Banque*, 809, 37-39.
- RENAULT, S. (2018). Quand un maire fait appel au financement participatif pour reconstruire une école. Décryptage et analyse. *Annales des Mines. Gérer et comprendre*, 131(1), 51-67.
- ROSSI, M. (2014). The New Ways to Raise Capital: An Exploratory Study of Crowdfunding. *International Journal of Financial Research*, 5(2), 8-18.
- SCHWIENBACHER, A., LARRALDE, B. (2012). Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures. Dans D. Cumming (dir.) *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance*. Oxford: Oxford University Press.
- SCHWIENBACHER, A. (2015). *Entrepreneurial Risk-Taking in Crowdfunding Campaigns*. Social Science Research Network (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2506355).
- STEWART, A. (2017). Financement des PME : le crédit bancaire n'a pas réponse à tout. *Les Échos*, 21 février 2017.
- VALANCIENE, L., JELEVICIUTE, S. (2013). Valuation of Crowdfunding: Benefits and Drawbacks. *Economics and Management*, 18(1), 39-48.
- YIN, R. K. (2014). *Case Study Research: Design and Methods*. 5th Edition, Thousand Oaks, CA: Sage Beverly Hills.
- YUM, H., LEE, B., CHAE, M. (2012). From the Wisdom of Crowds to my Own Judgment in Microfinance through Online Peer-to-Peer Lending Platforms. *Electronic Commerce Research and Applications*, 11(5), 469-483.