



HAL
open science

Analyse du comportement d'investissement en equity crowdfunding : une approche par la valeur consommateur

Elodie Manthé

► **To cite this version:**

Elodie Manthé. Analyse du comportement d'investissement en equity crowdfunding : une approche par la valeur consommateur. Gestion et management. Université Bourgogne Franche-Comté, 2018. Français. NNT : 2018UBFCG003 . tel-02014406

HAL Id: tel-02014406

<https://theses.hal.science/tel-02014406>

Submitted on 11 Feb 2019

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.

Thèse pour l'obtention du Doctorat en Sciences de Gestion
présentée et soutenue publiquement par
Mme Elodie MANTHÉ

le 11 décembre 2018

Analyse du comportement d'investissement en *equity crowdfunding* : une approche par la valeur consommateur

Composition du Jury

Monsieur Éric LAMARQUE	Professeur, Université Paris I, IAE Paris	Président
Madame Véronique BESSIÈRE	Professeur, Université de Montpellier, IAE Montpellier	Rapporteur
Monsieur Jean-François LEMOINE	Professeur, Université Paris I, IAE Paris	Rapporteur
Monsieur Bertrand BELVAUX	Professeur, Université de Bourgogne, IAE Dijon	Suffragant
Monsieur Fabrice HERVÉ	Professeur, Université de Bourgogne, IAE Dijon	Directeur
Monsieur Marc FILSER	Professeur, Université de Bourgogne, IAE Dijon	Codirecteur

CREGO

2 Boulevard Gabriel
BP26611
21066 DIJON Cedex (France)
<http://crego.u-bourgogne.fr>

« L'Université n'entend ni approuver ni désapprouver les opinions émises dans cette thèse.

Celles-ci n'engagent que leur auteur. »

Résumé

Titre : Analyse du comportement d'investissement en *equity crowdfunding* : une approche par la valeur consommateur.

Mots clés : equity crowdfunding ; expérience d'investissement ; valeur consommateur ; expérience de participation ; finance participative ; comportement du consommateur

Résumé : L'*equity crowdfunding* de la décision d'investissement des (ECF) est un mode d'investissement récent, *crowdinvestors* est proposée. Une enquête accessible au grand public, qui a pour exploratoire reposant sur 13 entretiens et caractéristiques de se dérouler en ligne, au une étude empirique testant un modèle sein d'une communauté virtuelle, dans d'équations structurelles sur la base de 436 l'environnement d'une plateforme questionnaires, ont été menées auprès de intermédiaire. membres de la plateforme d'ECF française

Ce travail doctoral a pour objectif de WiSEED. mieux comprendre le comportement des L'analyse des données menée avec investisseurs particuliers qui achètent des l'approche PLS montre que la valeur perçue produits financiers en ECF, les de l'expérience de participation a une *crowdinvestors*. influence significative sur la valorisation de

En s'inscrivant dans le courant de la l'investissement, mais pas sur la décision valeur de consommation, cette recherche d'investissement. Nous mettons en contribue à définir les sources de évidence le rôle central de l'expertise valorisation d'investissement en ECF et en subjective du capital-amorçage des étudie spécifiquement la dimension individus comme antécédent de la décision participative et son influence sur la décision d'investissement, de la valorisation de d'investissement. l'expérience de participation et de

Une revue de littérature en finance l'engagement dans la communauté en ligne. entrepreneuriale sur le profil, les Enfin, les résultats indiquent que le risque motivations, le comportement perçu n'est pas un modérateur du modèle d'investissement et les facteurs d'influence tandis que la sophistication de l'investisseur en est un.

Abstract

Title : Investment behavior analysis in equity crowdfunding: A consumer value approach.

Hashtags : equity crowdfunding ; investment experience ; consumer value ; community involvement ; individual investor behavior

Abstract: Equity crowdfunding is a recent investment mode, opening access to venture capital to unsophisticated investors. ECF allows platform-based online investment within a virtual community. conducted on 13 members on french ECF platform WiSEED. We put in evidence the difference between the investment experience and the participation in community experience

This research aims to improve understanding of individual investors financial products consumption, in the ECF context, the so-called crowdinvestors. Thus, an empirical study based on a theoretical model is conducted and various PLS analysis are run on a set of 436 surveys answered by WiSEED members. Results

Building on consumption value theory, this research helps defining ECF-investment value sources for crowdinvestors. It focuses especially on the ‘participation in community’ dimension of ECF as a determinant of various investment behaviors. show that perceived value of participation experience has a positive and significant influence on perceived value of investment but no influence at all on investment decision.

A literature review in entrepreneurial finance is presented to define profiles, motivations, investment behaviors and quality signals influencing crowdinvestors’ investment decision. Though, we highlight the central role of individuals’ venture capital expertise both on their investment (amount and number), their engagement within the platform community and their participation experience perceived value. Inally, results indicate that perceived risk is not a

To answer three main research questions, an exploratory study was moderator of the model whereas investor sophistication is.

Un grand merci !

À qui pense-t-on lorsque l'on corrige les dernières coquilles de son travail de doctorat ? Je ne vois qu'une réponse : à ceux qui ont contribué à le commencer et surtout à ceux qui ont aidé à le finir.

La place des Professeurs Fabrice Hervé et Marc Filser est toute particulière puisque sans eux je n'aurais ni commencé ni terminé cette recherche de longue haleine. Ils m'ont secondée, encouragée, fait mûrir et, plus important encore, cru en moi. J'ai apprécié chacun de nos échanges et j'espère que vous saurez lire toute ma gratitude en si peu de mots.

Je remercie également les Professeurs Bertrand Belvaux, Véronique Bessière, Éric Lamarque et Jean-François Lemoine qui me font l'honneur d'évaluer ce travail. J'espère qu'il sera à la hauteur de vos attentes.

Permettez-moi maintenant de me tourner vers ceux qui ont donné la première impulsion à ce doctorat.

Ces quelques lignes me donnent l'occasion de remercier avec tendresse Stéphanie Savel, présidente de WiSEED pour son enthousiasme, ses grandes interrogations sur le monde et pour m'avoir appris à cesser de poser des questions fermées pour m'ouvrir à la richesse des réponses que l'on me ferait.

Merci également à Nicolas Sérès et Thierry Merquiol, les cofondateurs de WiSEED pour m'avoir fait confiance lorsque je me suis présentée avec un projet de thèse sous le bras.

Une pensée va à mes collègues qui sont devenus de plus en plus nombreux au fil des mois et des recrutements, et tout particulièrement à Diane, Céline, Louise, Virginie et Jérémy pour leur bonne humeur communicative.

Cette thèse n'aurait pas non plus vu le jour si Michel Vacher, président d'Alumni Business Angels et tous les membres de ce club d'investissement ne m'avaient pas proposé de consacrer mon mémoire de master à ce phénomène nouveau et obscur qu'était alors le *crowdfunding*. Merci de m'avoir offert sans le savoir un sujet qui m'a passionnée trois ans durant.

Et que dire à tous ceux qui m'ont soutenue dans la dernière ligne droite de ce marathon intellectuel ? Un grand merci !

Merci à mes amies, Coline, Aude et Lylia qui sont loin et qui me manquent, mais qui sont toujours présentes.

Merci à mes parents et à mon frère pour leur soutien sans faille quel que soit le projet dans lequel je me lance (et ils savent qu'il y en a eu beaucoup !), leur amour et pour tous les moments précieux que l'on passe ensemble.

Mon dernier merci (je n'ose pas employer davantage ce mot de peur de lui enlever sa puissance) est pour celui pour qui j'ai sauté dans un avion pour la Grande Île. Cette thèse a été terminée à Madagascar, pays aussi éblouissant qu'absurde. Il fallait au moins un homme aussi merveilleux que celui qui deviendra bientôt mon mari pour surmonter les intoxications alimentaires, l'épidémie de peste pulmonaire, les cyclones, les inondations, les coupures de courant et j'en passe. De petites attentions en grandes déclarations il m'a soutenue jusqu'au point final...

Pour finir, je remercie les investisseurs interrogés en direct ou par questionnaire d'avoir patiemment répondu à mes (nombreuses) questions ainsi que vous, lecteur, de vous lancer dans la lecture de cette thèse.

TABLE DES MATIÈRES

INDEX DES TABLEAUX	xi
INDEX DES FIGURES.....	xiv
INDEX DES ENCADRÉS.....	xv
LISTES DES ACRONYMES.....	xvi
1. Introduction générale.....	1
1.1 Contexte de la recherche	1
1.1.1 L'ECF ou la démocratisation de l'achat de produits financiers.....	1
1.1.2 Des premiers signes d'essoufflement ?.....	3
1.2 Problématique et questions de recherche	6
1.2.1 Question de recherche 1.....	7
1.2.2 Question de recherche 2.....	8
1.2.3 Question de recherche 3.....	9
1.3 Apports attendus de la recherche	9
1.3.1 Apports théoriques attendus en comportement du consommateur.....	9
1.3.2 Apports théoriques attendus en finance entrepreneuriale.....	10
1.3.3 Apports managériaux attendus	10
1.4 Structure de la recherche	11
2. Revue de littérature sur le <i>crowdfunding</i> et le comportement d'investissement des <i>crowdinvestors</i>	13
2.1 Définition du <i>crowdfunding</i>	14
2.1.1 Le <i>crowdfunding</i> prend sa source dans le <i>crowdsourcing</i>	14
2.1.2 Le <i>crowdfunding</i> est un phénomène multiforme.....	16
2.1.3 Le <i>crowdfunding</i> s'adresse à une « foule ».....	27
2.2 Les parties prenantes en ECF	31
2.2.1 Les plateformes intermédiaires.....	32
2.2.2 Les entrepreneurs	39
2.3 Revue de littérature sur les <i>crowdinvestors</i>	46
2.3.1 Le profil des <i>crowdinvestors</i>	47
2.3.2 Les motivations à participer en ECF des <i>crowdinvestors</i>	53
2.3.3 Les risques liés à l'investissement en ECF	59
2.3.4 Le comportement d'investissement des <i>crowdinvestors</i>	65

2.3.5	Les facteurs influençant la décision d'investissement du <i>crowdinvestor</i>	73
2.4	Les limites de la littérature sur la compréhension du comportement des <i>crowdinvestors</i>	86
2.4.1	Les limites dans la compréhension des raisons d'investissement et de non- investissement en ECF.....	87
2.4.2	Les limites dans la compréhension de l'influence de la dimension participative et communautaire de l'ECF sur le comportement d'investissement	88
2.5	Conclusion du chapitre.....	92
3.	Expérience de <i>crowdfunding</i> : valorisation de l'investissement en ECF et effets de la dimension participative de l'ECF sur le comportement d'investissement.....	94
3.1	Design de l'étude.....	95
3.1.1	La méthodologie de la recherche	95
3.1.2	La présentation du terrain.....	96
3.1.3	L'échantillon et le recueil de données.....	97
3.1.4	La méthode d'analyse appliquée.....	98
3.2	Principaux résultats	99
3.2.1	Quelle expérience d'investissement en ECF?	100
3.2.2	Valeur globale de l'investissement en ECF.....	110
3.2.3	Incidence de la dimension participative de l'ECF sur le comportement d'investissement des <i>crowdinvestors</i>	125
3.2.4	L'influence de l'expertise subjective sur le comportement d'investissement..	131
3.3	Conclusion du chapitre.....	134
4.	Modélisation et étude empirique : effet de la valorisation de l'expérience de participation pré-achat sur la valeur globale de l'investissement et la décision d'investissement.....	139
4.1	Objectifs de l'étude.....	139
4.2	Cadre conceptuel de l'étude empirique	140
4.2.1	Approche par la valeur d'échange	141
4.2.2	Approche par la valeur de consommation	143
4.2.3	Cadre conceptuel retenu pour cette étude empirique	144
4.3	Construction du modèle théorique.....	146
4.3.1	Définitions des variables mobilisées et présentation des hypothèses.....	147
4.3.2	Modèle théorique retenu.....	161
4.4	Méthodologie de la recherche.....	163

4.4.1	Terrain d'étude : la plateforme WiSEED	163
4.4.2	Méthode de collecte de données	170
4.5	Conclusion du chapitre.....	181
5.	Analyses et principaux résultats de l'étude empirique	183
5.1	Analyses préliminaires.....	183
5.1.1	Présentation des données.....	183
5.1.2	Méthodologie employée.....	188
5.1.3	Évaluation du modèle de mesure.....	189
5.2	Proposition d'enrichissement du modèle théorique	197
5.2.1	Modèle enrichi	197
5.2.2	Ajustement du modèle théorique enrichi.....	199
5.3	Résultats de l'étude empirique	200
5.3.1	Le modèle global.....	201
5.3.2	Le rôle modérateur du risque perçu et de la sophistication subjective.....	204
5.3.3	Synthèse des relations du modèle théorique.....	206
5.3.4	Analyses complémentaires.....	209
5.4	Discussions des résultats de l'étude empirique.....	212
5.4.1	Influence de la valeur de l'expérience de participation sur la valeur globale de l'investissement et la satisfaction cumulée	213
5.4.2	Influence de l'expertise subjective sur le comportement d'investissement et la valorisation de l'expérience de participation	214
5.5	Conclusion du chapitre.....	218
6.	Conclusion générale	221
6.1	Réponses aux questions de recherche.....	221
6.1.1	Réponses à la question de recherche QR1	221
6.1.2	Réponses à la question de recherche QR2	222
6.1.3	Réponses à la question de recherche QR3	223
6.2	Les apports de la recherche.....	225
6.2.1	Les contributions théoriques de la recherche	225
6.2.2	Les contributions managériales de la recherche.....	228
6.2.3	Les contributions réglementaires de la recherche	231
6.3	Les limites de la recherche.....	233
6.3.1	Les limites méthodologiques.....	233
6.3.2	Les limites en termes de validité interne.....	234
6.3.3	Les limites en termes de validité externe.....	234

6.4 Les voies de recherche ouvertes.....	236
6.4.1 Amélioration du modèle théorique proposé.....	236
6.4.2 Exploration des modalités de la formation de l'expertise	237
6.4.3 Étude de l'effet de l'expertise subjective du consommateur sur les dimensions de la valeur perçue.....	237
6.4.4 Étude de l'effet de l'expérience de participation communautaire sur la décision d'achat et la valeur perçue dans d'autres contextes d'études.....	238
BIBLIOGRAPHIE	239
ANNEXES.....	263
TABLE DES MATIÈRES DÉTAILLÉE	297

INDEX DES TABLEAUX

2.

Tableau 1 - Récapitulatif des définitions du <i>crowdfunding</i>	16
Tableau 2 - Type de <i>crowdfunding</i> en fonction du niveau de complexité et de la proposition de valeur de la plateforme	20
Tableau 3 - Montants moyens investis par les <i>crowdfunders</i> selon le type de <i>crowdfunding</i> .	20
Tableau 4 - Types d'investisseurs en capital	40
Tableau 5 - Travaux de recherche identifiés dans la revue de littérature sur le profil des <i>crowdinvestors</i>	48
Tableau 6 - Travaux de recherche identifiés dans la revue de littérature sur les motivations à investir en ECF.....	54
Tableau 7 - Travaux de recherche identifiés au cours de la revue de littérature sur les signaux de qualité reçus par les <i>crowdinvestors</i>	74
Tableau 8 - Travaux de recherche identifiés dans notre revue de littérature sur l'influence des pairs sur la décision d'investissement des <i>crowdinvestors</i>	80

3.

Tableau 9 - Présentation des répondants à l'enquête exploratoire	100
Tableau 10 - Éléments caractéristiques de l'individu influençant son expérience d'investissement en ECF	102
Tableau 11 - Caractéristiques de l'interaction entre le <i>crowdinvestor</i> et le projet entrepreneurial identifiées dans les <i>verbatim</i>	104
Tableau 12 - Caractéristiques de l'interaction entre le <i>crowdinvestor</i> et la plateforme d'ECF identifiées dans les <i>verbatim</i>	105
Tableau 13 - Éléments liés à la situation d'achat influençant l'expérience d'investissement en d'ECF	107
Tableau 14 - Typologie synthétique de la valeur	111
Tableau 15 - Dimensions du risque perçu lors de l'achat de produits financiers sur une plateforme d'ECF.....	122
Tableau 16 - Types de décision d'investissement des <i>crowdinvestors</i>	127
Tableau 17 - Comparaison de <i>verbatim</i> pour illustrer la différence dans la relation à la plateforme entre deux individus ayant une expertise subjective faible/forte	132

Tableau 18 - Comparaison de <i>verbatim</i> pour illustrer la différence dans l'importance attribuée à l'avis des pairs entre deux individus ayant une expertise subjective faible/forte	133
Tableau 19 - Comparaison de <i>verbatim</i> pour illustrer la différence de risque perçu entre deux individus ayant une expertise subjective faible/forte	133
Tableau 20 - Comparaison de <i>verbatim</i> pour illustrer la différence d'engagement dans la communauté entre deux individus ayant une expertise subjective faible/forte.....	133

4.

Tableau 21 - Synthèse et comparaison des approches développées autour de la valeur.....	144
Tableau 22 - La typologie de la valeur d'Holbrook (1994)	149
Tableau 23 - Typologie de la valeur d'Holbrook (1994) appliquée à la valeur perçue de l'expérience de participation en ECF	152
Tableau 24 - Typologie synthétique des composantes de la valeur	152
Tableau 25 - Principaux types de risques liés à l'achat d'un produit.....	159
Tableau 26 - Récapitulatif des hypothèses testées	162
Tableau 27 - Adaptation de la formulation des <i>items</i> de l'échelle de valeur globale d'Aurier et al. (2004)	173
Tableau 28 - Adaptation de la formulation des <i>items</i> de l'échelle de satisfaction cumulée d'Aurier et al. (2004).....	173
Tableau 29 - Traduction et adaptation de la formulation des <i>items</i> de l'échelle de mesure du risque perçu de Jacoby et Kaplan (1972)	175
Tableau 30 - Récapitulatif de l'opérationnalisation des variables et choix des échelles de mesures.....	175
Tableau 31 - Opérationnalisation de la décision effective d'investissement	177
Tableau 32 - Récapitulatif de l'opérationnalisation des variables de contrôle de l'étude empirique.....	177
Tableau 33 - Récapitulatif de la fiabilité des construits après prétest (n=52)	179

5.

Tableau 34 - Composition de l'échantillon de l'étude empirique	184
Tableau 35 - Statistiques descriptives des individus de l'échantillon et de leur activité sur la plateforme.....	185
Tableau 36 - Partition de l'échantillon en fonction des montants investis et test des différences de moyennes	187

Tableau 37 - Alpha de Cronbach et Rho de Joreskog des échelles mobilisées dans notre modèle.....	190
Tableau 38 - Matrice des corrélations principales, après rotation varimax	191
Tableau 39 - Matrice des corrélations entre chaque <i>item</i> et les variables latentes de notre modèle.....	192
Tableau 40 - Récapitulatif des résultats des tests de validité convergente des échelles associées au modèle théorique	193
Tableau 41 - Matrice Fornell-Larcker pour vérification de la validité discriminante des mesures.....	194
Tableau 42 - Indices d'ajustement du modèle de données.....	195
Tableau 43 - Test de la significativité des coefficients de régression entre les variables du modèle théorique	195
Tableau 44 - Récapitulatif des hypothèses du modèle théorique enrichi.....	199
Tableau 45 - Indices d'ajustement du modèle de données.....	199
Tableau 46 - Coefficient de régression entre les variables VPVOTE et VALGLOB.....	201
Tableau 47 - Coefficient de régression entre les variables VALGLOB et SATISF	201
Tableau 48 - Coefficients de régression entre la variable EXPINV et les variables liées (mise en évidence de la variable VPVOTE)	202
Tableau 49 - Coefficients de régression entre la variable EXPINV et les variables liées (mise en évidence de la variable ENGAGEMENT)	203
Tableau 50 - Coefficients de régression entre la variable EXPINV et les variables liées (mise en évidence de la variable nb_invest et invest_moyen)	203
Tableau 51 - Résultats de l'analyse multi-groupes en fonction du risque perçu de l'investissement.....	204
Tableau 52 - Résultats de l'analyse multi-groupes en fonction de la sophistication subjective de l'investisseur.....	206
Tableau 53 - Résultats des tests d'hypothèses.....	208
Tableau 54 - Résultats de l'analyse multi-groupes pour test de la variable ÂGE.....	210
Tableau 55 - Résultats de l'analyse multi-groupes pour test de la variable GENRE.....	210
Tableau 56 - Comparaisons entre les individus avec une sophistication faible et forte en fonction de leur degré d'expertise.....	211
Tableau 57 - Comparaisons entre les individus avec un risque faible et fort en fonction de leur degré d'expertise	212

INDEX DES FIGURES

1.

Figure 1 - Couverture d'ouvrages sur l'ECF.....	2
Figure 2 - Évolution des montants levés globaux en CF et en ECF en France.....	4
Figure 3 - Capture d'écran de la page « statistique » de WiSEED montrant l'évolution de la composition de sa communauté	5

2.

Figure 4 - Évolution des fonds investis en <i>reward-based</i> CF en France entre 2016 et 2017... 22	22
Figure 5 - Évolution des fonds investis en <i>lending</i> CF en France entre 2016 et 2017.....	23
Figure 6 - Évolution des fonds investis en ECF en France entre 2016 et 2017	25
Figure 7 - Modèle d'intermédiation financière.....	32
Figure 8 - Modèle d'intermédiation financière en ECF	34
Figure 9 – Le process d'ECF.....	38
Figure 10 - Types d'investisseurs intervenant au cours de la vie de l'entreprise et mise en évidence du rôle de l'ECF.....	42

3.

Figure 11 - Modèle fonctionnel de la valeur selon Aurier et al. (2004).....	111
---	-----

4.

Figure 12 - Dimensions de la valeur perçue de l'expérience de participation en ECF	154
Figure 13 - Modèle théorique de l'étude empirique.....	161
Figure 14 - Capture d'écran de la fenêtre <i>pop-in</i> de vote sur WiSEED.com.....	167
Figure 15 - Capture d'écran du résultat d'un vote visible par le membre après avoir voté ...	169

5.

Figure 16 - Répartition des répondants par secteur d'activité professionnelle	186
Figure 17 - Proposition d'enrichissement du modèle théorique	198
Figure 18 - Résultats des tests menés sur le modèle théorique enrichi	207
Figure 19 - Histogramme des scores pour la mesure du risque perçu de l'investissement en ECF.....	217

6.

Figure 20 - Proposition de segmentation et d'actions selon les profils des membres des plateformes d'ECF	231
--	-----

INDEX DES ENCADRÉS

1.

Encadré 1 - Question de recherche QR1	7
Encadré 2 - Question de recherche QR2	8
Encadré 3 - Question de recherche QR3	9

2.

Encadré 4 - Synthèse de la section 2.1.1	15
Encadré 5 – Synthèse de la section 2.1.2	27
Encadré 6 - Synthèse de la section 2.1.3	31
Encadré 7 - Synthèse de la section 2.2.1	38
Encadré 8 - Synthèse de la section 2.2.2	46
Encadré 9 - Synthèse de la section 2.3.1	53
Encadré 10 - Synthèse de la section 2.3.2	59
Encadré 11 - Synthèse de la section 2.3.3	65
Encadré 12 - Synthèse de la section 2.3.4	71
Encadré 13 - Synthèse de la section 2.3.5	86

3.

Encadré 14 - Synthèse de la section 3.2.1	109
Encadré 15 - Synthèse de la section 3.2.2	124
Encadré 16 - Synthèse de la section 3.2.3	131

4.

Encadré 17 - Synthèse de la section 4.2	146
Encadré 18 - Synthèse de la section 4.3	162
Encadré 19 - Synthèse de la section 4.4	181

5.

Encadré 20 - Synthèse de la section 5.2	197
Encadré 21 - Synthèse de la section 5.2	200
Encadré 22 - Synthèse de la section 5.3	212

LISTES DES ACRONYMES

L'utilisation d'un acronyme sera systématiquement rappelée dans le corps du texte. Nous listons cependant ceux qui seront utilisés fréquemment :

ECF	<i>Equity crowdfunding</i>
CF	<i>Crowdfunding</i>
BA / BAs	<i>Business angel (s)</i>
VC / VCs	<i>Venture capitalist (capitaux-risqueurs)</i>
ROI	<i>Return on investment (Retour sur investissement)</i>

1. Introduction générale

1.1 Contexte de la recherche

Le *crowdfunding*, ou financement par la foule, est un mode de financement qui recouvre bien des réalités. Nous prendrons le temps d'en définir les contours dans le chapitre suivant. Toutefois, avant d'entrer dans le cœur de notre sujet, le lecteur doit savoir qu'il existe quatre formes principales de *crowdfunding* (ou CF¹) : le CF en don (*donation-based crowdfunding*), en don contre récompense (*reward-based crowdfunding*), en prêt (*lending-based*) et en capital (*equity crowdfunding*). Ces formes de financement ont pour principe commun le fait de rassembler une multitude d'individus qui vont allouer de l'argent au financement de projets, au travers d'une plateforme en ligne (Belleflamme, Lambert, et Schwienbacher, 2010).

Le présent travail doctoral se focalise sur le financement participatif en capital (*equity crowdfunding* ou ECF²). **L'ECF est un mécanisme qui permet de réunir un large groupe d'investisseurs non « sophistiqués » qui financent, au travers d'une plateforme en ligne, des startups ou des PME en échange de parts de capital** (Belleflamme, Lambert, et Schwienbacher, 2010). Nous nous concentrons sur cette forme d'investissement bien que nous soyons amenés à nous référer à la littérature concernant les autres formes de CF pour éclairer notre sujet d'étude.

1.1.1 L'ECF ou la démocratisation de l'achat de produits financiers

L'ECF est à la fois une source alternative de financement pour les entreprises et un nouveau mode d'investissement pour les particuliers.

D'un côté, les entreprises en quête de fonds pour financer les différentes étapes de leur développement trouvent dans l'ECF une nouvelle source de financement qui leur permet de s'affranchir partiellement du système bancaire ou des investisseurs en capital-risque traditionnels (BAs et capitaux-risqueurs, les *venture capitalists*, selon le terme anglo-saxon³) (Estrin, Gozman, et Khavul, 2018). L'ECF leur offre la possibilité de collecter des fonds auprès du grand public, de transformer leurs investisseurs en futurs clients ou en

¹ Dans la suite de ce travail doctoral nous désignons le *crowdfunding* sous l'acronyme CF.

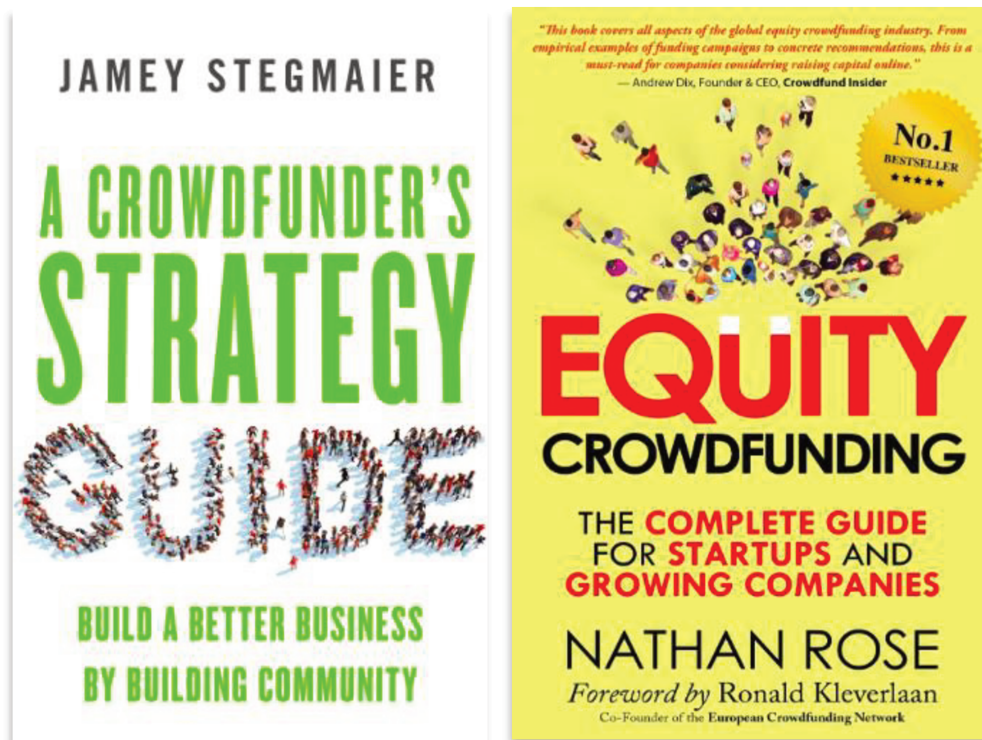
² Dans la suite de ce travail doctoral nous désignons l'*equity crowdfunding* sous l'acronyme ECF.

³ Dans la suite de ce travail doctoral, nous désignons les *business angels* sous l'acronyme BA (BAs au pluriel) et les *venture capitalists* sous l'acronyme VC (VCs au pluriel).

ambassadeurs de leur entreprise, et de communiquer autour de leur projet (Estrin, Gozman, et Khavul, 2018).

L'ECF, l'une des dernières formes de CF apparue sur le marché (Hornuf et Schwienbacher, 2014), s'est peu à peu imposée comme une source viable et enviable de financement pour une entreprise commerciale, en témoigne les multiples ouvrages publiés sur cette thématique (Figure 1)⁴.

Figure 1 - Couverture d'ouvrages sur l'ECF



De l'autre, l'ECF offre aux investisseurs particuliers une nouvelle façon de placer son épargne, en ligne, en direct et sans intermédiaire autre qu'une plateforme (Estrin, Gozman, et Khavul, 2018). Ce mode de financement permet au grand public d'accéder à l'investissement en capital-risque grâce à des tickets d'entrée, c'est-à-dire des montants d'investissements minimums, qui oscillent entre un euro et plusieurs milliers d'euros (Hornuf et Schwienbacher, 2014). D'aucuns parlent volontiers de démocratisation de l'investissement puisque, par

⁴ En témoigne également, de manière anecdotique, mais évocatrice, le fait que la société *America's Crowdfunding* ait tenté le lancement d'une émission de télé-réalité en 2015. Le principe était de présenter des projets à financer en direct pour lesquels les téléspectateurs pouvaient « voter avec leur portefeuille » en échange de parts de capital. L'ironie veut que les créateurs de l'émission aient voulu financer le pilote de cette émission sur une plateforme de *reward-based crowdfunding* et n'aient collecté que 520\$ sur un objectif de 25 000\$. (Source : Indiegogo [en ligne] <https://www.indiegogo.com/projects/america-s-crowdfunding-reality-tv-series#/> (consulté le 16/09/2018)). Le projet ne semble toutefois pas annulé. Source : Americas crowdfunding [en ligne] <http://www.americascrowdfunding.com> (consulté le 16/09/2018).

définition, l'ECF s'adresse à la « foule » (*crowd*) et que ce mode d'investissement s'inscrit dans le mouvement plus global de démocratisation de la finance qui « promet que tous les ménages peuvent gagner de l'argent et/ou gérer le risque en achetant les produits financiers appropriés » (Erturk et al., 2007).

De nombreux bénéfices sont donc associés à l'ECF, que ce soit pour les entrepreneurs ou pour les investisseurs⁵. Pourtant ce marché récent montre déjà des signes de maturité, voire d'essoufflement.

1.1.2 Des premiers signes d'essoufflement ?

Après une émergence timide (2,7 milliards de dollars levés en 2012 au niveau mondial), les sommes investies en CF ont cru de façon exponentielle jusqu'à atteindre 34,4 milliards de dollars levés en 2015, soit des taux de croissance annuelle du marché à trois chiffres. La banque mondiale estimait en 2013 que le marché du CF pourrait atteindre un volume de 96 milliards de dollars annuels d'ici à 2025 (World Bank, 2013)⁶. Cette approche globale du marché cache l'hétérogénéité des différents marchés nationaux, difficilement comparables, tant en matière de régulation que de comportement d'investissement des particuliers.

Si les pays asiatiques s'imposent comme les nouveaux centres névralgiques du phénomène et commencent à contribuer significativement la croissance mondiale de l'ECF (le marché chinois à lui seul possède un potentiel estimé à 48 milliards de dollars⁷), certains des premiers pays à être entrés sur le marché voient pour la première fois leur taux de croissance baisser ou stagner⁸.

En premier lieu, les États-Unis se sont dotés de la réglementation JOBS Act en 2012 afin de favoriser le développement de cette source alternative de financement pour les PME américaines tout en garantissant la protection des investisseurs (Hornuf et Schwienbacher, 2017). Cette réglementation s'est déclinée en trois temps⁹, avec une ouverture progressive de l'accès à ce type d'investissement aux investisseurs dit « non accrédité »¹⁰ (Titres III et IV du JOBS Act). Pourtant, le marché de l'ECF américain ne se développe pas sous l'effet de

⁵ De multiples risques sont également associés à cette forme d'investissement, nous les abordons page 56.

⁶ Ces données sont à mettre en perspective avec les 30 milliards d'investissements annuels réalisés par les capital-risqueurs et les 20 milliards de dollars par an levés auprès de BAs (World Bank, 2013).

⁷ SAGE, 2017, p.144.

⁸ Une présentation détaillée des évolutions du marché de l'ECF est proposée en Annexe 1.

⁹ Le JOBS act (Title III) 2012 est entré en vigueur en septembre 2013 avec le Title II of JOBS Act. Les Titre III et IV autorisant l'accès à l'ECF à des investisseurs « non-accrédités » sont entrés en vigueur en mai 2016.

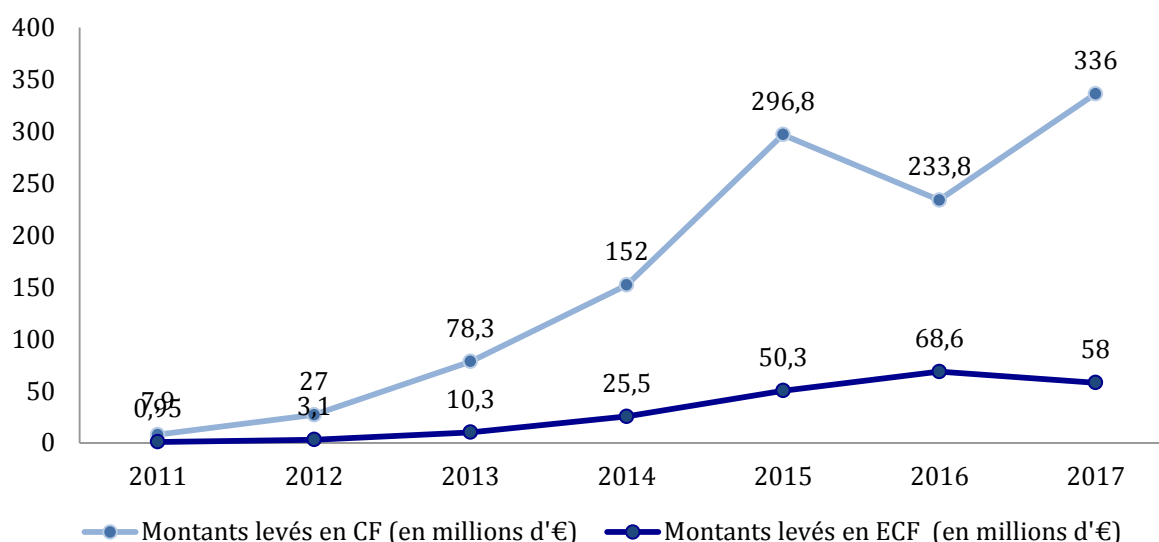
¹⁰ Un investisseur non-accrédité ne remplit pas les critères d'un investisseur accrédités, tels qu'ils sont définis par la *Securities and Exchange Commission*, c'est-à-dire que son revenu annuel est inférieur à 200 k\$ et que la valeur de son patrimoine est inférieure à un million de dollars.

l'investissement des investisseurs particuliers non accrédités et reste modeste avec 30 millions de dollars collectés entre mai 2016 et mai 2017¹¹.

L'Italie, premier pays européen à s'être doté d'une régulation spécifique pour l'ECF¹², reste également en marge du marché européen avec un volume de collecte de 4,4 millions d'euros en 2016 (Boyer et al., 2016), bien qu'une évolution à la hausse soit attendue¹³ sous l'effet de la réglementation *Decreto Correttivo* (décret correctif)¹⁴.

Enfin, concernant le marché français, la croissance exponentielle des premières années est remplacée par une croissance plus mesurée depuis 2015 (cf. Figure 2)¹⁵.

Figure 2 - Évolution des montants levés globaux en CF et en ECF en France entre 2011 et 2017



En 2016, Le Monde tirait le constat que « le *crowdfunding* s'essoufle »¹⁶ en France. La France détient certes la seconde place européenne avec 333 millions d'euros collectés (tous types de CF confondus), mais elle se positionne loin derrière le Royaume-Uni qui affichait 2,34 milliards d'euros levés dès 2014.

¹¹ Source : Minority Business Development Agency [en ligne] www.mbda.gov, « One Year of Equity Crowdfunding: Initial Market Developments and Trends », le 09/04/2018.

¹² Decreto Crescita 2.0, loi n°221 du 17 décembre 2012.

¹³ Les volumes collectés en ECF, *lending crowdfunding* et divers appels publics à l'épargne via des supports en ligne ont augmentés de 289% entre 2016 et 2017. Source : Osservatorio des Crowdfunding of the Politecnico di Milano School of Management, 2017.

¹⁴ Le décret N°50 en date du 24 avril 2017 a étendu l'accès au financement en ECF à toutes les PME, sans restrictions.

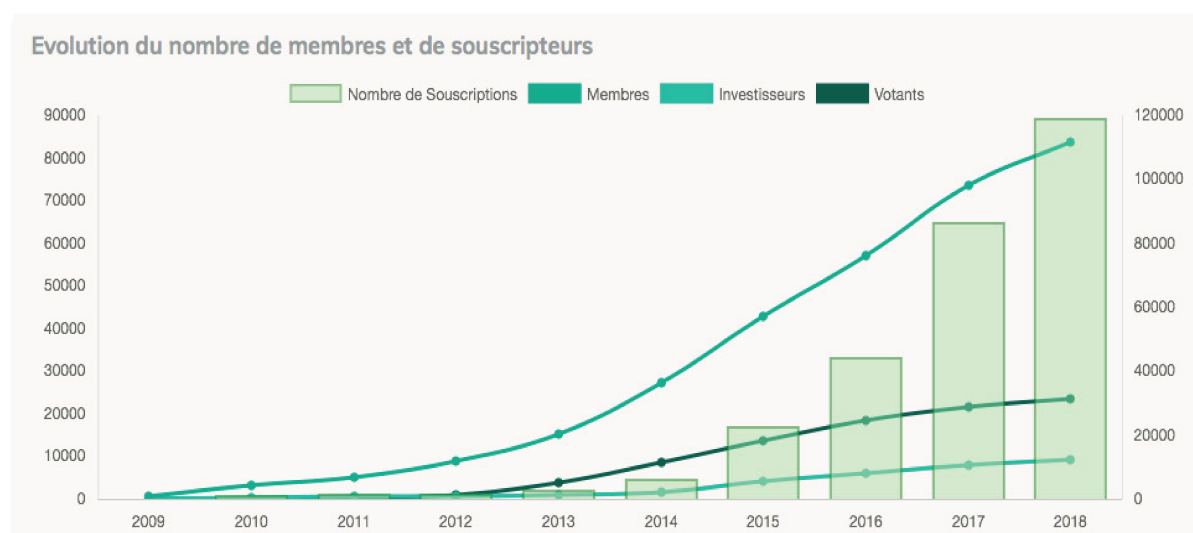
¹⁵ Il n'existe pas de données agrégées au niveau mondial et européen. Les organismes nationaux qui recensent l'activité des plateformes dans chaque pays n'utilisent pas les mêmes méthodes d'où la difficulté d'agrèger manuellement les données. Par exemple, certains pays comptabilisent les fonds levés en obligations dans le *lending-based* CF alors que d'autres les attribuent à la catégorie ECF, sans indiquer le détail.

¹⁶ Le Monde [en ligne], www.lemonde.fr, « le crowdfunding s'essoufle » par Guillemette Faure, le 10/06/2016.

Plus particulièrement, l'investissement en ECF a diminué en France de 15 % entre 2016 et 2017 (57,5 M€ collectés en 2017, contre pour 68,2 M€ en 2016). Plusieurs raisons d'ordre économique ou réglementaire pourraient être envisagées pour expliquer cette évolution¹⁷. Une autre explication aurait trait à un essoufflement du marché, dû à une multiplication des acteurs¹⁸ et à la difficulté pour les plateformes de proposer de « bons » projets¹⁹. Cet essoufflement se traduirait par un désintérêt de la part des investisseurs qui ne profiteraient pas des bénéfices (utilitaires et non utilitaires) attendus de ce mode d'investissement et s'en détourneraient.

Le cas de la plateforme pionnière du marché français de l'ECF, WiSEED, nous a particulièrement interpellé. Cette plateforme communique ses statistiques en ligne ce qui nous permet de constater l'évolution de la composition de sa communauté (Figure 3).

Figure 3 - Capture d'écran de la page « statistique » de WiSEED montrant l'évolution de la composition de sa communauté



Nous observons une nette augmentation du nombre de membres de la plateforme tandis que dans le même temps le nombre de votants et le nombre d'investisseurs augmentent de manière beaucoup plus mesurée. La composition de la communauté en elle-même est

¹⁷ A notre connaissance, aucun article de recherche ne traite spécifiquement des raisons de ce ralentissement. Nous redirigeons donc le lecteur vers une analyse subjective de Stéphanie Savel, présidente de Financement Participatif France, l'association professionnelle des plateformes de *crowdfunding* en France : Withink [en ligne], « Le crowdfunding pour financer l'économie : au-delà de l'effet de mode, des questions de fond », par Stéphanie Savel, le 25 janvier 2018.

¹⁸ Nous renvoyons le lecteur vers l'Annexe 1 pour plus de détails sur la multiplication des acteurs sur le marché du *crowdfunding*.

¹⁹ L'article de Walthoff-Borm et al., (2018) suggère que les *startups* utilisent l'ECF comme une solution de financement en dernier recours et donc que les *startups* financées par ce mode sont moins performantes. Ibrahim (2015) évoque même la possibilité que le marché de l'ECF soit un « marché des Lemons » tel que décrit par Akerlof, 1970.

informative : sur 111 600 membres, 31 400 sont des votants (c'est-à-dire qu'ils ont participé au moins une fois à la sélection des projets à financer), mais seuls 12 200 sont des investisseurs²⁰.

Ainsi, une faible partie de la communauté contribue activement au financement des projets entrepreneuriaux (11 %), tandis que 28 % des membres participent sur la plateforme sans jamais investir et que 61 % sont inactifs.

1.2 Problématique et questions de recherche

L'avenir dira si ce léger infléchissement du marché de l'ECF est une preuve de sa stabilisation ou de son déclin, nous n'avons pas l'ambition de répondre à ces questions de perspectives. Cependant, ces évolutions conduisent à prendre du recul sur ce phénomène récent et, à présent que l'effet de nouveauté s'estompe, il semble opportun de poser la question de la valeur perçue de ce type d'investissement pour les particuliers afin de contribuer à la compréhension des attentes des investisseurs et d'identifier des éléments qui permettraient d'en attirer des nouveaux.

Nous pouvons raisonnablement penser que la dimension participative de la finance « participative » pourrait être un élément important dans le choix de ce type d'investissement.

Pourtant, l'exemple de WiSEED laisse entendre que certaines personnes participent (les votants), sans toutefois investir. Ainsi, la dimension participative de l'ECF pourrait être appréciée en elle-même sans être liée à l'investissement.

Comprendre dans quelle mesure la dimension participative de l'ECF est valorisée par les membres des plateformes et son impact sur leur décision d'investissement est donc primordial tant du point de vue du marketing que de celui de la finance entrepreneuriale.

Les plateformes d'ECF sont des entreprises commerciales qui se rémunèrent sur les fonds collectés dans leur environnement (*cf.* page 37). Fidéliser les investisseurs déjà présents dans leur communauté et en attirer de nouveau est un de leurs enjeux marketing majeurs si elles souhaitent assurer leur développement commercial.

Or, en tant qu'intermédiaires entre l'offre d'investissement des particuliers et la demande de financement des entreprises, leur pérennité est aussi un enjeu de finance entrepreneuriale. Assurer le renouvellement des bases d'investisseurs et le réinvestissement des investisseurs

²⁰ Source : WiSEED [en ligne], www.wiseed.com/fr/statistiques, consulté le 16/06/2018.

déjà actifs est une nécessité pour que l'ECF demeure une alternative de financement viable et pérenne pour les entreprises.

Dans ce contexte, **la problématique de ce travail doctoral consiste à s'interroger sur les dimensions de la valorisation de l'expérience d'investissement en ECF et sur l'effet de sa dimension participative sur le comportement d'investissement des particuliers.**

En nous appuyant sur le cadre théorique de la valeur tel qu'il est proposé par Aurier, Evrard et N'Goala (2004), nous étudierons si les dimensions de la valorisation de l'expérience de participation constituent des antécédents de la valeur globale de l'investissement en ECF et de la décision d'investissement. De cette approche découlent trois questions de recherche que nous présentons ci-après.

1.2.1 Question de recherche 1

Notre première question de recherche (QR1) porte sur les bénéfices attendus et les sacrifices perçus que les investisseurs en ECF associent à l'expérience d'investissement en ECF (Encadré 1). Ces investisseurs en ECF sont également appelés des *crowdinvestors*. Cette terminologie est adoptée dans la suite du document et elle est définie page 46.

Encadré 1 - Question de recherche QR1

QR1 : Quels sont les bénéfices attendus et les sacrifices perçus que les *crowdinvestors* associent à l'expérience d'investissement en ECF ?

Des travaux récents en finance entrepreneuriale ont étudié les motivations sous-tendant ce mode d'investissement (Bretschneider et Leimeister, 2017 ; Cholakova et Clarysse, 2015 ; Estrin et al., 2018 ; Schwienbacher et Larralde, 2010), mais leurs résultats varient et aucun n'envisage l'investissement comme une expérience de consommation de produits financiers (l'article de recherche de Moysidou et Spaeth, 2016 fait exception), c'est-à-dire comme un ensemble d'interactions entre une Personne, un Objet et une Situation (paradigme PxOxS) qui provoque des réactions et produit du sens pour celui qui les vit (Anteblian et al., 2013).

Afin de compléter ces travaux et d'aller plus loin dans la compréhension des sources de valorisation de l'investissement en ECF, nous nous appuyons sur une revue de littérature en finance entrepreneuriale afin :

- De définir les caractéristiques des trois entités dont les interactions sous-tendent l'expérience d'investissement en ECF : la plateforme, l'entrepreneur et l'investisseur.
- De déterminer les différents profils de *crowdinvestors* et leurs comportements d'investissement.

Dans un second temps, la réalisation d'une enquête exploratoire (n=13) auprès de membres de la plateforme française d'ECF WiSEED permettra d'identifier les sources de valeurs et les sacrifices perçus associés à l'investissement en ECF. Ces deux éléments étant des déterminants de la valeur globale de l'investissement selon le modèle fonctionnel de la valeur d'Aurier et al. (2004).

1.2.2 Question de recherche 2

Notre deuxième question de recherche (QR2) concerne la dimension participative de l'expérience d'investissement en ECF (Encadré 2).

Encadré 2 - Question de recherche QR2

QR2 : Comment la dimension participative de l'expérience d'investissement en ECF influence-t-elle le comportement d'investissement des *crowdinvestors* ?

Afin de répondre à cette question de recherche, nous devons appréhender le rôle que la communauté joue sur la décision d'investissement en ECF.

Notre revue de littérature en finance entrepreneuriale nous permettra d'identifier les éléments qui influencent la décision d'investissement des *crowdinvestors* et de déterminer si la dimension participative de l'ECF en fait partie (au travers de l'interaction entre les membres et du comportement de la « foule »).

L'étude exploratoire, présentée précédemment, aidera à déterminer quels en sont les effets sur le comportement d'investissement des *crowdinvestors*.

Sur la base de notre enquête exploratoire, **deux sources de valorisation sont identifiées : l'expérience de participation et l'expérience d'investissement**, qui peuvent être dissociées.

Ce résultat fait écho au constat fait page 3 : certains membres participent, d'autres investissent et ce ne sont pas nécessairement les mêmes individus.

1.2.3 Question de recherche 3

Notre troisième et dernière question de recherche porte sur la valorisation de l'expérience de participation et ses effets sur la valeur globale de l'investissement et la décision d'investissement (Encadré 3).

Encadré 3 - Question de recherche QR3

QR3 : Comment le *crowdinvestor* valorise-t-il son expérience de participation et quels en sont les effets sur la valeur globale de son investissement et sur sa décision d'investissement ?

La réponse à cette question de recherche passe par la construction d'un modèle d'équations structurelles et la réalisation d'une étude empirique par questionnaire (n=436) afin de tester les relations entre les construits mobilisés. Le terrain d'étude retenu, la plateforme WiSEED, offre la possibilité de dissocier l'expérience de participation de l'expérience d'investissement, car elle propose une étape de « vote » distincte du parcours d'investissement.

1.3 Apports attendus de la recherche

Le présent travail doctoral s'inscrit résolument dans le champ du comportement du consommateur. Néanmoins, notre sujet d'étude, le *crowdinvestor*, est un consommateur de produits financiers dont l'étude du comportement a été principalement menée dans le champ de la finance entrepreneuriale. Ainsi, les apports théoriques attendus de notre recherche contribueront à ces deux disciplines.

1.3.1 Apports théoriques attendus en comportement du consommateur

Les apports théoriques à la littérature en comportement du consommateur que nous attendons de ce travail doctoral sont les suivants :

- Vérification de la validité externe du concept de valeur perçue dans le champ de la consommation de produits financiers ;
- Contribution à l'étude du comportement du consommateur de produits financiers
- Modélisation de la relation entre la valeur perçue de l'expérience de participation à une communauté et la valeur globale de l'achat de produits financiers ;
- Test empirique de ce modèle théorique ;
- Analyse de l'effet de la valeur perçue d'une expérience sur des comportements réels. Cet apport répond à une voie de recherche suggérée par Leclercq, Hammedi et Poncin (2016) ;
- Enrichissement de la compréhension de l'influence de l'expertise des consommateurs sur leur comportement d'achat.

1.3.2 Apports théoriques attendus en finance entrepreneuriale

Notre recherche propose de déterminer les sources de valorisation de ce mode d'investissement récent qu'est l'ECF et l'effet de sa dimension participative sur le comportement réel d'investissement. Ce travail doctoral devrait donc contribuer à :

- Établir les sources de valorisation et les sacrifices associés par les *crowdinvestors* à ce type d'investissement et ainsi compléter la littérature en finance entrepreneuriale sur les raisons d'adoption de l'ECF ;
- Mesurer l'effet de la dimension participative de l'ECF (au travers de l'expérience de participation) sur l'investissement effectif.

1.3.3 Apports managériaux attendus

Enfin, comme nous l'expliquions en début d'introduction, la problématique de recherche de notre thèse est ancrée dans un environnement managérial. Les apports attendus pour les plateformes d'ECF, leurs responsables marketing et, plus généralement, les marketeurs de services financiers en ligne sont multiples. En adoptant une approche par la valeur perçue, nous nous inscrivons dans la vision selon laquelle « *le concept de valeur est central pour la recherche d'un avantage concurrentiel entre des enseignes à la recherche de nouvelles sources de différenciation* » (Woodruff, 1997) et espérons apporter les contributions managériales suivantes :

- Comprendre dans quelle mesure la valorisation de l'expérience de participation à une communauté en ligne influence la valeur globale de l'investissement ;
- Déterminer si la valeur perçue de l'expérience de participation a une influence sur l'investissement effectif ;
- Déterminer des critères de segmentation des communautés de plateformes d'ECF.

1.4 Structure de la recherche

Le présent travail doctoral s'articule autour de quatre chapitres qui suivent le déroulé de notre recherche en vue de répondre aux trois questions évoquées précédemment.

Le **premier chapitre** (noté 2.) synthétise les travaux en finance entrepreneuriale identifiés dans notre revue de littérature concernant l'ECF et les *crowdinvestors*. Nous partons d'éléments de cadrage de ce phénomène, puis nous abordons les bénéfices et les risques de l'ECF pour les deux entités avec lesquelles le *crowdinvestor* est en interaction lors de son expérience d'investissement, pour arriver progressivement à l'étude approfondie du profil, des motivations, des risques, du comportement d'investissement et des facteurs d'influence de la décision d'investissement des *crowdinvestors*.

Le **deuxième chapitre** (noté 3.) présente la démarche exploratoire qui a été adoptée pour :

- Déterminer le type d'interactions existantes entre la personne (le *crowdinvestor*) et l'objet « plateforme » ainsi que l'objet « projet entrepreneurial », en utilisant comme prisme d'analyse le paradigme PxOxS (Personne x Objet x Situation) dont l'expérience résulte (Filsler, 2002) ;
- Identifier les bénéfices attendus et les sacrifices perçus déterminant la valeur globale de l'investissement en ECF.

Ce chapitre présente et discute l'ensemble des résultats de l'analyse de contenu menée sur la base de 13 entretiens semi-directifs réalisés auprès de membres de la plateforme WiSEED.

Sur cette base, le **troisième chapitre** (noté 4.) de cette thèse présente une modélisation de la relation entre la valeur perçue de l'expérience de participation, la valeur globale de l'investissement et l'investissement effectif, ainsi que les hypothèses qui s'y réfèrent. Nous y détaillons également l'opérationnalisation des construits, le mode de recueil des données (par questionnaire, n=436) et la méthode d'analyse des données (équations structurelles par l'approche PLS).

Le **quatrième chapitre** (noté 5.) présente tout d'abord les différentes analyses préliminaires effectuées sur l'échantillon de données. Des analyses descriptives et un test du chi-deux permettront d'affiner les caractéristiques des *crowdinvestors* en fonction des montants qu'ils ont investis. Puis, le modèle de mesure est évalué, tant sur la fiabilité des mesures que sur leur validité, avant de tester son ajustement empirique. L'hypothèse selon laquelle la valeur perçue de l'expérience de participation a une influence sur l'investissement étant rejetée (H1a et H1b), un enrichissement du modèle est proposé et justifié. Les résultats de l'étude empirique, qui portent sur ce modèle enrichi, sont ensuite présentés puis discutés.

Enfin, la **conclusion générale** (notée 6.) synthétise les réponses apportées aux questions de recherche de ce travail doctoral, les apports théoriques, managériaux et réglementaires de la recherche ainsi que ses limites et les voies de recherche qu'elle ouvre.

2. Revue de littérature sur le *crowdfunding* et le comportement d'investissement des *crowdinvestors*

Le CF, traduit littéralement en français par le « financement par la foule », a fait l'objet d'une couverture médiatique intense ces dernières années. Le sujet est intrigant et fait écho aux démarches politiques entreprises, notamment en France, dans le but de créer une *startup Nation*,²¹ fleuron de la modernité technologique, agile et innovante.

En 2013, Agrawal, Catalini, et Goldfarb, citaient des hommes d'affaires et des revues de premier ordre pour démontrer le potentiel du CF pour améliorer le financement de l'innovation, l'émergence de bonnes idées, la création d'emplois et l'agilité des entreprises. Pourtant, derrière ce terme anglo-saxon à la mode, se cachent une source de financement ancestrale et des réalités de fonctionnement très diverses (2.1.1).

Nous allons nous atteler à distinguer ces différentes réalités en nous appuyant sur la littérature émergente autour du CF (2.1.2).

De plus, la notion de « foule » reste à manier avec précaution et nous oblige à nous interroger sur sa pertinence. Ne devrions-nous pas privilégier le terme de « communauté » ? Ou celui « d'agrégat d'individus » ? Les définitions de ces termes nous aideront à répondre à cette interrogation (2.1.3).

Dans une deuxième section (2.2), nous nous intéressons aux deux entités avec lesquelles le *crowdinvestor* est en interaction : la plateforme d'ECF et les entrepreneurs.

Ce détour dans la littérature nous semble important. En effet, les plateformes d'ECF, bien qu'elles prônent la désintermédiation de la finance, constituent les intermédiaires principaux entre les investisseurs et les porteurs de projets et se sont imposées comme des outils de finance de marché adapté au non-côté (Cieply et Nadant, 2016). Leurs choix quant à leur modèle d'intervention et leur politique d'investissement ont une incidence sur le financement des projets et, de fait, sur le profil des investisseurs qu'elles attirent (2.2.1).

Nous étudions également les bénéfices et les risques à faire appel à l'ECF pour les entrepreneurs (2.2.2).

Enfin, nous présentons une revue de littérature complète sur les profils, les motivations, les risques et le comportement d'investissement des *crowdinvestors*, sujets de notre étude (2.3).

²¹ L'ouvrage *Israël, the startup-nation* de Dan Senor et Saul Singer est paru en 2009.

Sur la base de cette large revue de littérature, nous en identifions les manques (2.4). Ils concernent principalement l'identification des bénéfices et des sacrifices associés à ce type d'investissement et la compréhension de l'influence de la communauté sur le comportement des investisseurs particuliers.

2.1 Définition du *crowdfunding*

Dans cette première section, nous revenons sur les définitions du CF apportées par la recherche et proposons un succinct rappel de l'émergence du phénomène (2.1.1). Nous présentons également les différentes formes de CF que ce terme générique recouvre et nous évoquons les autres formes émergentes apparaissant dans la pratique (2.1.2).

Enfin, nous nous interrogeons sur la notion de foule qui sous-tend ce type de financement et sur les conditions d'émergence d'une forme de sagesse collective (2.1.3).

Cette section a pour vocation de présenter toutes les formes de CF pour mieux identifier les éléments distinctifs de l'ECF, unique dans la théorie, mais multiforme dans la pratique.. En effet, bien qu'il soit nécessaire de comprendre le contexte général, c'est l'ECF qui fera l'objet de nos développements ultérieurs.

2.1.1 Le *crowdfunding* prend sa source dans le *crowdsourcing*

Le CF est lié au *crowdsourcing*, le premier étant un mode de financement de projets par une multitude de particuliers ; le second permettant d'obtenir des solutions à un problème donné par une foule d'individus (Brabham, 2010).

Le *crowdsourcing* est défini comme « *l'acte par lequel une entreprise ou une institution externalise une fonction préalablement assumée par des salariés vers un réseau indéfini (en généralement large) de personnes sous la forme d'un appel ouvert* » (Howe, 2006), et repose sur l'utilisation d'une « foule » pour obtenir des idées, des suggestions et des solutions (Belleflamme et al., 2010).

Dans le même esprit, le CF permet de récolter non seulement des idées, mais surtout des financements. Belleflamme, Lambert, et Schwienbacher (2010), rappellent qu'il s'agit de faire appel à une multitude d'investisseurs non « sophistiqués » pour collecter des petites sommes d'argent en vue de financer un projet artistique, entrepreneurial ou autre, plutôt que de lever des fonds auprès d'investisseurs professionnels. De plus, toujours selon ces auteurs, le CF, parce qu'il utilise des nouveaux outils de communication et la puissance d'internet, apporte

des fonds et l'occasion pour les porteurs de projet de tester leurs idées, de récolter des suggestions, d'apprendre à connaître leur clientèle cible et de gagner en notoriété.

Ainsi, Lambert et Schwienbacher (2010) se sont appuyés sur la définition du *crowdsourcing* de Kleemann, Voss et Rieder (2008), pour proposer une définition conceptuelle du CF qui prend en compte sa dimension numérique. Ils le décrivent comme un appel au public, *via internet*, pour l'obtention de ressources financières sous forme de dons, d'échanges contre récompense et/ou d'achat de droits de vote dans le but de soutenir des initiatives²².

Brabham (2010) fait également de l'utilisation d'internet un élément incontournable du développement du CF en cela qu'il permet d'accéder à la « foule ». Ce sont les outils numériques ainsi que le développement de plateformes de mise en relation qui ont favorisé l'interaction entre des inconnus, investisseurs pour certains, porteurs de projets pour d'autres. Schwienbacher et Larralde (2010) ont quant à eux mis en lumière, dans une étude empirique menée entre 2009 et 2010, le rôle prépondérant de la communication et du réseautage autour du projet en recherche de financements.

En s'appuyant sur les recherches précédentes, Belleflamme et al. (2010) proposent une seconde définition du CF : « *Le crowdfunding implique un appel ouvert, principalement par le biais d'internet, pour la recherche de ressources financières, qu'elles soient sous forme de don, en échange d'une forme de récompense quelconque et/ou de droits de vote dans le but de soutenir des actions dédiées* ²² ».

Cette définition ne rend cependant pas compte d'un aspect essentiel du CF qui repose sur une multitude d'individus et de fait sur une multitude d'investissements.

Nous adopterons donc la définition d'Hornuf et Schwienbacher (2015) selon laquelle **le CF consiste en la collecte de petites sommes d'argent de la part d'un grand nombre de bailleurs de fonds qui financent un projet, via internet, sans intermédiaires traditionnels, de manière coopérative.**

²² La traduction en français a été faite par la doctorante. La citation originale est la suivante : « *an open call, essentially through the Internet, for the provision of financial resources either in form of donation or in exchange for some form of reward and/or voting rights in order to support initiatives for specific purposes* ».

Encadré 4 - Synthèse de la section 2.1.1

En résumé

Plusieurs chercheurs ont proposé des définitions conceptuelles du CF. Un des éléments caractéristiques de ce mode de financement est son développement dans un environnement virtuel grâce à des outils numériques. Nous adoptons donc la définition d'Hornuf et Schwienbacher (2015).

Les différentes définitions du CF identifiées dans la littérature sont récapitulées dans le tableau suivant.

Tableau 1 - Récapitulatif des définitions du crowdfunding

Auteurs	Définition
Belleflamme et al., 2010, p. 5	<i>Crowdfunding involves an open call, essentially through the internet, for the provision of financial resources either in form of donation in exchange for some form of reward and/or voting rights.</i>
Fiedler et Horsch, 2014, p.98	<i>Crowdfunding comprises forms of capital supply, with which capital seeking companies publicly present themselves on specific internet based platforms to a big group of potential capital providers based on their innovative business idea an offer this group the opportunity to engage themselves with the allocation of funding.</i>
Hemer et al., 2010, p.4	<i>Crowdfunding is a form of project and innovation funding with micropayments.</i>
Lambert et Schwienbacher, 2010, p.4	<i>An open call, essentially through the internet, for the provision of financial resources either in form of donation or in exchange for some form of reward and/or voting rights in order to support initiatives for specific purposes.</i>
Tomczak et Brem, 2013, p.338	<i>The act of taking a loan/funding traditionally performed by a designated agent and outsourcing it to an undefined, generally large group of people in the form of an open call.</i>
Wenzlaff et al., 2012	<i>Crowdfunding is a type of fundraising for creative projects, but also for companies. Most important aspect is that crowdfunding is open, uses the methods of web 2.0 for communication and has usually a type of material or immaterial rewarding.</i>

Source : Bouncken et al., 2015

2.1.2 Le crowdfunding est un phénomène multiforme

Jusqu'à présent, nous avons évoqué le CF comme un phénomène unique. Si le même principe de base nourrit toutes les plateformes intermédiaires, différentes formes de CF se sont développées, répondant à des besoins variés de la part des entrepreneurs et à des intérêts multiples de la part des contributeurs (Lin et al., 2014).

En effet, le CF permet à des porteurs de projets d'obtenir des ressources financières sous forme de dons, d'échanges contre récompense et/ou d'achat d'actions ou d'obligation, or ce ne sont pas les mêmes plateformes qui accueilleront leurs projets.

Il convient d'en distinguer les formes principales (2.1.2.1) avant d'en présenter les différentes propositions de valeur (2.1.2.2) et les modèles adoptés par les plateformes de CF (2.1.2.3).

2.1.2.1 Classifier les formes de *crowdfunding*

Afin de classifier les formes de CF, nous avons identifié une typologie, celle de Schwienbacher et Larralde (2010), un modèle, celui de Belleflamme et al. (2014) et une taxonomie, celle de Haas, Blohm, et Leimeister (2014). Nous les présentons ici avant de proposer une catégorisation qui repose sur les offres des plateformes intermédiaires.

Cette proposition se veut pragmatique afin d'assurer une bonne compréhension des différentes catégories de CF, devenues des métiers bien distincts pour les plateformes (bien que certaines les cumulent).

2.1.2.1.1 Typologie de Schwienbacher et Larralde (2010)

Schwienbacher et Larralde (2010) distinguent le don, l'investissement passif et l'investissement actif :

- **Le don** concerne certains projets en recherche de financement qui ne proposent aucun retour sur investissement à leurs donateurs ni aucune récompense en nature. Ces projets sont structurés sous forme d'associations ou d'Organisations Non Gouvernementales.
- **L'investissement passif** recouvre toutes les formes d'investissements réalisés en échange d'une récompense financière ou non-financière tant qu'elle n'offre pas la possibilité à l'investisseur de s'impliquer dans le projet en donnant son avis ou en lui consacrant du temps.
- Enfin, **l'investissement actif** concerne les projets pour lesquels les investisseurs peuvent devenir acteurs du projet en plus d'une éventuelle récompense, pécuniaire ou non. Selon les auteurs, cette dernière catégorie peut s'étirer jusqu'à s'intégrer dans le champ du *crowdsourcing*.

Dans la pratique des plateformes, cette catégorisation n'est pas la plus pertinente, car la question pour l'investisseur n'est pas de savoir s'il pourra s'impliquer ou non dans le projet qu'il finance, mais plutôt de connaître quelle forme prendra son retour sur investissement.

2.1.2.1.2 Modèle de Belleflamme et al. (2014)

Belleflamme, Lambert, et Schwienbacher (2014) ont élaboré un modèle afin de comparer deux formes de CF et le cas de figure dans lequel l'entrepreneur préférera l'un à l'autre. Les deux formes étudiées par les auteurs sont les suivantes :

- **Le *pre-ordering*** est traduit en français par « précommande ». Pour l'entrepreneur cela consiste à prévendre un produit qui n'existe pas encore, tel qu'un album de musique avant son enregistrement ou bien un produit qui n'est pas encore commercialisé.
- **Le *profit sharing***, ou partage de profit, est le second mécanisme que les entrepreneurs peuvent utiliser lorsqu'ils font appel au CF. En échange de leurs contributions, les investisseurs reçoivent une part des profits réalisés par l'organisation, proportionnelle au montant investi.

Le modèle développé par les auteurs montre qu'un entrepreneur préférera le mécanisme de précommande quand son besoin en capital est faible, mais qu'il privilégiera un mécanisme de partage de profit s'il souhaite lever des capitaux plus importants.

Ce modèle a le mérite de clarifier les motivations d'un entrepreneur à faire appel à l'une ou l'autre forme de financement. Cependant, de nombreux éléments limitent son caractère explicatif des pratiques du CF.

La notion de *pre-ordering* (ou précommande) nous semble trop restrictive puisqu'elle ne permet pas de prendre en compte le CF basé sur des dons.

De même, la notion de *profit-sharing* permet de classer l'ECF, mais ne laisse pas de place pour le prêt participatif qui rémunère l'investisseur sous forme de taux d'intérêt et non de participation aux profits. Or, il s'agit de la forme la plus développée de CF (Massolution, 2015).

2.1.2.1.3 Taxonomie de Haas et al. (2014)

Haas, Blohm et Leimeister (2014, p.3) reprochent aux classifications existantes d'être « *conceptuelles par nature, non ancrées dans la théorie ni validées empiriquement* ». Les auteurs proposent de répondre à ce manque d'ancrage concret par une taxonomie empirique. Ils identifient 3 types d'intermédiaires en CF en fonction de leur modèle d'affaires :

- **Altruiste** : les membres des plateformes de la catégorie « altruiste » soutiennent des projets, principalement à vocation sociale ou écologique, en réalisant des dons et ne reçoivent aucune compensation financière ou matérielle. Les fonds levés par projet sont inférieurs à 5 000 euros.

- **Hédonique** : les contributeurs des plateformes « hédoniques » financent des projets innovants ou créatifs sans attendre de compensation financière. Les projets présentés sur ce type de plateformes tentent de susciter l'intérêt, le désir ou la joie des contributeurs. La proposition de valeur de ces intermédiaires est de contribuer à créer une forme d'hédonisme en sélectionnant des projets enthousiasmants. Les plateformes de cette catégorie sont caractérisées par une grande quantité de petits projets.
- **Recherche de profit** : les plateformes de ce type offrent des retours financiers en échange du financement des entreprises qu'elles présentent. Le retour peut porter sur de futurs profits (si l'investissement se fait en échange de parts sociales) ou prendre la forme d'intérêts (dans le cas d'un prêt). Ces plateformes sont caractérisées par un faible nombre d'entreprises en financement présentées simultanément, mais des montants collectés plus importants.

Cette taxonomie présente un ancrage empirique indéniable. Cependant, dans la pratique, les plateformes proposent parfois plusieurs formes d'investissement dans le même espace en ligne et donc plusieurs propositions de valeur et elles continuent de se référer aux sous-catégories telles que Bradford (2012) les identifie : 1) dons (*donations*) 2) dons contre récompense (*reward-based*) 3) précommande (*pre-ordering*) 4) prêt participatif (*lending-based*) et 5) *equity-based crowdfunding*²³. Une nuance est à noter : le don contre récompense et le pré-achat sont souvent réunis sous la même terminologie de *reward-based* (Wallmeroth, Wirtz, et Groh, 2018).

Nous proposons de classer les différents produits financiers que proposent les plateformes aux contributeurs en combinant les propositions de valeur des plateformes conformément à Haas, Blohm et Leimeister (2014) tout en intégrant les types de CF identifiés par Bradford (2012).

Nous présentons les formes de CF en fonction de leur niveau de complexité, conformément à Hemer (2011) dans le Tableau 2.

²³ Ce terme anglosaxon a été adopté tel quel en français.

Tableau 2 - Type de *crowdfunding* en fonction du niveau de complexité et de la proposition de valeur de la plateforme

Niveau de complexité (d'après Hemer, 2011)	Proposition de valeur principale (d'après Haas et al., 2014)	Type de <i>crowdfunding</i> (Bradford, 2012)	
Faible	Altruiste	Dons	
	Hédoniste	<i>Reward-based</i> ²⁴	Dons contre récompense Pré-commande
Modérée	Pour le profit	<i>Royalties</i>	
		<i>Lending-based</i>	Prêt sans intérêt
Prêt avec intérêt			
		Minibons	
Élevée		<i>Real Estate CF</i>	Obligation
		<i>Equity CF</i>	Actions

Les montants levés par les entrepreneurs oscillent entre mille et un million de dollars en fonction du modèle de financement choisi (World Bank, 2013). Côté investisseurs, certaines plateformes proposent d'investir à partir de 5 euros, mais les tickets d'entrée peuvent atteindre plusieurs milliers d'euros (Wallmeroth, Wirtz, et Groh, 2018) (*cf.* Tableau 3).

Tableau 3 - Montants moyens investis par les *crowdfunders* selon le type de *crowdfunding*

	Montant moyen investi/individu (en euros)	Montant moyen recueilli/projet (en euros)
Dons		
sans récompense	69	4 001
contre récompense	62	4 785
Prêts		
sans intérêt	95	1 249
avec intérêt	310	121 706
minibonds	2 368	198 608
Investissement		
royalties	357	41 918
actions	7 745	417 780
obligations	5 896	447 395

²⁴ La catégorie *reward-based* englobe le don contre récompense et la précommande selon la nuance apportée par Wallmeroth, Wirtz et Groh (2018).

2.1.2.2 Le *crowdfunding* recouvre différentes propositions de valeur

Après avoir proposé un choix de classement des formes de CF, leurs principales caractéristiques sont présentées ci-après en fonction de leur proposition de valeur et selon la taxonomie de Haas et al. (2014) : proposition de valeur altruiste (2.1.2.2.1), proposition de valeur hédonique (2.1.2.2.2), proposition de valeur pour le profit (2.1.2.2.3).

2.1.2.2.1 Proposition de valeur « altruiste » : le don

Les projets présentés en CF sont pour la majorité des projets philanthropiques pour lesquels les individus font des dons, sans espérer en tirer une compensation matérielle (Hornuf et Schwienbacher, 2015), si ce n'est des remerciements publics (Leimeister et Zogaj, 2013). Cette forme de financement offre l'occasion aux contributeurs de soutenir des projets qui leur tiennent à cœur, qu'ils portent sur la construction d'une école par une ONG ou sur la sauvegarde d'une librairie de quartier (McKinley, 2012). Les organisations en demande de fonds utilisent alors la proposition à donner des particuliers pour financer des coûts de fonctionnement, des projets ponctuels ou pour financer des activités créatives et artistiques (Rossi, 2014).

Notons une particularité française : dans l'hexagone, les fonds versés par un particulier à un organisme sans but lucratif ou à une association peuvent lui permettre de bénéficier d'une défiscalisation et d'une réduction de son impôt sur le revenu ou de son impôt sur la fortune.²⁵

2.1.2.2.2 Proposition de valeur « hédonique » : le don contre récompense (reward-based CF)

Les organisations font appel au *reward-based* CF pour financer des projets artistiques ou pour financer la production d'une pré-série (Rossi, 2014). Cette forme de CF promet un retour à la fois matériel et immatériel au contributeur (Bouncken, Komorek, et Kraus, 2015). La compensation matérielle peut prendre la forme d'une récompense, telle qu'un t-shirt avec le logo du projet (Hornuf et Schwienbacher, 2015) ou la réception en avant-première du produit proposé par le porteur de projet (Hemer, 2011).

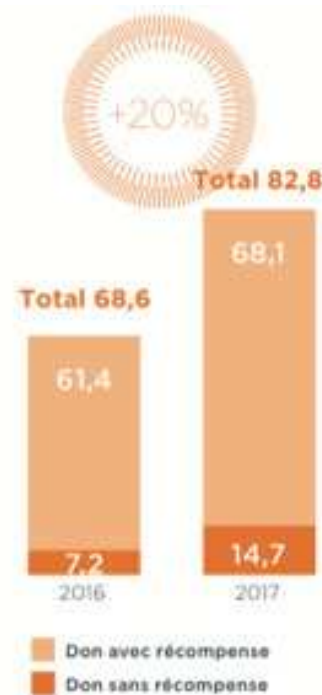
Dans ce cas, on parle indistinctement de précommande ou de prévente. Le contributeur est avant tout un consommateur qui achète un produit ou un service avant sa mise en

²⁵ Code général des impôts. Réduction d'impôt accordée au titre des dons : article 200.

production ou sa mise sur le marché, manifestant ainsi sa volonté de le consommer (Hornuf et Schwienbacher, 2015).

L'évolution des fonds levés en France en dons et en précommande est présentée dans la figure suivante.

Figure 4 - Évolution des fonds investis en *reward-based* CF en France entre 2016 et 2017



Source : *Baromètre du crowdfunding (2017)*

2.1.2.2.3 Proposition de valeur « pour le profit »

La proposition de valeur « hédonique » correspond dans la taxinomie d'Haas et al. (2014) à trois formes de CF : le prêt participatif (2.1.2.2.3.1), le CF immobilier (2.1.2.2.3.2) et l'ECF (2.1.2.2.3.3). De nouvelles formes de CF apparaissent également dans la pratique (2.1.2.2.3.4).

2.1.2.2.3.1 Le prêt participatif (*lending-based CF*)

Deux formes de prêt participatif peuvent être distinguées (Bouncken et al., 2015). Soit, le contrat de prêt est établi entre des investisseurs privés qui financent une personne physique, on parle dans ce cas de « *peer-to-peer lending* », ou *P2P lending* (Hemer, 2011 ; Kortleben et Vollmar, 2012). Soit, il est établi entre des investisseurs, personnes physiques, et une entreprise (Barasinska et Schäfer, 2010). Cette forme de CF s'adresse à des entrepreneurs qui souhaitent financer leurs activités, telles que du recrutement, de l'achat de matériel, des

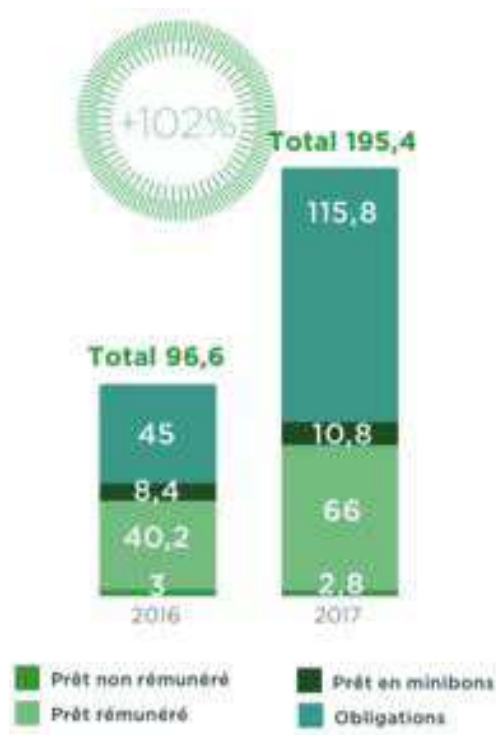
extensions de locaux²⁶, sans faire entrer d'actionnaires à leur capital (Rossi, 2014). Ils accèdent ainsi rapidement à des prêts qui sont pour certains sans garantie. La plateforme française Unilend annonce, par exemple, des financements réalisés en moyenne en 3 jours²⁷.

Pour les prêteurs de ce deuxième type de prêts, le risque principal est le risque de défaut de l'entreprise créditée. Les plateformes de prêt participatif tentent de le réduire en sélectionnant des entreprises ayant un historique qui crédibilise leur capacité future de remboursement et leur solvabilité.

Parfois confondus, le prêt participatif et la microfinance se distinguent par leurs cibles et leurs objectifs. La microfinance s'adresse exclusivement à des personnes pauvres ou à faibles revenus en leur allouant des crédits de faibles montants (World Bank, 2013).

La figure suivante montre l'évolution des fonds investis *via* ce type de prêts en France.

Figure 5 - Évolution des fonds investis en *lending* CF en France entre 2016 et 2017



Source : *Baromètre du crowdfunding (2017)*

²⁶ Source : Unilend.fr [en ligne] rubrique « Emprunter ». Consulté le 07/06/2018.

²⁷ Source : Unilend.fr [en ligne] rubrique « Statistiques ». Consulté le 07/06/2018.

2.1.2.2.3.2 *Le crowdfunding immobilier (real estate CF)*

L'un des derniers développements du CF porte sur le financement de projets du secteur immobilier. Introduit en France par la plateforme WiSEED en 2012, ce type de CF se développe également aux États-Unis sous l'effet de l'assouplissement de la réglementation américaine (JOBS Act 2012). Le principe sous-jacent de ce mode de financement réside dans le fait que des investisseurs particuliers octroient un prêt obligataire à une structure de promotion immobilière (Vogel et Moll, 2014). Le professionnel de la promotion immobilière finance ainsi une partie des fonds propres nécessaires au lancement d'une opération immobilière auprès de particuliers qui sont rémunérés avec des intérêts (entre 7 % et 10 % annuels) à moyen terme (18-36 mois) (Vogel et Moll, 2014).

2.1.2.2.3.3 *Le CF avec apport de capital (ECF)*

Le CF avec apport de capital, ou ECF est l'une des formes les plus récentes de CF et une nouvelle classe d'actifs disponibles sur les marchés du capital-risque (World Bank, 2013).

L'ECF est une sous-catégorie du CF dans laquelle les entreprises en recherche de financement émettent des titres financiers afin de satisfaire leurs besoins en capitaux et de financer leur développement global, sans que ces fonds soient fléchés vers un produit ou un service en particulier (Hemer, 2011).

Il s'agit d'une forme de financement dans laquelle des parts de capital de l'entreprise financée sont obtenues comme « récompense » de l'investissement (Ahlers et al., 2015 ; Cholakova et Clarysse, 2015 ; Martínez-Climent et al., 2018). En faisant l'acquisition de parts de capital de l'entreprise, les investisseurs espèrent en partager les profits et détiennent parfois des droits de vote (Hornuf et Schwienbacher, 2015).

Hagedorn et Pinkwart (2013) définissent l'ECF comme : « *une méthode de financement pour de jeunes entreprises qui permet l'acquisition de capital en coordonnant la vente de différents types d'actions à un groupe indéfini d'investisseurs potentiels via des communautés sociales virtuelles* »²⁸.

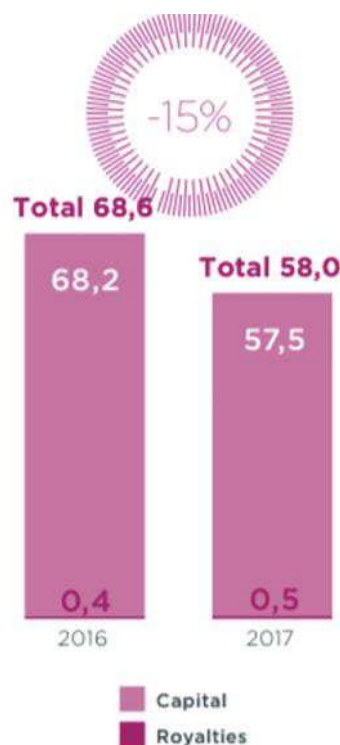
Le degré de complexité de l'ECF tient dans la manipulation de ces titres financiers. En effet, avant la campagne en ligne, l'entrepreneur et la plateforme doivent se mettre d'accord sur la valorisation de l'entreprise afin de déterminer la part globale de capital qui sera cédée aux investisseurs particuliers. Un contrat financier est ensuite conclu entre la plateforme et l'entreprise (Hornuf et Schwienbacher, 2015). L'investisseur ne mène pas de négociation en

²⁸ Cette traduction et les suivantes sont celles de la doctorante.

direct avec l'entrepreneur. L'investisseur en ECF, que nous appellerons *crowdinvestor* dans la suite de notre travail²⁹, a ainsi accès à un produit financier déjà négocié.

À titre indicatif, l'évolution des fonds investis en ECF en France est présentée dans la figure suivante.

Figure 6 - Évolution des fonds investis en ECF en France entre 2016 et 2017



Source : Baromètre du crowdfunding (2017)

2.1.2.2.3.4 Les formes émergentes de CF

Les nouvelles technologies de l'information et de la communication accentuent le développement des technologies financières (*fintech*) et ouvrent la voie à de nouveaux modèles de CF. Salomon (2018) évoque notamment le potentiel du CF reposant sur la *blockchain* qui est pour l'instant très peu étudié (Zhu et Zhou, 2016).

Le principe des ICO est une application de ce nouveau type de financement (*Initial Coin Offering*) puisqu'ils utilisent justement la technologie *blockchain* : selon cette méthode, les collectes de fonds se déroulent grâce à l'émission d'actifs numériques (des « tokens ») que les investisseurs peuvent ensuite échanger contre des cryptomonnaies³⁰.

²⁹ La notion de *crowdinvestor* est définie dans la section 2.3.

³⁰ AMF [en ligne] www.amf-france.org, Colloque du Conseil scientifique de l'AMF sur les ICO et crypto-actifs. Publié le 20/06/2018.

Pour finir, l'investissement rétribué par des *royalties* est une forme de CF qu'il convient également de mentionner. Selon ce type de CF, l'investisseur est considéré comme « co-créateur » d'une production culturelle, intellectuelle, artistique, etc., aux côtés du créateur. Il reçoit à ce titre une part de profit au *prorata* de son investissement et en fonction de l'exploitation commerciale de la propriété intellectuelle qu'il a contribué à financer (World Bank, 2013).

2.1.2.3 Le *crowdfunding* se décline sous différents modèles

Nous venons de décrire les différents types de CF auxquels les porteurs de projets peuvent faire appel et auxquels les *crowdfunders* peuvent contribuer.

Il existe également une distinction à opérer concernant les modèles de collecte en vigueur sur les plateformes.

De manière générale, lorsqu'ils présentent leur projet sur une plateforme de CF, les porteurs de projets (entreprises ou particuliers) fixent, seuls ou avec la plateforme, un montant objectif de financement et une durée de collecte.

Deux modèles de collecte identifiés par Cumming, Leboeuf, et Schwienbacher (2014) s'appliquent alors : le modèle « *keep-it-all* » (2.1.2.3.1) et le modèle « *all-or-nothing* » (2.1.2.3.2).

Les auteurs étudient la plateforme américaine Indigogo afin de mesurer les conséquences du choix de l'un ou de l'autre de ces modèles sur le succès des collectes de fonds. Ces modèles ont également des conséquences pour les investisseurs. Nous les présentons rapidement ci-après.

2.1.2.3.1 Keep-it-all

Selon le modèle *Keep -it-all* (que nous abrégons par la suite KIA) le porteur de projet garde la totalité de la somme collectée, quelle que soit l'issue de la collecte de fonds et même si le montant obtenu à l'issue de la période de collecte est inférieur à l'objectif fixé préalablement.

Les entrepreneurs qui sélectionnent le modèle KIA doivent être en mesure de séquencer leurs projets de développement en fonction du montant des fonds obtenus et de les financer par « tranches ».

Côté investisseurs, le modèle KIA implique que les fonds seront versés au projet, quand bien même il serait sous-financé. Les contributeurs doivent alors se contenter de perspectives moins ambitieuses de développement pour le projet qu'ils ont soutenu.

2.1.2.3.2 All-or-nothing

À l’opposé, le modèle *all-or-nothing* (AON) impose que la totalité du besoin de financement soit comblée avant la fin de la période de collecte. Si ce n’est pas le cas, la somme accumulée au cours de la collecte de fonds est remboursée aux *crowdfunders* et le projet est retiré de la plateforme.

Selon Cumming et al. (2014), le choix d’un modèle AON permet aux entrepreneurs de donner un signal positif aux *crowdfunders* qui sont rassurés sur le fait que le projet sera suffisamment capitalisé pour atteindre ses objectifs. Cela permet donc de diminuer le risque perçu de leur investissement.

Encadré 5 – Synthèse de la section 2.1.2

En résumé

Les plateformes de CF font évoluer leurs offres rapidement à la fois pour répondre aux besoins de financement des entrepreneurs et aux attentes des investisseurs, tout en s’adaptant aux évolutions de la réglementation. Ainsi, les formes de CF se multiplient et les façons de les catégoriser également. Nous proposons dans ce travail doctoral de les catégoriser en fonction de leur proposition de valeur (conformément à Haas, Blohm, et Leimeister, 2014) et en fonction de la complexité des outils financiers manipulés.

À présent que nous avons défini le CF en général et l’ECF en particulier, il convient d’étudier plus en détail l’une des caractéristiques principales de ce mode de financement à savoir le rôle central de la « foule ».

2.1.3 Le crowdfunding s’adresse à une « foule »

En 1852, Charles Mackay alertait sur la folie des foules (*madness of crowds*) et 150 ans plus tard, James Surowiecki (2004) en prône la sagesse (*wisdom of crowds*).

La foule a des propriétés comportementales particulières qui ont fait l’objet de l’étude de Gustave Lebon en 1905. Il écrit dans *Psychologie des foules* qu’il « *serait superflu d’ajouter que l’impuissance des foules à raisonner juste les empêche de n’avoir aucune trace d’esprit critique, c’est-à-dire, d’être aptes à discerner la vérité de l’erreur, à porter un jugement précis sur quoi que ce soit. Les jugements que les foules acceptent ne sont que des jugements imposés et jamais des jugements discutés.* »

Avec l'expansion du CF, les foules ont désormais la possibilité et la responsabilité de faire des estimations d'évolution de titres boursiers, comme sur le site Estimize.com qui a fait l'objet d'une étude de la part de Da et Huang (2015); ou bien de prendre des décisions d'investissements qui étaient jusqu'à lors réservées à des investisseurs dits « professionnels » et donc considérés comme experts (Mollick et Nanda, 2014).

Selon l'historique réalisé par Larick, Mannes, et Soll (2016), un glissement de la représentation des foules s'est opéré dans les études de psychologie sociale depuis les années 1920.

La foule, d'abord décrite comme violente et moutonnaire (Lebon, 1905), a été peu à peu envisagée comme une source potentielle d'idées et d'intelligence. Les chercheurs ont alors étudié le pouvoir du groupe par rapport à l'individu et ont compris qu'il provenait d'un principe « simple et élégant » selon Larick, Mannes, et Soll (2016) qui est que la combinaison des jugements des membres d'un groupe atténue les imperfections individuelles et les avis extrêmes, permettant ainsi d'isoler la « *vision collective de la vérité* ».

C'est l'auteur James Surowiecki qui a récemment démocratisé le concept de « *wisdom of crowds* », la sagesse des foules, dans son ouvrage du même nom. L'auteur en expose le principe et démontre sa pertinence : l'agrégation statistique ou mathématique des évaluations d'un groupe d'individus est plus précise et plus juste que celle d'un individu moyen (Budescu et Chen, 2015). Certains chercheurs utilisent également la notion d'intelligence collective comme synonyme (Kiesler et Kittur, 2009).

Dans cette section, nous étudions comment s'exprime l'éventuelle expertise de la foule (2.1.3.1) et nous nous interrogeons sur la pertinence de l'utilisation de la notion de « foule » dans le contexte de l'ECF (2.1.3.2).

2.1.3.1 Le *crowdfunding* repose sur l'expertise supposée de la foule

Le principe de l'intelligence collective repose sur le fait que l'agrégation des opinions individuelles d'un groupe d'individus est plus efficace que la récolte d'avis d'experts.

L'un des exemples les plus cités afin d'illustrer la puissance de l'intelligence collective est l'encyclopédie en ligne Wikipédia (Nofer, 2015). Les auteurs bénévoles et amateurs s'y révèlent aussi précis que des auteurs professionnels, y compris concernant des articles sur des sujets scientifiques et médicaux (Giles, 2005).

L'industrie financière pourrait également bénéficier de cet effet collectif. L'avis de la foule aurait en effet un caractère prédictif plus robuste que celui des experts, analystes financiers ou gestionnaires de fonds (Nofer, 2015).

Par exemple, l'étude de la communauté de prédiction boursière en ligne Motley Fool CAPS a montré que les membres de cette communauté obtenaient de meilleures performances financières que le S&P 500³¹ (Hill et Ready-Campbell, 2011).

Nofer (2015) confirme ces conclusions en se basant sur l'analyse de 10 146 recommandations effectuées par les membres d'une communauté d'analyse boursière en ligne. Ses résultats révèlent que sur une base annuelle, les recommandations réalisées permettaient d'obtenir un retour sur investissement (ROI³²) supérieur de 0,59 point aux investissements réalisés par des professionnels.

Avery et al. (2015) trouvent également que les évolutions des titres sur le marché boursier sont anticipées par les particuliers du site de prévisions boursières qu'ils étudient. De même, les opinions communiquées au travers d'articles postés sur les réseaux sociaux et des commentaires en réponse à ces articles prédisent les futurs rendements boursiers du marché (Chen et al., 2014).

Bien que la supériorité des décisions agrégées sur les décisions individuelles ait été prouvée de manière générale (Budescu et Chen, 2014 ; Larick, Mannes, et Soll, 2016) et dans le contexte financier, les conclusions ne peuvent être transposées telles quelles au contexte du CF. En effet, le CF ne permet pas d'établir un critère clair pour définir ce qui est « prédit » (succès des collectes, pérennité des entreprises financées, capacités futures de financement, etc.) (Mollick et Nanda, 2014). Selon ces auteurs, les différences de fonctionnement entre la foule et les experts sont d'ailleurs particulièrement frappantes dans ce contexte. Le financement participatif est démocratique, les échanges sont ouverts, voire publics, et les *crowdfunders* sont peu, si ce n'est pas, organisés, contrairement aux experts (Wenger et Snyder, 2000).

Afin d'identifier une éventuelle expertise de la foule, Mollick et Nanda (2014) ont étudié les investissements réalisés par des particuliers, dans des projets théâtraux, sur la plateforme américaine Kickstarter.

Les auteurs ont présenté les mêmes projets théâtraux à un panel d'experts pour comparer leurs décisions d'investissement à celles prises par les investisseurs particuliers. Il résulte de

³¹ Le S&P 500 est un indice boursier qui repose sur 500 entreprises cotées aux bourses NASDAQ et au NYSE et qui est gérée par l'agence de notation américaine Standard & Poors.

³² Dans la suite de ce travail doctoral nous désignons le « retour sur investissement » sous l'acronyme ROI.

cette expérience qu'il existe une forte similitude entre les décisions d'investissements des deux groupes.

La foule n'est donc pas « folle » et elle aurait même du « nez ». En effet, elle a contribué à financer des projets que les experts avaient rejetés, mais qui ont pourtant connu des succès commerciaux et reçu des critiques positives (Mollick et Nanda, 2014).

L'émergence d'une intelligence collective est toutefois conditionnée à l'indépendance des membres et leur diversité au sein de la « foule » (Larick, Mannes, et Soll, 2016).

Mollick et Nanda (2014) confirment que ce que l'on perçoit comme le « jugement de la foule » des *crowdfunders* est bien un ensemble agrégé d'actions émanant d'une multitude d'individus qui ont fait de petites contributions à un projet global. Ils ne se coordonnent pas entre eux et ne sont pas coordonnés par un agent extérieur.

Les conditions d'émergence d'une intelligence collective semblent donc réunies (multitude, indépendance, hétérogénéité), mais il reste à statuer sur la pertinence du terme de « foule » dans le contexte du CF.

2.1.3.2 La nature de la « foule » de l'ECF : une communauté virtuelle ou un agrégat d'individus ?

Selon Poetz et Schreier (2012), la foule « *est une population potentiellement grande et inconnue* » (p.246). Dans le contexte du CF, Gerber et Hui, (2013) lui préfère plutôt la notion de « communauté » de *crowdfunders*. Selon eux, le CF crée des interactions sociales qui encouragent les individus à participer au financement de projet, générant un « *sentiment de connexion dans une communauté d'intérêts et d'idéaux* ». De même, d'après Bessière et Stéphanie (2014), « *la foule peut s'analyser sous l'angle communautaire. Par définition, une communauté est un groupe d'individus qui partagent des objectifs et des valeurs communes* ».

Cette approche rejoint la définition que Barnett (1998) donne d'une « communauté virtuelle » qu'il décrit comme « *n'importe quel groupe d'individus qui partagent un intérêt commun et qui ne dépendent pas d'interactions physiques ou d'un lieu géographique commun pour maintenir leurs affinités au sein du groupe* ».

Ceci est cohérent avec le fait que le CF dans son acception moderne est indissociable d'un environnement virtuel. Dans le cas présent, nous ne serions donc pas en présence d'une « foule » de *crowdfunders*, mais d'une multitude de « communautés » hébergées sur des plateformes de CF, dont les membres se ressemblent par leur intérêt pour l'investissement participatif, mais se distinguent par leurs choix d'investissement. Certains privilégient

l'investissement en dons, d'autres l'achat de parts sociales ; certains choisissent de soutenir des projets artistiques, d'autres des entreprises de biotechnologies.

Mollick et Nanda (2014) vont même plus loin en affirmant que la foule dans le CF « *consiste principalement en un groupe d'amateurs non coordonnés* » dont les profils sont très variés. Ces groupes informels rassemblent des entrepreneurs, des consommateurs potentiels, des spécialistes en finance, des *BAs*, etc. (Vismara, 2016).

Pour conclure, **la notion de foule n'est pas la plus appropriée. Plutôt que de voir les communautés des plateformes comme une foule désincarnée, il convient, selon Salomon (2018), de la présenter comme « un maillage social d'individus ancrés dans un environnement (extra) local qui les aide à dégager du sens de leurs activités d'investissement ».**

Encadré 6 - Synthèse de la section 2.1.3

En résumé

La notion de foule cache la richesse des comportements des individus qui la composent. Certes, les conditions d'émergence d'une intelligence collective pour la sélection de projets sont réunies (multitude, indépendance et hétérogénéité des individus qui composent le groupe). Cependant, la variété des profils des *crowdfunders* et de leurs motivations incite à les appréhender comme les membres de communautés en ligne voire comme des individus en réseaux.

2.2 Les parties prenantes en ECF

Quelle que soit la forme de CF étudiée, trois parties prenantes centrales entrent systématiquement en interaction (Tomczak et Brem, 2013) : le porteur de projet en recherche de financement, l'investisseur ou le donateur et la plateforme qui facilite, si ce n'est permet leur rencontre (Belleflamme, Lambert, et Schwienbacher, 2010) (*cf.* Figure 7).

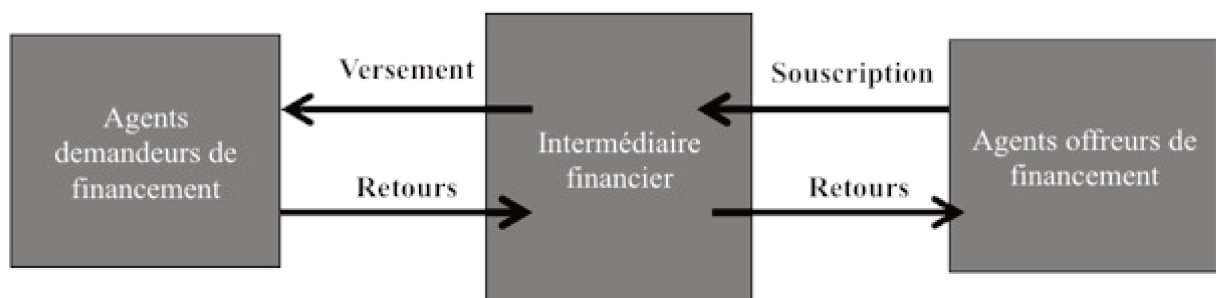
Boyer et al. (2016, p.17) évoquent aussi ce triptyque en précisant que « *le crowdfunding est la rencontre de trois acteurs : un entrepreneur/émetteur, une plateforme/opérateur, un épargnant/investisseur* ».

Moritz et Block (2014) ont d'ailleurs fait le choix d'une structuration de leur revue de littérature en fonction de ces trois acteurs principaux du processus de l'ECF : les demandeurs de capital (entrepreneurs), les offreurs de capital (investisseurs) et les intermédiaires (plateformes de CF). Nous adoptons la même approche dans cette section afin de présenter les

principales conclusions des recherches mentionnant les plateformes intermédiaires (2.2.1) et le rôle de l'ECF pour les entrepreneurs (2.2.2).

Il semble pertinent de prendre le temps de comprendre les enjeux de l'ECF pour ces deux acteurs. En effet, l'investisseur, objet principal de notre recherche, est en interaction régulière avec la plateforme au cours de son expérience d'investissement. C'est également la plateforme qui héberge une communauté virtuelle dans laquelle il pourra évoluer. Concernant l'entreprise en recherche de fonds, elle est la raison d'être du placement financier en ECF.

Figure 7 - Modèle d'intermédiation financière



Source : Haas et al. (2014), basé sur Gorton et Winter (2003)

2.2.1 Les plateformes intermédiaires

Agrawal, Catalini, et Goldfarb (2015) rappellent le rôle de ce qu'ils nomment les « *crowdfunding systems* » qui trouvent une existence concrète au travers des plateformes de CF. Les auteurs expliquent que ces « systèmes » permettent à leurs utilisateurs d'investir dans divers types de projets, souvent avec des petits montants et ce, hors d'échanges régulés, *via* une plateforme en ligne (les auteurs parlent de médias sociaux) qui *facilite* les interactions directes entre les investisseurs et les porteurs de projets.

Notons l'emploi du verbe « faciliter » pour définir le rôle des plateformes. De même, Rossi (2014) écrit que « le *crowdfunding ne requiert pas d'intermédiaire* » en comparaison avec des investissements plus traditionnels qui peuvent être proposés par des établissements bancaires. Selon cette vision, la plateforme d'ECF est perçue comme « transparente » et devient la matérialisation technologique de la transparence et de la désintermédiation.

Il est vrai que plusieurs campagnes de CF en dons ou en précommande ont été réalisées sans intermédiaire, notamment celle de BrewDog, une société anglaise productrice de bière³³. Cette brasserie indépendante, connue pour ses campagnes de CF rythmées et ses « Punks de l'*equity* », nom donné à ses investisseurs particuliers, a levé en 2018 plus de 11,4 millions de livres sterling en 90 jours auprès de 24 000 contributeurs³⁴.

Le développement d'internet permet la gestion d'une telle quantité de contributeurs, car il permet de réduire les coûts de communication, de recherche et de traitement de l'information (Agrawal, Catalini, et Goldfarb, 2013). Cependant, la complexité de mise en œuvre juridique et réglementaire de l'ECF implique d'associer à l'outil numérique des expertises juridiques et réglementaires. BrewDog a les moyens de mettre en place un tel service juridique et financier, mais ce n'est pas le cas de toutes les entreprises, *a fortiori* celles en recherche de fonds. Les plateformes se sont ainsi imposées comme des éléments incontournables du processus d'ECF.

En outre, les dernières évolutions réglementaires (*cf.* 1.1.2) tendent à responsabiliser les plateformes qui ne peuvent désormais plus se contenter de jouer le rôle d'intermédiaire « transparent ». Au contraire, leur rôle s'est étendu et, bien que leur étude ne soit pas l'objet de notre travail de recherche, il convient de comprendre leur rôle dans le processus de l'ECF.

Nous présentons ci-après les rôles et fonctions des plateformes d'ECF (2.2.1.1), ainsi que leurs modalités d'intervention (2.2.1.2).

2.2.1.1 Les rôles et fonctions des plateformes intermédiaires

Les plateformes d'ECF peuvent être étudiées selon deux points de vue.

Le premier consiste à les considérer comme des places de marchés du financement (Koning et Model, 2013). Elles agrègent et utilisent des technologies développées grâce à internet telles que les moteurs de recherche, les forums et les systèmes de vérification par des tiers (Koning et Model, 2013). Leur fonction principale est alors de réduire drastiquement les coûts de transaction d'agrégation de petites sommes qui seraient autrement prohibitifs.

La seconde approche consiste à étudier les plateformes en tant qu'intermédiaires financiers. Elles offrent des services dans un marché imparfait qui est caractérisé par des coûts de transaction et des asymétries d'informations. Elles sont, au même titre que des intermédiaires financiers traditionnels, des facilitatrices de consommation et des fournisseuses de liquidités (Haas et al., 2014). **Nous nous inscrivons dans cette approche qui considère**

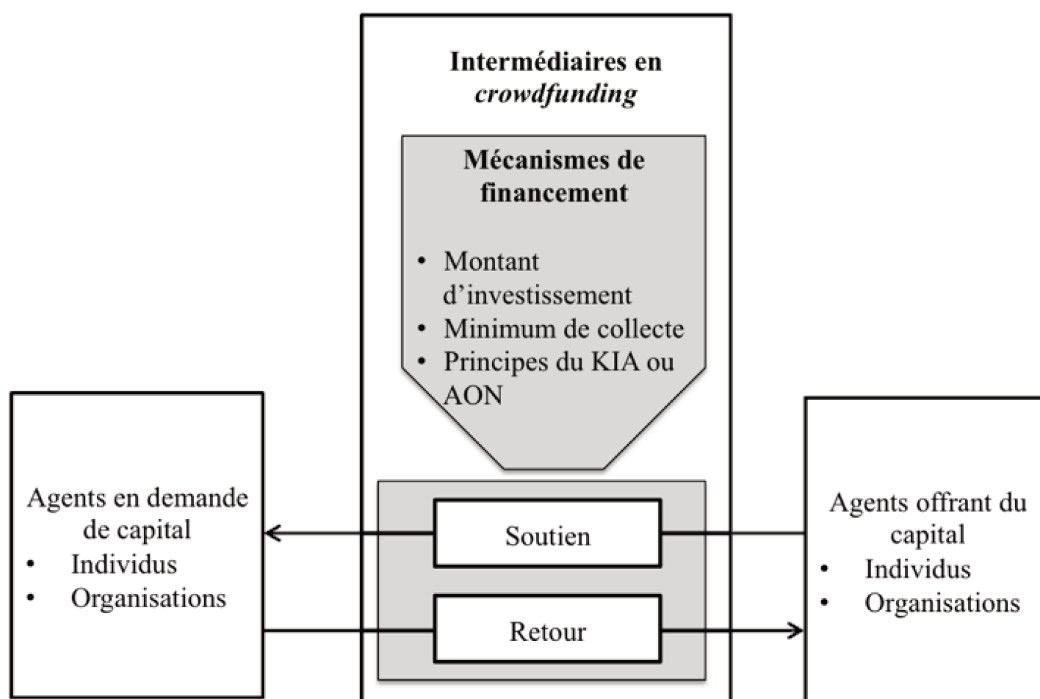
³³ Source : Telegraph.co.uk. « BrewDog keep the taps open after hitting 10M *crowdfunding* mark » by Bradley Gerrad, 15 January 2018.

³⁴ *Ibid.*

l'ECF comme une intermédiation financière et un marché biface. Le modèle d'intermédiation financière en CF selon Haas et al. (2014) est présenté en Figure 8.

Haas et al., (2014) identifient trois rôles principaux pour les plateformes d'ECF : le changement d'échelle (*lot size transformation*) (2.2.1.1.1), la transformation du risque (2.2.1.1.2) et la transformation de l'information (2.2.1.1.3). Ces rôles sont présentés ci-après, en intégrant également les travaux d'Agrawal, Catalini et Goldfarb (2015) qui identifient des propriétés similaires (les plateformes facilitent la recherche d'information et diminuent le besoin de *monitoring* de l'investissement), mais attribuent aux plateformes un rôle supplémentaire de support dans les interfaces de communication investisseurs-entrepreneur et investisseur-investisseur (2.2.1.1.4).

Figure 8 - Modèle d'intermédiation financière en ECF



Source : Haas et al. (2014)

2.2.1.1.1 Changement d'échelle

Les plateformes fournissent des mécanismes de paiement, de souscription et de remboursement en ligne, agissant ainsi comme des marchés dématérialisés (Bakos, 1998).

Elles permettent la rencontre entre les investisseurs et les porteurs de projets en recherchant de financement (Bouncken et al., 2015 ; Mollick, 2014 ; Zvilichovsky et al., 2015). Elles assurent le respect de processus de CF standardisés pour les investisseurs et

matérialisent un espace unique de communication, d'information et d'exécution (Bouncken et al., 2015). Par exemple, la plateforme française d'ECF WiSEED régule les demandes en mettant en place de files d'attente électroniques pour assurer le bon fonctionnement du système au moment de la souscription³⁵.

En adoptant ces pratiques, les plateformes d'ECF permettent de réunir une multitude d'investisseurs particuliers et de changer d'échelle de levée de fonds.

2.2.1.1.2 Transformation du risque

Les plateformes ont pour rôle de gérer, si ce n'est de minimiser, l'incertitude et le risque pour les deux parties qui se rencontrent (Allen et Santomero, 2001). Pour ce faire, elles présélectionnent des opportunités d'investissement qu'elles présentent aux investisseurs en jouant le rôle de tiers de confiance, neutre, objectif et intègre (Bakos, 1998). Elles réalisent également une *due diligence* (un audit approfondi) afin d'assurer que l'entrepreneur est crédible (Hornuf et Schwienbacher, 2014), sur la base d'éléments qui tendent à s'homogénéiser : le *business plan*, le type de produits financiers offert, le pourcentage de capital cédé ou encore le montant de la levée de fonds qui est déjà sécurisée (World Bank, 2013).

Côté investisseurs, la plupart des plateformes obligent leurs membres à s'inscrire et à se connecter pour accéder aux informations détaillées concernant les projets. Les investisseurs potentiels peuvent interagir avec les entrepreneurs qui communiquent des actualités tout au long de la campagne de levée de fonds, contribuant ainsi à réduire les asymétries d'informations. Elles permettent en outre aux participants de développer un sentiment de confiance (Burtch, Ghose, et Wattal, 2013) notamment grâce aux relations entre agents qu'elles favorisent (Lin, Boh et Goh, 2014).

Enfin, les plateformes sont responsables du respect des réglementations contre la criminalité financière, dont le blanchiment d'argent (World Bank, 2013).

2.2.1.1.3 Transformation de l'information

Les intermédiaires financiers en ECF éliminent la plupart des «*frictions économiques liées à la distance qui sont associées au financement de projets early-stage*»³⁶ (Agrawal, Catalini, et Goldfarb, 2013). Ces frictions peuvent être liées à l'acquisition d'information concernant le projet (la réputation locale, la notoriété), au suivi des progrès du projet et à la

³⁵ Cette affirmation est tirée de l'observation faite du terrain d'étude. À notre connaissance, aucun article de recherche ne documente cette pratique.

³⁶ Un projet *early-stage* est un projet peu mature dans son développement.

volonté de donner des conseils ou de faire des suggestions à l'entrepreneur. Toutes ces actions peuvent désormais se faire en ligne, au travers de l'interface de la plateforme qui diffuse l'information sur les opportunités d'investissements (Ahlers et al. 2013; Mitra et Gilbert, 2014). Tous les projets sont présentés selon les mêmes standards, ce qui facilite la recherche d'information pour l'investisseur (Agrawal, Catalini, et Goldfarb, 2015).

2.2.1.1.4 Outil de communication

D'après Agrawal, Catalini et Goldfarb (2015), les plateformes permettent la communication d'informations qu'elles génèrent elles-mêmes (montant collecté à date, profil des membres ayant déjà investi, etc.) et fournissent des outils de communication pour l'entrepreneur et les investisseurs (forums, média social, vidéo). Les outils fournis se veulent interactifs, transparents et permettent de recréer des « communications pseudo-personnelles » (World Bank, 2013).

Plus particulièrement, selon Dushnitsky et al. (2016) les plateformes d'ECF sont structurées de telle manière à faciliter la mise en ligne de commentaires de la part des internautes et les réponses de la part des entrepreneurs, dans un format intuitif et facile d'utilisation.

2.2.1.2 Modalités d'intervention des plateformes intermédiaires

Nous venons de montrer l'importance du rôle des plateformes dans la gestion du marché biface de l'ECF. Si leurs rôles sont relativement homogènes, leurs modalités d'intervention peuvent varier en ce qui concerne l'organisation de la prise de participation des investisseurs au capital d'une entreprise (2.2.1.2.1) et leurs modes de facturation (2.2.1.2.2). En revanche, le processus d'ECF depuis la sélection des cibles d'investissement jusqu'au suivi de participation semble être générique (2.2.1.2.1).

2.2.1.2.1 Organisation de la prise de participation des investisseurs au capital d'une entreprise

Deux modèles d'intervention coexistent sur le marché : le modèle de *holding*, via un véhicule d'investissement dédié (2.2.1.2.1.1), et le modèle de club d'investissement, permettant l'entrée en direct des investisseurs dans le capital de l'entreprise (2.2.1.2.1.2).

2.2.1.2.1.1 *Modèle de « holding »*

De nombreuses recherches en finance entrepreneuriale ont montré la complexité de la gestion des actionnaires pour un entrepreneur (Girard, 2007 ; Lemoine et Onnée, 2003) et le risque d'interférence dans la gestion de la société de l'actionnaire « contrôleur » (Ginglinger, 2002).

En 2017, en France, le nombre moyen de *crowdinvestors* par projets financés en ECF était de 78 personnes. Certaines plateformes ont donc fait, dès 2010, le choix d'un modèle de *holding* (Hemer, 2011). Selon ce modèle, la plateforme crée un véhicule juridique intermédiaire pour accueillir l'ensemble des investisseurs. C'est cette *holding* d'investissement qui acquiert ensuite la part de capital convenu avec l'entrepreneur. La *holding* englobant les *crowdinvestors* fonctionne alors comme une personne morale, parfois aux côtés d'autres investisseurs plus traditionnels (Hemer, 2011).

2.2.1.2.1.2 *Modèle de « club d'investissement »*

Avant l'assouplissement de la régulation concernant l'émission et la vente de titres financiers qui s'est opéré avec la promulgation du Jobs Act aux États-Unis et la mise en place des réglementations européennes, les procédures d'investissements étaient trop complexes et coûteuses pour rentabiliser de petits investissements en ECF (Hemer, 2011).

Ainsi, certaines plateformes ont fait le choix de former des clubs d'investissement réunissant des « investisseurs qualifiés » qui s'apparentent à des clubs de BAs, afin de s'affranchir d'une réglementation trop stricte (Hemer, 2011). Selon ce modèle, le financement de l'entreprise se fait avec un nombre réduit de *crowdinvestors* et la plateforme n'assume pas de coûts fixes liés à la création d'une *holding*.

Ce choix peut être également justifié dans le but de créer une expérience d'investissement « haut de gamme » et exclusive en donnant la sensation aux investisseurs de faire partie d'un club sélectif et privé. La plateforme française Anaxago par ses choix marketing et sa politique client tend à ce positionnement.³⁷

2.2.1.2.2 Les sources de revenus des plateformes intermédiaires

Les particularités des plateformes concernent tout aussi bien leurs pratiques que leurs modalités financières (Wallmeroth, Wirtz, et Groh, 2018). Belleflamme et al. (2015) identifient 3 sources de revenus potentiels pour les plateformes : un pourcentage perçu sur

³⁷ Voir Anaxago [en ligne], www.anaxago.com, (consulté le 16/09/2018).

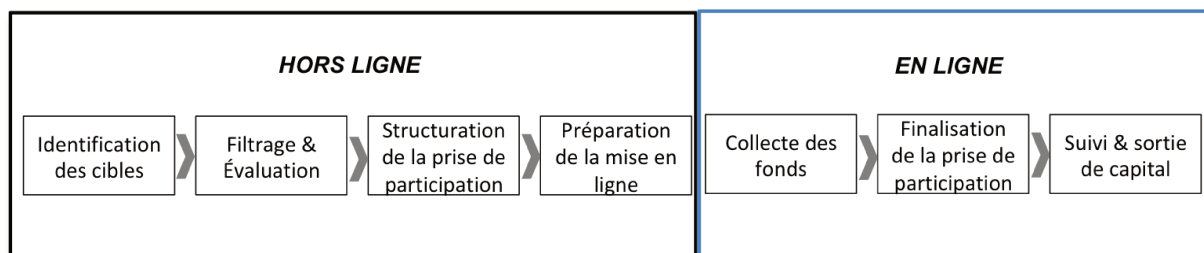
l'investissement du *crowdinvestor*, des charges facturées pour des services additionnels proposés sur la plateforme ou encore des frais de transaction facturés à l'entrepreneur.

D'après Collins et Pierrakis (2012), les commissions prélevées par les plateformes intermédiaires s'élèvent entre 5 à 10 % des montants levés. Si la campagne n'est pas menée jusqu'à son terme, la plupart des plateformes ne prélèvent pas de frais (Estrin, Gozman, et Khavul, 2018).

2.2.1.2.1 Le process d'ECF

D'après Bessière et Stéphanie (2014), l'ECF «est un mode de financement séquentiel mobilisant à chaque étape des acteurs pour lesquels la problématique de l'évaluation est centrale dans les prises de décision». Ce processus (Figure 9) est structuré et implique une posture active de la part de la plateforme qui se voit déléguer le rôle d'identification des opportunités d'investissement et leur analyse (ce qui correspond au rôle de transformation du risque évoqué dans la section précédente) (Wallmeroth, Wirtz, et Groh, 2018 ; Löher, 2017).

Figure 9 – Le process d'ECF



Quatre étapes précèdent la campagne de collecte de fonds à proprement parler : (1) identification des opportunités d'investissement (*deal sourcing*) (2) *screening* et évaluation (3) définition des modalités d'entrée au capital) et (4) préparation de la campagne en ligne.

Trois étapes suivent l'ouverture du projet à la collecte (autrement dit sa mise en ligne sur la plateforme) : (5) souscription en ligne (6) finalisation de l'investissement (*closing*) et (7) suivi post-investissement et sortie du capital (*exit*).

Afin de ne pas trop s'éloigner de notre sujet de recherche, le détail de ce processus est consigné en Annexe 2.

Encadré 7 - Synthèse de la section 2.2.1

En résumé

Les plateformes d'ECF peuvent être envisagées à la fois comme des places de marché du financement et comme des intermédiaires financiers basés sur des technologies numériques. Les diverses réglementations nationales tendent à les orienter vers l'intermédiation financière qui leur confère plusieurs rôles : la standardisation des processus d'investissement, la réduction des risques pour les investisseurs en assurant des contrôles des cibles d'investissement, la production et la diffusion d'informations à toutes les parties prenantes (entrepreneurs, investisseurs et tierces parties). Enfin, elles ont un rôle d'outil de communication pour les entrepreneurs et les investisseurs.

Chaque plateforme présente des spécificités de fonctionnement. Cependant, il est possible de les distinguer en fonction de leur choix de syndiquer les investisseurs dans des *holdings* ou non. De plus, chaque plateforme a un modèle économique qui lui est propre, mais qui repose en général sur un pourcentage de la collecte, des services supplémentaires facturés à l'entrepreneur et/ou des frais prélevés sur l'investissement. Enfin, le processus d'ECF est somme toute standard, avec 7 étapes qui se déroulent séquentiellement hors ligne puis en ligne.

2.2.2 Les entrepreneurs

Les entrepreneurs représentent la deuxième entité en interaction avec le *crowdinvestor* dans le cadre de son expérience d'investissement. Les porteurs de projets font appel à l'ECF en vue d'obtenir divers bénéfices (2.2.2.1) tout en assumant plusieurs risques (2.2.2.2).

2.2.2.1 Les bénéfices de l'ECF pour les entrepreneurs

Estrin, Gozman, et Khavul (2018) ont réalisé une recherche qualitative longitudinale pour recenser, entre autres, les raisons qui poussent les entrepreneurs à se financer en ECF. Les huit motivations avancées par les entrepreneurs pour recourir au ECF sont : (1) accéder rapidement à une large communauté d'investisseurs (2) mobiliser une base de clients loyaux (3) modifier les modalités de contrôle de la firme en accroissant le nombre d'actionnaires (4) accéder rapidement à des montants conséquents de capitaux (5) faire connaître l'entreprise/le produit/le service (6) accéder aux réseaux des investisseurs (7) digitaliser le processus d'investissement. Cela permet aux entrepreneurs de s'affranchir des rencontres physiques et

de communiquer *via* des vidéos et des visioconférences et (8) créer éventuellement un « *buzz* » autour de la levée de fonds.

Nous retenons trois bénéfices majeurs attendus par les entrepreneurs : obtenir une source de financement alternative (2.2.2.1.1), tester des concepts (2.2.2.1.2) et favoriser le développement commercial de l'entreprise (2.2.2.1.3).

2.2.2.1.1 L'ECF est une source alternative de financement pour les entrepreneurs

Devant la difficulté d'accéder au capital pour les jeunes entreprises (2.2.2.1.1.1), l'ECF se positionne comme un mode de financement alternatif, voire complémentaire, aux investisseurs traditionnels (2.2.2.1.1.2).

2.2.2.1.1.1 *La difficulté d'accès au capital pour les entreprises innovantes ou en démarrage*

La problématique de financement des entreprises est largement documentée dans la littérature en finance entrepreneuriale. Les entreprises nouvellement créées ont des difficultés à attirer des fonds extérieurs, que ce soit en capital ou en dette bancaire (Berger et Udell, 1995 ; Cassar, 2004 ; Cosh, Cumming, et Hughes, 2009) auprès d'acteurs traditionnels du financement (2.2.2.1.1.1.1). Ce manque de ressources à un moment crucial de démarrage d'activité et de lancement commercial est l'obstacle le plus important à leur développement (Rossi, 2014) (2.2.2.1.1.1.2).

2.2.2.1.1.1.1 *Le financement traditionnel des entreprises*

Afin de combler ce besoin de financement, plusieurs sources de financement s'offrent à l'entreprise que ce soit en dette (banques, crédit-bail, crédit à la consommation, crédit fournisseur) ou en capital (Schwienbacher et Larralde, 2010). Ces dernières sont détaillées dans le Tableau 4.

Au début de son existence, une entreprise à fort potentiel, souvent appelée *startup*, se développe sur les fonds du fondateur, suivi par celui de ses amis et de sa famille (*friends and family*) (Lukkarinen et al., 2016). Mais la pénurie de fonds amène rapidement l'entrepreneur à se tourner vers des investisseurs extérieurs, tels les BAs et les VCs (Schwienbacher, 2007).

Tableau 4 - Types d'investisseurs en capital

	Investisseur	Description
Equity	Entrepreneur et membres de l'équipe	L'entrepreneur investit son argent personnel dans la société, ou l'argent obtenu par un prêt personnel.
	Familles et amis	La famille et les amis de l'entrepreneur investissent dans la société.
	<i>Business angels</i> (BAs)	Individus fortunés prêts à investir dans de petits projets
	<i>Venture capitalists</i> (VCs)	Investisseurs spécialisés réunissant des fonds de non-spécialistes et les plaçant dans des projets matures pour une période de 5 à 7 ans.
	Autres entreprises/Investisseur stratégique	D'autres sociétés peuvent décider d'investir dans des projets qu'elles considèrent comme stratégiques pour elles.
	Marchés boursiers	Investissements dans la société réalisés <i>via</i> un appel public à l'épargne sur un marché public.

Source : traduit de Schwienbacher et Larralde (2010)

Faire appel à des investisseurs externes à l'organisation est également un moyen de partager le risque avec les actionnaires (Schwienbacher et Larralde, 2010 ; Short, 1994).

Souvent, les BAs sont sollicités avant les VCs et bien avant que l'entrepreneur se tourne éventuellement vers les banques et les marchés boursiers (Cosh, Cumming, et Hughes, 2009). Ils sont donc fréquemment la première source de financement externe dans la vie de la *startup*.

Ces investisseurs en capital permettent à l'entrepreneur de combler non seulement ses besoins financiers, mais également un manque de compétences des fondateurs (Schwienbacher et Larralde, 2010). En effet, ces individus aisés mettent leur argent, leur expérience et leur réseau au service d'entrepreneurs en démarrage (Mason et Harrison, 1996).

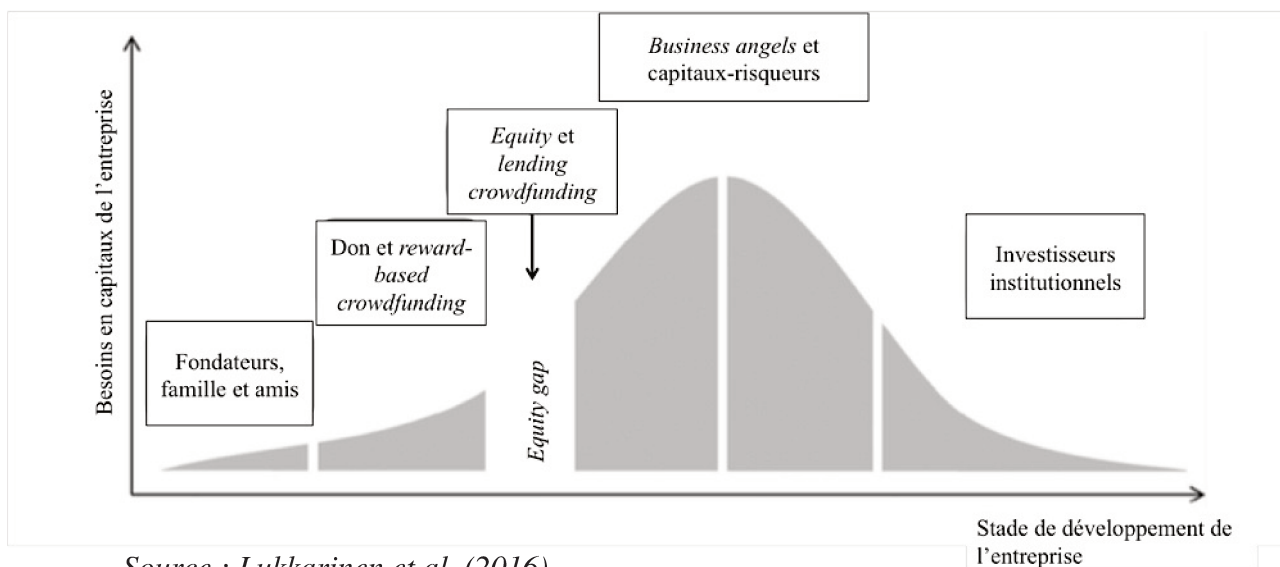
2.2.2.1.1.1.2 L'existence d'un manque dans la chaîne de financement

Malgré ces diverses sources de financement, de nombreuses jeunes sociétés restent sous-capitalisées (Belleflamme, Lambert, et Schwienbacher, 2014), les conduisant au dépôt de bilan, et ce, par manque de succès auprès d'investisseurs traditionnels comme les VCs et les BAs (Chen, Chen, et Wei, 2009 ; Kirsch, Goldfarb, et Gera, 2009).

Ce manque dans la chaîne de financement, matérialisé sur la Figure 10, est appelé un « *equity gap* ». Il est défini par Mason et Harrison (1996) comme « *l'absence de petits montants de capital-risque émanant des sources institutionnelles pour les entreprises en phase d'amorçage, de lancement et de développement. Ce manque est dû à des coûts fixes* ».

élevés d'investissement et de monitoring de l'entreprise cible qui rendent des petits investissements non rentables pour les capital-risqueurs. »

Figure 10 - Types d'investisseurs intervenant au cours de la vie de l'entreprise et mise en évidence du rôle de l'ECF



Plusieurs raisons expliquent que les entreprises peinent à lever des fonds auprès des acteurs du financement « traditionnels » :

- Les entreprises en démarrage ou à fort caractère technologique ont des besoins importants en trésorerie (puisqu'elles doivent financer leurs activités avant de générer du chiffre d'affaires), sont souvent en flux tendus et manquent de trésorerie (Rossi, 2014).
- Elles génèrent de fortes asymétries d'informations (Rossi, 2014) puisqu'elles n'ont pas d'historique qui permettrait d'évaluer leurs futures capacités de développement.
- Elles grandissent souvent à des rythmes inférieurs à leurs attentes et créent rarement suffisamment de valeur pour entrer dans les critères de sélection des investisseurs traditionnels (Bechter, Jentzsch, et Frey, 2011) qui en contrepartie de leur prise de risque financier, attendent de l'entreprise une croissance exponentielle pour leur permettre de réaliser une plus-value substantielle lors de la revente de leurs titres.
- Enfin, une autre raison avancée est liée au marché : le nombre de VCs n'est pas suffisant pour répondre aux demandes de financement traditionnel (Bechter, Jentzsch, et Frey, 2011).

Des difficultés de financement généralisées apparaissent dans les premières années d'activité des entreprises. La question se pose de savoir si l'ECF est un mode de financement alternatif ou bien complémentaire aux acteurs traditionnels.

2.2.2.1.1.2 *Un mode alternatif et complémentaire de financement*

L'ECF n'entre pas en concurrence avec les sources traditionnelles de financement, mais vient les compléter (Schwienbacher et Larralde, 2010) et se propose comme une solution pour combler en partie l'*equity gap* (Figure 10).

Des entreprises qui avaient des difficultés à attirer du capital ont accès, avec l'ECF, à toutes personnes désireuses d'investir (Bradford, 2012), indépendamment de considérations géographiques (Agrawal, Catalini, et Goldfarb, 2013), ce qui rend plus aisée l'obtention de capital auprès d'un groupe qui génère des externalités positives en sélectionnant, *a priori*, les projets ayant le potentiel le plus élevé (Rossi, 2014).

L'ECF permet de collecter de l'argent pour des projets de niche hyperspécialisés qui n'auraient pas trouvé de fonds auprès de sources de financement traditionnelles (Haas, Blohm, et Leimeister, 2014). Ce mode de financement contribue également à diminuer les coûts transactionnels et les asymétries d'information, du fait de l'utilisation d'internet et d'outils numériques (Agrawal, Catalini, et Goldfarb, 2011). Les plateformes peuvent se permettre de financer des projets ayant des besoins de financement restreints, contrairement aux VCs qui ont des tickets d'investissement minimum conséquents (Agrawal, Catalini, et Goldfarb, 2011).

Enfin, l'ECF peut constituer une source complémentaire de financement. Les résultats de Walthoff-Born, Schwienbacher et Vanacker (2018) indiquent que l'utilisation de l'ECF par les entrepreneurs se fait en dernier recours, faute de trouver d'autres investisseurs plus traditionnels. L'ECF peut alors « *s'insérer dans un processus de financement séquentiel où le BA intervient ensuite* » (Bessière et Stéphanie, 2014). En effet, d'après les auteurs, une campagne en ECF peut fournir des informations aux futurs investisseurs sur la réception du produit ou du service par le public des investisseurs. L'ECF permet alors de diminuer les incertitudes des BAs et de favoriser leur investissement.

Notons que l'ECF peut également compléter d'autres sources de financement dès la première collecte. De nombreuses levées de fonds se clôturent désormais en associant des *crowdinvestors* et des BAs, voire même des VCs qui viennent compléter les tours de table. Ces nouvelles pratiques sont facilitées, si ce n'est permis, par l'utilisation de *holding* pour

réunir l'ensemble des actionnaires particuliers qui sont représentés par une unique personne morale, aux côtés des BAs ou des VCs.

2.2.2.1.2 L'ECF permet de tester des concepts et de générer des idées

D'après Belleflamme, Lambert et Schwienbacher (2014), le but de l'entrepreneur, en se finançant en ECF, est de réunir du capital, mais également de faire la preuve de l'existence d'un marché pour son produit ou service.

En cela l'ECF est particulièrement complémentaire aux experts de l'investissement pour les projets dont les produits ou services sont à destination des utilisateurs finaux (*Business to Consumer*). Étant donné que les *crowdinvestors* sont de potentiels consommateurs du produit ou du service commercialisé, leurs investissements donneront un signal positif aux acteurs traditionnels sur la viabilité du projet et la validité marché (Kaminski, Hopp, et Tykvova, 2016). Cela permet d'éviter aux BAs ou VCs de rejeter des projets « faux négatifs » qui connaîtraient par ailleurs un certain succès auprès de leur marché (Mollick et Nanda, 2014).

Rossi (2014) décrit lui aussi le CF comme un outil promotionnel. Son étude porte sur le *reward-based*, mais il semble raisonnable de transposer ses conclusions à l'ECF. Selon lui, les *crowdfunders* peuvent formuler des suggestions sur le produit ou le service proposé ce qui fait du CF un outil privilégié pour une validation de produit avant sa mise sur le marché (Rossi, 2014).

2.2.2.1.3 L'ECF favorise le développement commercial de l'entreprise

La mise sur le marché est une étape importante du développement de l'entreprise, surtout pour des sociétés innovantes qui conçoivent des produits ou services pour des marchés naissants. L'ECF peut, là encore, permettre de franchir ce cap en fédérant une communauté d'investisseurs qui peuvent devenir de potentiels clients de l'entreprise (Bouncken, Komorek, et Kraus, 2015) ou tout du moins des aficionados de la société (Rossi, 2014). De même, l'entrepreneur peut se servir d'une base de clients déjà existante dans le but de les transformer en investisseurs (Estrin, Gozman, et Khavul, 2018). Le potentiel de marché peut alors être exploité plus efficacement (Belleflamme, Lambert, et Schwienbacher, 2014).

Là où le CF par précommande peut permettre de mesurer l'appétence d'un marché pour un produit spécifique, la participation d'investisseurs en capital peut permettre de tester un sentiment général vis-à-vis d'un marché. En effet, tous les investisseurs ne deviendront pas des clients, mais ils fourniront à l'entrepreneur des informations pour choisir une cible de marché optimale (Moser, Garaus, et Lettl, 2017 ; Schwienbacher et Larralde, 2010).

À présent que les bénéfices de l'ECF pour les entrepreneurs ont été évoqués, il convient d'en rappeler les risques.

2.2.2.2 Les risques de l'ECF pour les entrepreneurs

Les risques liés à ce mode de financement pour les entrepreneurs sont le risque d'échec (2.2.2.2.1), le risque de perte de temps (2.2.2.2.2) et le risque de plagiat (2.2.2.2.3).

2.2.2.2.1 Le risque d'échec

Lukkarinen et al. (2016) rappellent que de nombreuses campagnes de levées de fonds échouent. Ils citent Mollick (2014) dont l'analyse des campagnes menées sur la plateforme d'ECF finlandaise Invesdor révèle que seulement 30 % des levées de fonds ont été couronnées de succès (c'est-à-dire qu'elles ont dépassé le seuil objectif de levée de fonds). Ce qui est conforme aux ratios communiqués par plusieurs autres plateformes (Mollick, 2014).

Le fait d'échouer à collecter des fonds est courant pour un entrepreneur et n'est pas inhérent à ce mode de financement, en témoigne l'existence d'un *equity gap* généralisé pour les entreprises. Le financement en ECF génère toutefois un risque supplémentaire puisque la collecte est visible en ligne, sur internet. Un projet qui peine à lever de l'argent ou dont la collecte n'arrive pas à son terme peut subir des impacts négatifs sur sa réputation (Estrin, Gozman, et Khavul, 2018).

2.2.2.2.2 Le risque de perte de temps

Nous avons évoqué dans les motivations à faire appel à l'ECF, la volonté de la part des entrepreneurs d'obtenir des fonds rapidement et facilement. Pourtant, d'après Estrin, Gozman, et Khavul (2018), contrairement à la perception générale, lever des fonds *via* une plateforme d'ECF peut s'avérer fastidieux et long d'un point de vue administratif. En effet, les audits réalisés par les plateformes sont décrits dans les témoignages que les auteurs ont récoltés comme très approfondis et les contraintes réglementaires comme lourdes. Valančienė et Jegelevičiūtė (2013) évoquent eux aussi le « *challenge administratif et comptable* » que représente l'ECF.

2.2.2.2.3 Le risque de plagiat

La nature publique de l'ECF engendre également un risque supplémentaire pour les entrepreneurs. Afin d'attirer des capitaux, ces derniers doivent réussir à réduire les asymétries d'informations entre eux et les investisseurs potentiels. Ils doivent donc être transparents sur

leur entreprise et dévoiler leurs idées, tout en communiquant à une audience plus large qu'en finance traditionnelle (Belleflamme, Lambert, et Schwienbacher, 2014). Les risques de plagiat et d'espionnage industriel de la part de concurrents en sont accentués (Valančienė et Jegelevičiūtė, 2013).

Or, pour une activité en lancement qui repose sur des innovations technologiques, la protection de la propriété intellectuelle est décisive, mais les entrepreneurs peuvent manquer de connaissances pour protéger leurs idées et leur *business plan* (Valančienė et Jegelevičiūtė, 2013).

En conséquence, les entrepreneurs semblent d'autant plus réticents à dévoiler des informations que les investisseurs en ECF sont nombreux et qu'ils manquent de professionnalisme (Schwienbacher et Larralde, 2010).

Encadré 8 - Synthèse de la section 2.2.2

En résumé

L'ECF offre plusieurs bénéfices aux entrepreneurs en recherche de financements. Premièrement, l'ECF vient compléter d'autres sources de financement traditionnelles et permet de réduire l'*equity gap* rencontré au début de la vie de l'entreprise. Au-delà de l'apport de fonds, l'ECF permet à l'entrepreneur(e) de tester son idée, de convaincre des investisseurs *early-adopters* qui seront pour certains des ambassadeurs du projet, des sources de réseau et de *business*. La contrepartie de l'accès à des dizaines d'investisseurs en ligne est le risque de plagiat, le risque de perte de temps et le risque d'échec public de la levée de fonds.

2.3 Revue de littérature sur les *crowdinvestors*

La dernière entité en interaction dans le cadre d'une expérience d'investissement en ECF est l'investisseur qui pourvoit des fonds à l'entreprise, *via* une plateforme, en échange de capital et/ou de dividendes.

Dans la littérature, les investisseurs particuliers en ECF sont appelés *capital providers*, *individual investors*, *equity crowdfunders* ou *crowdinvestors*. Le terme « *crowdinvestor* » nous semble le plus évocateur, bien qu'il ne soit pas français. Nous l'utiliserons dans nos futurs développements. Le terme « *crowdfunder* » sera employé quand nous évoquerons les contributeurs en CF de manière générale.

Nous proposons dans cette section de faire le point sur la littérature disponible concernant les profils (2.3.1) et les motivations des *crowdinvestors* (2.3.2). Leur processus décisionnel et

les facteurs l'influençant feront quant à eux l'objet d'une revue de littérature approfondie dans les sous-sections 0 et 2.3.5.

2.3.1 Le profil des *crowdinvestors*

La littérature est naissante concernant la compréhension du profil et du comportement d'investissement des *crowdinvestors* (Cholakova et Clarysse, 2015 ; Gierczak et al., 2016).

La diversité de leurs motivations et des objectifs qu'ils poursuivent impliquent selon Lin, Boh, et Goh (2017) « *de reconnaître qu'au sein de la même plateforme de crowdfunding, les crowdfunders ne sont pas homogènes* ».

Nous adoptons dans ce travail doctoral la définition du *crowdinvestor* de Scheder et Kaegaard (2014) qui est selon eux « *un individu qui agit seul ou au sein d'un groupe informel et qui investit son argent personnel, via une plateforme, dans des entreprises non cotées* ».

Les chercheurs se sont pour le moment employés à dessiner le profil des *crowdinvestors* en le comparant à celui des BAs (Ahlers et al., 2013 ; Mollick, 2013 ; Schwienbacher et Larralde, 2010), définis comme des investisseurs informels qui placent leur argent personnel dans de jeunes entreprises (Mason, 2008). Ce choix de comparaison est justifié par le fait que les *crowdinvestors* partagent des similitudes avec les BAs dont le profil et les motivations sont bien documentés (Feeney, Haines Jr, et Riding, 1999 ; Mason et Harrison, 1996 ; Mason et Stark, 2004).

Notre présentation de la revue de littérature réalisée sur les *crowdinvestors* s'appuiera également ponctuellement sur la littérature concernant les BAs afin d'indiquer leurs similitudes et d'accentuer leurs différences.

Certes, les *crowdinvestors* partagent des caractéristiques communes entre eux et avec les BAs (2.3.1.1), mais des profils très disparates sont identifiés au sein des plateformes (2.3.1.2).

Tableau 5 - Travaux de recherche identifiés dans la revue de littérature sur le profil des *crowdinvestors*

Auteurs	Terrain	Méthode	Titre de l'article
Joo (2017)	ECF	Questionnaires en ligne (242 répondants)	The entrepreneur-investor relationship (Thèse de doctorat)
Scheder et Kaegaard (2014)	ECF	20 entretiens semi-dirigés	Crowdinvestor Decision-Making : A Study of Motivation Investment Criteria and Process
Mollick (2013)	Kickstarter (reward-based)	Analyses économétriques	Swept away by the crowd. <i>Crowdfunding</i> , venture capital, and the selection of Entrepreneurs
Agrawal, Catalini et Goldfarb (2011)	Sellaband (royalties)	Analyses économétriques	Offline Relationships, Distance, and the Internet: The Geography of <i>Crowdfunding</i>
Lin, Boh et Goh (2014)	Kickstarter (reward-based)	-	How Different are <i>Crowdfunders</i> ? Examining Archetypes of <i>Crowdfunders</i> and Their Choice of Projects
Lin, Boh et Goh (2017)	Prosper.com (lending)	Analyses empiriques et modèle	Institutional Investors in Online <i>Crowdfunding</i>
Ordanini, Miceli, Pizzetti, Parasuraman (2011)	Sellaband, Trampoline, Kapipal	Études de cas	Crowd- funding: transforming customers into investors through innovative service platforms

2.3.1.1 Les *crowdinvestors* partagent des caractéristiques communes

Les *crowdinvestors* sont des individus éduqués (2.3.1.1.1), principalement des hommes (2.3.1.1.2), qui investissent moins que les BAs (2.3.1.1.3), sans critère géographique particulier (2.3.1.1.4).

2.3.1.1.1 Les *crowdinvestors* sont des individus éduqués et expérimentés

Les BAs sont décrits par Feeney, Haines Jr, et Riding (1999) comme des individus éduqués, fortunés et possédant une expérience entrepreneuriale qu'ils souhaitent mettre au service de jeunes entreprises (Morrissette, 2007).

Dans le mécanisme de l'ECF, les opportunités d'investissement sont accessibles à toute personne majeure inscrite sur une plateforme d'ECF donnée (Joo, 2017).

On pourrait s'attendre à ce que les *crowdinvestors* manquent de connaissance et d'expérience (Ahlers et al., 2015). Pourtant, Scheder et Kaegaard (2014), s'appuyant sur 20

entretiens semi-dirigés, montrent qu'il existe des profils similaires chez les BAs et chez les *crowdinvestors*. Les investisseurs interviewés savent qu'ils réalisent un investissement très risqué, présentent un haut niveau d'études supérieures et possèdent des expériences en bourse ou en investissement.

2.3.1.1.2 Les crowdinvestors sont principalement des hommes

Une surreprésentation des hommes est observée parmi les BAs puisqu'ils représentent 95 % des effectifs en Europe et 90 % aux États-Unis (Harrison et Mason, 2007).

Dans le contexte de l'ECF, Cholakova et Clarysse (2015) trouvent un pourcentage plus élevé de femme (23 %) dans leur échantillon (155 questionnaires complets renseignés par des *crowdinvestors*). Cependant, Hervé et al. (2016), en étudiant les investissements réalisés par 10 142 particuliers sur la plateforme française WiSEED, trouvent des ratios très similaires à ceux relevés chez les BAs, à savoir que 93 % des investissements ont été faits par des hommes, ce qui corrobore les résultats de Wallmeroth (2017) et de Cumming et al. (2017).

2.3.1.1.3 Les crowdinvestors investissent des sommes modérées

Les investisseurs en ECF sont considérés comme « petits », c'est-à-dire qu'ils investissent de petits montants et qu'ils reçoivent en échange de petites portions de capital (Ahlers et al., 2015).

En France, le montant moyen investi par un *crowdinvestor* en ECF est de 7 745 €³⁸ ce qui est à mettre en perspective avec les 12 600 €³⁹ investis en moyenne par un BA.

Cette différence significative se traduit naturellement par une différence tout aussi importante dans la part de capital que l'investisseur reçoit en échange de sa contribution. Sur la plateforme américaine Crowdcube, les entreprises cèdent en moyenne 13,8 % de capital et réunissent environ 152 investisseurs. Cela signifie que chaque *crowdinvestor* obtient moins de 0,1 % du capital de l'entreprise (Signori et Vismara, 2016). Ces moyennes ne mettent cependant pas en évidence les cas exceptionnels où des investisseurs professionnels injectent de fortes sommes au travers d'une plateforme. Signori et Vismara (2016) citent l'exemple de Sugru, un projet britannique produisant une glu modulable financé à hauteur d'un million de livres par un seul contributeur.

³⁸ Source : Baromètre du *crowdfunding* (2017)

³⁹ Source : Statistiques France Angels (2017)

2.3.1.1.4 Les *crowdinvestors* investissent indifféremment de la localisation géographique de l'entreprise

La littérature en finance entrepreneuriale a largement documenté l'existence de distorsions concernant l'emplacement géographique des entreprises dans lesquelles les BAs (et les VCs) investissent (Bartkus, Hassan, 2001). Les BAs privilégient des investissements près de chez eux afin de pouvoir s'impliquer auprès de l'entrepreneur (Feeney, Haines Jr, et Riding, 1999).

Contrairement aux BAs et aux VCs, les *crowdinvestors* ne semblent pas être sujets à de tels biais dans leur prise de décision (Agrawal, Catalini, et Goldfarb, 2011 ; Hervé et al., 2016 ; Mollick, 2013) sauf pour les amis et la famille de l'entrepreneur qui habitent souvent à proximité du siège social de l'entreprise (Agrawal, Catalini, et Goldfarb, 2011).

Guenther, Schweizer, et Johan (2016) trouvent même une corrélation négative entre la probabilité d'investissement d'un *crowdinvestor* et la distance géographique avec l'entreprise cible. C'est le cas de Sellaband, une plateforme de partage de musique fondée en 2006 à Amsterdam, dont la distance moyenne qui la séparait de ses investisseurs était de 4 800 kilomètres (Agrawal, Catalini, et Goldfarb, 2011, 2013).

2.3.1.2 Les *crowdinvestors* présentent des profils variés

Les caractéristiques communes que nous avons décrites précédemment permettent de dessiner un profil type d'investisseur en ECF. Néanmoins, d'autres profils d'investisseurs sont identifiables au sein de la « foule ». Hervé, et al. (2016) mettent en évidence des différences de genre, d'âge et d'attitude vis-à-vis du risque parmi les membres de la plateforme WiSEED, ce qui est conforme aux résultats de Wallmeroth, Wirtz, et Groh (2018). Wallmeroth (2017) calcule que 20 % des investissements en ECF génèrent près de 80 % des fonds levés. Il en déduit qu'il existe une variété de profils au sein d'une même communauté d'ECF.

La définition de ces profils et les méthodes adéquates pour les classer sont explorées depuis peu par les chercheurs. Estrin, Gozman, et Khavul (2018) distinguent les *crowdinvestors* en fonction de leur degré d'expertise de l'investissement, contrairement à Wallmeroth, Wirtz, et Groh (2018) qui les différencie en fonction des montants qu'ils investissent (*large-amount investors versus small-amount investors*). Polzin, Toxopeus, et Stam (2018) discriminent quant à eux les individus qui composent la foule en fonction de leur degré de lien avec l'entrepreneur. Si aucun lien n'existe ils sont considérés par les auteurs

comme « *out-crowd* » (hors communauté), *a contrario* des individus « *in-crowd* » (intra-communauté).

Nous présentons, en fonction de ces trois caractéristiques, les trois types d'investisseurs présents sur les plateformes d'ECF qui se distinguent du profil type dessiné précédemment : les investisseurs institutionnels (2.3.1.2.1), les investisseurs sophistiqués (2.3.1.2.2) et les proches de l'entrepreneur (2.3.1.2.3).

2.3.1.2.1 Les investisseurs institutionnels

Depuis quelques années, des investisseurs institutionnels placent des fonds sur les plateformes de CF aux côtés des particuliers. Ce sont des banques, des fonds mutualisés, des fonds de pension, des compagnies d'assurances, etc., qui investissent pour le compte de leurs membres. Ces organisations sont caractérisées par leur expertise de l'investissement, leur capacité financière et leur capacité à sélectionner des placements générant des retours élevés (Zheng, 1999).

LendingClub et Prosper.com, deux plateformes de P2P *lending*, ont proposé des programmes d'investissement à ces acteurs institutionnels dès 2012 (Lin, Boh, et Goh, 2017). Les fonds institutionnels représentent désormais plus de deux tiers du volume collecté sur LendingClub (Lin, Boh, et Goh, 2017).

En ECF, l'investissement est également accessible à ce type d'acteurs. Crowdcube, plateforme *leader* du marché britannique, confirme que les tours de table qui impliquent des investisseurs institutionnels ont quadruplé entre 2014 et 2017. Les investisseurs institutionnels auraient financé 14 % des *startups* présentées sur les plateformes d'ECF en 2016⁴⁰.

2.3.1.2.2 Les investisseurs sophistiqués

La notion d'investisseur « sophistiqué » prend sa source dans la réglementation américaine⁴¹. Il s'agit d'individus ayant une expérience et des connaissances en investissement suffisantes pour évaluer les risques et bénéfices d'une opportunité d'investissement. Ils doivent prouver un certain niveau de revenus ou de patrimoine pour

⁴⁰ Financial Times [en ligne] : <https://www.ft.com/content/235b5198-08ce-11e7-ac5a-903b21361b43> (consulté le 09/08/2018).

⁴¹ La SEC (Securities and Exchange Commission) distingue, dans la Rule 506(b), les investisseurs accrédités des investisseurs non-accrédités mais sophistiqués, qui peuvent avoir accès, à certaines conditions à des appels de fonds privés. Les premiers sont des investisseurs qui peuvent justifier d'un patrimoine personnel de plus d'1 million de dollars, hors de leur résidence principale et avoir un niveau de revenu annuel de plus de 200K\$. Les investisseurs sophistiqués sont définis quant à eux comme es investisseurs ayant une connaissance et une expérience suffisante en finance et en *business* pour leur permettre d'évaluer les risques et les avantages de l'investissement envisagé. Nous remarquons le caractère subjectif de cette définition.

devenir éligibles à l'achat de produits financiers particulièrement risqués. Enfin, ils doivent en théorie pouvoir assumer une perte totale de leur investissement sans mettre à risque leur patrimoine personnel.

Dans le contexte de l'ECF, le degré de sophistication des *crowdinvestors* les plus actifs est encore débattu (Wallmeroth, 2017 ; Ahlers et al., 2015 ; Vismara, 2016). Les chercheurs s'accordent toutefois à dire que les *crowdinvestors* qui engagent le plus de fonds ont un degré de sophistication plus important que les autres et jouent un rôle central en tant que sous-groupe (Wallmeroth, 2017).

Ceux-ci sont également plus enclins à dévoiler leur identité (Vismara, 2016), se caractérisent par un niveau d'étude plus élevé, une expérience sectorielle plus élevée et un historique d'investissement plus grand qu'un *crowdinvestor* au profil classique (Vismara, 2016).

2.3.1.2.3 Les amis et la famille des entrepreneurs

Scheder et Kaegaard (2014) argumentent pour ne pas considérer la famille et les amis (*friends & family*) comme des *crowdinvestors*, car leurs motivations et leurs processus décisionnels sont très différents de la définition d'un *crowdinvestor* telle que donnée dans l'introduction de cette sous-section. En effet, ces investisseurs d'un jour réalisent un placement ponctuel. Leur engagement dans l'ECF n'est que le résultat d'un appel lancé par une personne de leur entourage. Ils ne sont pas motivés par le fait de soutenir l'entrepreneuriat en général, mais seulement par le fait de soutenir un proche.

Ils présentent plusieurs spécificités, établies par Agrawal, Catalini et Goldfarb (2011) :

- Ils investissent dans une entreprise en particulier, avant d'éventuellement investir dans d'autres.
- Ils rejoignent une plateforme d'ECF à l'occasion de la campagne de collecte de fonds pour laquelle ils sont sollicités par un proche.
- L'investissement dans l'entreprise en question est le plus important qu'ils font en ECF.

Dans nos développements futurs, nous nous intéresserons au comportement des *crowdinvestors in-crowd* (Polzin, Toxopeus, et Stam, 2018). Cependant, nous n'excluons pas les amis et la famille (*out-crowd*) de notre étude, car ils ont un rôle au sein de la communauté d'investissement. Ces individus investissent particulièrement tôt pendant la collecte (Agrawal, Catalini, et Goldfarb, 2013) ce qui contribue à envoyer un signal positif aux autres

investisseurs et à réduire les asymétries d'informations qui sont marquées au début de la campagne de levée de fonds (Agrawal, Catalini et Goldfarb, 2011).

Encadré 9 - Synthèse de la section 2.3.1

En résumé

Les *crowdinvestors* partagent des caractéristiques communes avec les BAs : ce sont principalement des hommes expérimentés qui investissent leur argent personnel dans des entreprises non cotées en bourse. Il n'en demeure pas moins que des différences structurelles les distinguent, notamment la taille mesurée de leurs investissements et l'absence de biais géographiques dans leur décision d'investissement.

Plusieurs types de *crowdinvestors* coexistent sur les plateformes et présentent des niveaux d'expertise et de capacité financière très variables. Les investisseurs institutionnels sont des personnes morales ayant une forte capacité d'investissement. Les investisseurs sophistiqués sont des personnes physiques, fortunées et expérimentées. Enfin, les « *friends and family* » (amis et famille de l'entrepreneur) ont pour caractéristiques une éducation financière très faible et une faible capacité d'investissement.

2.3.2 Les motivations à participer en ECF des *crowdinvestors*

Des études exploratoires ont été menées afin de comprendre les motivations des *crowdfunders* à donner (Agrawal, Catalini, et Goldfarb, 2015 ; Gerber et Hui, 2013), et à prêter (Herzenstein, Sonenshein, et Dholakia, 2011). Les motivations mises en évidence sont la volonté de faire partie d'une communauté, le désir de soutenir des causes, de recevoir une récompense et une forme de reconnaissance (Gerber et Hui, 2013 ; Ryu et Kim, 2014). Cependant, il convient de s'interroger sur la pertinence de ces résultats dans le contexte spécifique de l'ECF.

Le retour sur investissement est la principale motivation des BAs selon Metrick et Yasuda (2010).

Nous pouvons présumer que les *crowdinvestors*, à la fois membres de plateformes en ligne et investisseurs en capital, partagent des motivations communes à la fois avec les autres types de *crowdfunders* et avec les BAs. Nous ne pouvons que le supposer, car la littérature sur les motivations des individus à investir en capital dans de jeunes entreprises est encore balbutiante et ne grandit que depuis peu (Estrin et al., 2018 ; Bretschneider, 2017 ; Moysidou et Spaeth, 2016).

Les chercheurs s'appuient, pour l'enrichir, sur la littérature concernant les motivations à participer en *crowdsourcing* (Bretschneider, Knaub, et Wieck, 2014), sur la littérature concernant l'investissement des particuliers (telle que le propose Joo, 2017 dans sa thèse) ou encore sur les motivations de BAs (choix assumé par Scheder et Kaegaard, 2014, dans leur thèse). L'étude empirique de Bretschneider et Leimeister (2017) contribue à combler ce manque dans la littérature en montrant que des motivations pro-sociales côtoient les motivations égoïstes des *crowdinvestors*.

La théorie d'auto-détermination (*self-determination*) de Ryan et Deci (2000) s'intéresse aux facteurs qui poussent un individu à agir d'une certaine façon. D'après cette théorie, il convient de distinguer deux types de motivations : les motivations extrinsèques (2.3.2.1) et les motivations intrinsèques (2.3.2.2).

Nous les présentons ci-après en nous appuyant sur les travaux exploratoires concernant le comportement des *crowdfunders* et sur la littérature qui explore le comportement des BAs.

Tableau 6 - Travaux de recherche identifiés dans la revue de littérature sur les motivations à investir en ECF

Auteurs	Terrain	Méthode	Titre de l'article
Chokalova et Clarysse (2015)	Symbid (reward based et ECF)	155 questionnaires	Does the Possibility to Make Equity Investments in <i>Crowdfunding</i> Projects Crowd Out Reward-Based Investments?
Scheder et Kaegaard (2014)	Seedrs, Seedmatch (ECF)	20 entretiens semi-dirigés	Crowdinvestor Decision-Making : A Study of Motivation Investment Criteria and Process
Agrawal, Catalini et Goldfarb (2011)	Sellaband (reward-based et royalties)	4 712 campagnes de financement	Offline Relationships, Distance, and the Internet: The Geography of <i>Crowdfunding</i>
Gerber et Hui (2013)	Kickstarter (reward)	83 entretiens semi-dirigés	<i>Crowdfunding</i> : Motivations and Deterrents for Participation
Ryu et Kim (2014)	-	Modèle d'équations structurelles	Dynamics of the <i>Crowdfunding</i> Platform : <i>Crowdfunding</i> Participation Model Development and Empirical Analysis.
Bretschneider Knaub et Wieck (2014)	Revue de littérature	- questionnaire non administré	Motivations for <i>Crowdfunding</i> : What Drives the Crowd to Invest in Start-ups?
Estrin, Gozman et Khavul (2018)	Investisseurs et entrepreneurs (ECF)	64 entretiens semi-dirigés	The evolution and adoption of <i>equity crowdfunding</i> : entrepreneur and investor entry into a new market

Auteurs	Terrain	Méthode	Titre de l'article
Rossi (2014)	-	Revue de littérature	The New Ways to Raise Capital: An Exploratory Study of <i>Crowdfunding</i>
Bretschneider et Leimester (2017)	Innovestment	Modèle d'équations structurelles	Not just an ego-trip- Exploring backers' motivation for funding in incentive-based <i>crowdfunding</i>
Schwienbacher et Larralde (2010)	Projet Media No Mad (ECF)	Étude de cas	<i>Crowdfunding</i> of small entrepreneurial ventures
Hervé, Manthé, Sannajust, Schwienbacher (2016)	WiSEED (ECF)	Analyses économétriques	Investor Motivations in Investment-Based <i>Crowdfunding</i>

2.3.2.1 Les motivations extrinsèques des *crowdinvestors*

Si un individu réalise une action dans le but d'obtenir une gratification, de l'argent ou de la reconnaissance, il est mené par des motivations extrinsèques (Ryan et Deci, 2000). Celles-ci ne sont pas liées à l'action de l'individu en elle-même, mais à son environnement.

Les *crowdinvestors* semblent être principalement motivés à investir en ECF par la perspective d'obtenir un ROI (2.3.2.1.1), d'accéder à de nouvelles opportunités de placement (2.3.2.1.2) et de répondre à des besoins fonctionnels personnels (2.3.2.1.3).

2.3.2.1.1 L'investissement en ECF pour générer un retour sur investissement

L'une des motivations les plus évidentes à investir en capital dans une entreprise est la perspective d'obtenir un ROI et, plus généralement, la perspective d'obtenir une récompense (Bretschneider et Leimeister, 2017).

Cette motivation est également l'une des principales observées chez les BAs, même si elle est associée à de nombreuses autres, non financières. Les BAs investissent en capital dans des entreprises en démarrage et prévoient de détenir leurs titres pendant 4 à 7 ans. Ils espèrent réaliser une plus-value de 20 à 40 % au moment du rachat de l'entreprise ou de l'entrée au capital d'un nouvel investisseur qui rachèterait leurs titres (Feeney, Haines Jr, et Riding, 1999).

La démarche des *crowdinvestors* est identique. Ils reçoivent de petites parts de capital en échange de leur investissement et sont menés par des motivations extrinsèques d'ordre financier (Collins et Pierrakis, 2012). Cholakova et Clarysse (2015) mettent en évidence au

sein de leur échantillon que seules les motivations liées à l'obtention d'un retour financier prédisent l'investissement en ECF.

Cela est conforme avec l'étude d'Estrin et al. (2018) qui identifient 11 raisons pour participer financièrement à un projet en ECF. Elles ne seront pas toutes énumérées dans cette sous-section, mais trois d'entre elles sont liées à des motivations d'ordre financier : (a) attente d'un fort ROI (b) perspective d'un retour à moyen terme et (c) réduction d'impôts liés à l'investissement.

Les potentielles réductions d'impôts et taxes favorisées par certains pays pour les investisseurs en ECF sont également identifiées par Scheder et Kaegaard (2014) comme faisant partie des motivations financières.

Selon les montages financiers et les plateformes, le ROI peut se faire sous la forme d'un versement de dividendes ou lors de la sortie du capital de l'entreprise. À noter que la perspective d'une sortie du capital de l'entreprise est généralement la solution la plus rentable et la plus attendue par les investisseurs en termes de bénéfices. Il s'agit pourtant de l'option la moins probable.

En effet, l'éventualité d'un rachat de l'entreprise est impossible à prédire. Signori et al. (2016) ont estimé le ROI moyen annuel hypothétique pour les *crowdinvestors* à 8,8 %. L'attrait pour un tel rendement est d'autant plus fort que les *crowdinvestors* se déclarent déçus par les faibles profits générés par des investissements plus classiques (Estrin et al., 2018).

2.3.2.1.2 L'investissement en ECF pour bénéficier de nouvelles opportunités de placement

L'ECF a créé une rupture avec le capital-risque et ouvre des opportunités d'investissement, jusque-là réservées à des professionnels, à une multitude d'investisseurs qui peuvent se « lancer » avec un ticket d'entrée réduit. Par exemple, le montant minimum d'investissement est de 100 € sur Invesdor⁴², de 10 £ sur Seedrs⁴³, de 100 € sur WiSEED⁴⁴ ou oscille entre 3 000 € et 5 000 € sur Anaxago⁴⁵, selon les projets.

2.3.2.1.3 L'investissement ECF pour répondre à ses besoins personnels

Les *crowdfunders* sont considérés par la littérature sur le CF comme des individus rationnels qui cherchent à maximiser leur utilité et qui développent des besoins personnels en

⁴² Source : Invesdor [en ligne], www.invesdor.com (consulté le 16/09/2018)

⁴³ Sources : Seedrs [en ligne], www.seedrs.com (consulté le 16/09/2018)

⁴⁴ Source : WiSEED [en ligne], www.wiseed.com (consulté le 16/09/2018)

⁴⁵ Source : Anaxago [en ligne], www.anaxago.com (consulté le 16/09/2018)

fonction des projets qu'ils découvrent, si tant est que le produit et le projet correspondent à leurs valeurs et à leurs buts (Ordanini et al., 2011).

Par son investissement, le *crowdinvestor* fait ainsi du « *lobbying* », c'est-à-dire qu'il augmente les chances de réalisation du projet dans le but de combler ses besoins personnels. Bretschneider et Leimeister (2017) indiquent que cette motivation a effectivement un impact sur la décision d'investissement.

Le *crowdinvestor* est également motivé par des motivations intrinsèques, présentées dans la section suivante.

2.3.2.2 Les motivations intrinsèques des *crowdinvestors*

Parmi les éléments provoquant la motivation intrinsèque se trouvent, aux côtés du plaisir et de l'amusement, l'intérêt et la curiosité (Ryan et Deci, 2000). Le *crowdinvestor* semble motivé par le plaisir et l'amusement (2.3.2.2.1), le sentiment d'être utile à un proche (2.3.2.2.2), la possibilité d'apprendre et de satisfaire sa curiosité (2.3.2.2.3), et de faire partie d'une communauté (2.3.2.2.4).

2.3.2.2.1 L'investissement en ECF pour s'amuser et prendre du plaisir

L'amusement (*fun*) est l'une des raisons principales évoquées par les BAs pour expliquer leurs activités (Cadenhead et al., 2000). Cette notion est associée dans le contexte de l'investissement à « *la satisfaction de jouer un rôle actif dans une petite entreprise* » (Landström, 1992) et à la sensation de vivre l'aventure entrepreneuriale aux côtés de l'entrepreneur. C'est d'ailleurs l'une des 11 motivations relevées par Estrin et al. (2018) pour expliquer la participation des particuliers en ECF.

Scheder et Kaegaard (2014) identifient également l'amusement comme une motivation importante des *crowdinvestors*. Le plaisir réside, selon les auteurs, dans des éléments variés tels que la possibilité d'entrer en relation directe avec l'entrepreneur, le sentiment de réaliser le rêve d'un inconnu, la possibilité d'observer l'évolution de son investissement et l'impression de réaliser un pari. Ces résultats sont conformes avec Hemer (2011) qui identifie l'amusement et l'affirmation de soi comme fortement corrélés à l'investissement en CF et avec Schulz et al. (2015) qui mettent en exergue les motivations hédoniques et altruistes des *crowdinvestors*.

2.3.2.2.2 L'investissement en ECF pour soutenir un ami ou un proche

Nous avons différencié précédemment les amis et la famille de l'entrepreneur et les *crowdinvestors* classiques. Nous ne pouvons cependant pas ignorer que ces « *friends and family* » constituent une part importante des membres des plateformes et qu'ils représentent un pourcentage conséquent des sommes collectées (Agrawal et al., 2011). Ces individus sont motivés à investir en CF pour soutenir un projet ou un porteur de projet avec lequel ils partagent une relation émotionnelle et un lien familial ou amical (Bretschneider, Knaub, et Wieck, 2014). Les motivations prosociales sont également identifiées par Bretschneider et Leimeister (2017) chez des individus qui ne sont pas exclusivement des proches de l'entrepreneur. Les auteurs trouvent que l'altruisme, accentué par les connexions personnelles du *crowdinvestor* avec le porteur de projet ou la cause qu'il défend, est une source de motivation conduisant à l'investissement.

2.3.2.2.3 L'investissement en ECF pour apprendre et satisfaire sa curiosité

Les *crowdinvestors* mentionnent le fait d'apprendre des choses sur l'investissement comme une raison de leur décision d'investissement en ECF (Estrin et al., 2018).

La volonté de découvrir comment fonctionne le CF est une raison de participation, d'autant plus importante que les *crowdfunders* sont des individus particulièrement intéressés par l'innovation (Ordanini et al., 2011). Cela semble cohérent avec les conclusions de Füller (2006) qui démontre qu'un lien existe entre la curiosité d'un individu et ses contributions à des communautés en ligne (Resnick et Kraut, 2011).

2.3.2.2.4 L'investissement en ECF pour faire partie d'une communauté

Plusieurs recherches en CF ont identifié le désir d'interagir au sein de réseaux sociaux comme une motivation clef des contributeurs à participer à des transactions (Moritz et Block, 2014). Les contributeurs partagent la volonté d'interagir avec les autres (Ordanini et al., 2011) et de se sentir membres d'une communauté de personnes ayant les mêmes intérêts (Gerber et Hui, 2013).

Dans le contexte de l'ECF, la possibilité d'étendre son réseau professionnel grâce aux co-investisseurs d'un projet est une motivation à participer (Scheder et Kaegaard, 2014). La plupart des plateformes (Seedrs, Seedmatch, Anaxago, Invesdor, WiSEED, entre autres) offrent d'ailleurs la possibilité à leurs membres de connecter leur profil personnel avec leur profil professionnel LinkedIn, afin de faciliter leur mise en réseau.

Encadré 10 - Synthèse de la section 2.3.2

En résumé

L'étude des motivations à investir en ECF s'est appuyée sur la littérature sur les BAs et sur la littérature sur le CF en don ou *reward-based*.

Récemment, les études d'Estrin et al. (2018) et de Bretschneider et al. (2017) ont permis d'affiner la compréhension de ces motivations en fonction du type de CF étudié. Ces premiers résultats montrent que des motivations extrinsèques (recherche de ROI, faire du lobbying pour un projet, gagner une reconnaissance) et intrinsèques (altruisme, prendre du plaisir, participer à une communauté) animent les *crowdinvestors*. Toutefois, les résultats varient d'une étude à l'autre.

2.3.3 Les risques liés à l'investissement en ECF

Les recherches se sont pour le moment concentrées sur les motivations à investir des *crowdfunders* (Moritz et Block, 2014). Cependant, des articles récents accentuent l'importance de comprendre aussi les freins à l'investissement et les risques liés à l'ECF (Estrin et al., 2018 ; Signori et Vismara, 2016).

Les attentes des individus, notamment en matière de rendements financiers, sont parfois éloignées de la réalité. L'investissement en ECF implique de nombreux risques. Certains sont spécifiques à ce mode d'investissement, d'autres sont inhérents à l'activité de capital-risque et au faible degré de maturité des entreprises financées.

Traditionnellement, les investisseurs potentiels en capital-amorçage⁴⁶ étaient présentés avec une expérience significative d'investissement, une expertise sectorielle et une formation financière solide (Bieri, 2015). Or, les *crowdinvestors* manquent de sophistication et de nombreux risques restent cachés (Salomon, 2018).

De plus, l'ECF vient combler les étapes amont du cycle de financement de l'entreprise, au moment de l'étape de validation de son modèle économique. Cette étape est « *hautement consommatrice de ressources et caractérisée par un haut niveau de risque, une asymétrie d'information, une forte probabilité d'échec, et des difficultés dans la liquidité des investissements engagés* » (Bessière et Stephany, 2014).

Sont présentés dans cette section les risques liés à l'activité de capital-risque (2.3.3.1) et les risques spécifiques à l'investissement en ECF (2.3.3.2).

⁴⁶ Le capital-amorçage est le premier apport de fond à une entreprise.

2.3.3.1 Les risques liés à l'activité de capital-risque

L'investissement en capital-risque peut évoluer selon trois scénarios (Signori et Vismara, 2016) :

- **L'entreprise dépose son bilan.** La perte de l'investissement qui s'ensuit est totale.
- **L'entreprise poursuit son activité,** mais son développement ne se déroule pas comme prévu. L'investissement est bloqué et la valorisation demeure inconnue (et donc le potentiel ROI pour l'investisseur aussi).
- **La sortie est positive,** c'est-à-dire que l'entreprise entre en bourse, se fait racheter par une autre société, ou bien un investisseur important entre au capital et permet la sortie des investisseurs historiques. La plus-value réalisée par ces derniers est fonction de la valorisation de l'entreprise évaluée lors du rachat. La plus-value est schématiquement la différence entre le prix d'achat des actions et leur prix de revente.

Le risque de perte et le risque d'illiquidité du capital investi représentent la majorité des cas de figure observés en capital-risque. Par exemple, les BAs britanniques enregistrent 56 % de perte partielle ou totale de leurs investissements pour 44 % de sorties positives (Wiltbank et al., 2009).

Nous présentons ci-après la nature du risque de perte de capital (2.3.3.1.1) et celle du risque d'illiquidité des fonds investis (2.3.3.1.2).

2.3.3.1.1 Le risque de perte de capital

L'acquisition d'actions dans une entreprise peu mature induit d'importants risques qui sont récompensés par un fort ROI potentiel. Ces jeunes entreprises prometteuses, que l'on nomme communément des *startups*, présentent un taux d'échec bien supérieur à des entreprises plus traditionnelles (Sigar, 2012) et la plupart des faillites interviennent lors de leurs cinq premières années d'existence (Valančienė et Jęglevičiūtė, 2013).

En analysant le développement post-financement en ECF de 212 entreprises, Signori et Vismara (2016) calculent un taux de faillite de 10,4 %. C'est un faible pourcentage par rapport aux taux observés en capital-risque qui se rapprochent de 56 % (Nesta, 2009).

Cependant, peu de plateformes ont atteint une maturité de portefeuille suffisante pour avoir du recul sur les ROI réels obtenus par les *crowdinvestors*. En effet, la détention planifiée des titres est généralement de 4 à 7 ans afin de permettre à l'entreprise de se créer et de se développer. Les premières plateformes de CF se sont lancées en 2006 (Belleflamme, Lambert,

et Schwienbacher, 2010), mais l'ECF s'est développé plus tardivement et les réglementations encadrant ce marché ne sont entrées en vigueur qu'en 2013 aux États-Unis et en 2014 en France. Cela conduit Sullivan et Ma (2012) à présager les premières faillites d'entreprise et à anticiper une forte déception des *crowdinvestors*,

2.3.3.1.2 Le risque d'illiquidité des fonds

Le risque d'illiquidité des fonds signifie l'indisponibilité du capital placé pour l'investisseur. Si l'entreprise reste active, mais qu'aucune option de sortie de capital n'est possible (rachat par un acteur extérieur, rachat des titres cédés par le fondateur, entrée en bourse, réinvestissement d'investisseurs historiques), l'investisseur particulier continue de détenir ses titres sans pouvoir les céder. Contrairement à l'achat d'actions de sociétés cotées en Bourse, aucun marché secondaire ne permettait jusqu'à présent de revendre des parts sociales acquises en ECF. Cependant, la plateforme britannique Seedrs a annoncé au premier trimestre 2018 le lancement du premier marché secondaire européen⁴⁷. Une autre initiative belge a été identifiée, Bolero *Crowdfunding*, qui propose de générer un marché secondaire multi-plateformes en utilisant la technologie Blockchain⁴⁸.

Au-delà des risques liés au capital-risque, des risques inhérents à l'investissement en ECF ont été identifiés. Nous les présentons ci-après.

2.3.3.2 Les risques spécifiques liés à l'activité d'ECF

Agrawal, Catalini, et Goldfarb (2013) interpellent sur le fait « *qu'en l'absence d'une gouvernance stricte, de reporting, de suivi comptable et d'autres exigences communes dans les marchés boursiers, les crowdinvestors sont sujets à un degré de risque inhabituellement élevé* ».

Quatre risques spécifiques au contexte de l'ECF ont été recensés : le risque de marché (2.3.3.2.1), le risque de défaut de la plateforme (2.3.3.2.2), le risque de fraude (2.3.3.2.3) et le risque d'évaluation (2.3.3.2.4), particulièrement marqué dans ce contexte de forte asymétrie d'information.

⁴⁷ Crowdfund Insider [en ligne] « *Seedr secondary market is now open to all investors* », 18/02/2018 ; <https://www.crowdfundinsider.com>

⁴⁸ Bolero crowdfunding [en ligne] <https://bolero-crowdfunding.be> (consulté le 09/09/2018).

2.3.3.2.1 Le risque de marché

Une rupture du marché pourrait découler du manque d'analyses réalisées en pré-investissement par les *crowdinvestors* et de leur manque de suivi post-investissement (Signori et Vismara, 2016). En effet, étant donné les petites sommes investies, en comparaison avec celles investies par des BAs ou des VCs, les investisseurs particuliers ne sont pas incités à consacrer beaucoup de temps à l'analyse des opportunités d'investissement (Signori et Vismara, 2016). Certaines personnes privilégient d'ailleurs l'investissement *via* les plateformes d'ECF, car elles permettent de réduire leurs efforts dans la recherche d'opportunités de placement et dans l'audit de ces projets (Estrin et al., 2018).

Ce comportement pourrait entraîner des problèmes de sélection adverse (Signori et Vismara, 2016 ; Akerlof, 1970) et avoir pour conséquence de créer un équilibre sous-optimal dans lequel seules des entreprises de mauvaise qualité seraient présentées sur les plateformes de CF (Agrawal, Catalini, et Goldfarb, 2013 ; Wallthoff-Born, Schwienbacher et Vanacker, 2018).

2.3.3.2.2 Les risques liés à la plateforme

À notre connaissance, la seule source académique qui mentionne le risque de défaut ou de fermeture de la plateforme elle-même est Martínez-Climent et al. (2018). Onnée et Renault (2013) ne mentionnent pas cet élément dans leur article qui porte pourtant spécifiquement sur les atouts et les risques de l'ECF.

Pourtant, les plateformes d'ECF ne sont que des vitrines en ligne exploitées par des sociétés d'investissement dont le défaut est possible au même titre que pour n'importe quelle autre entreprise. La plupart d'entre elles s'apparentent à des *startups* qui n'ont pas encore trouvé leur modèle économique ni atteint leur point mort. C'est le cas de la plateforme Alternativa qui a déposé le bilan en 2017 après dix ans de fonctionnement, faute de rentabilité⁴⁹.

Le défaut peut entraîner des conséquences financières pour les contributeurs. Entre autres effets, la plateforme en ligne ne pourrait plus servir de facilitateur pour le suivi post-investissement puisqu'elle ne pourrait plus accueillir les forums entre investisseurs, ni fournir le suivi de l'évolution du portefeuille de titres, ni favoriser les contacts avec l'entrepreneur au travers de la plateforme. Certains documents contractuels stockés sur le site internet peuvent potentiellement être perdus lors de sa fermeture.

⁴⁹ Source : Option Finance [en ligne] : <http://www.optionfinance.fr>, « La plateforme Alternativa dépose le bilan », 16/02/2017.

Enfin, pour les sociétés d'ECF dont les salariés assurent le suivi post-investissement et négocient les modalités de sortie de capital pour le compte des investisseurs membres de leurs plateformes, une faillite impliquerait que les investisseurs, même novices, se coordonnent et réalisent le suivi eux-mêmes ou bien qu'un mandataire soit désigné pour suivre les opérations⁵⁰.

2.3.3.2.3 Le risque de fraude

Le recours au CF est un évènement ponctuel ou très peu fréquent pour une entreprise qui fera probablement appel à d'autres sources de financement au fur et à mesure de son développement. Il n'existe donc aucun incitatif pour l'entreprise à agir correctement et à tenir ses engagements (Signori et Vismara, 2016), d'autant plus que la plupart des contributeurs ne connaissent pas personnellement le porteur de projet (Onnée et Renault, 2013).

Dans le contexte du CF, la fraude consiste principalement à ne pas délivrer les récompenses promises, à mentir par désinformation ou omission sur l'avancement du projet ou encore à ne pas utiliser les fonds pour les dépenses annoncées⁵¹. Un cas médiatisé en *reward-based* CF est le projet Kobe Red. Une équipe réalisant un documentaire sur la plateforme Kickstater qui l'accueillait en 2013 a détecté ce faux projet qui s'apprêtait à encaisser 120 000 \$ récoltés auprès de 3 252 contributeurs.

En ECF, le seul type de fraude envisagé par la Banque Mondiale serait la constitution d'une fausse entreprise pour attirer des fonds (World Bank, 2013). Si le risque existe, il reste cependant extrêmement faible et concerne moins de 0,01 % des projets soumis par an, contre 14 % des sociétés cotées en bourse aux États-Unis (Cumming et al., 2017). L'explication tiendrait principalement, selon les auteurs, à la transparence d'un environnement en ligne qui facilite la détection des fraudeurs, au travers des médias sociaux et de l'exposition publique des entrepreneurs.

2.3.3.2.4 Le risque d'évaluation dû aux asymétries d'informations

Le risque d'asymétries d'information n'est pas spécifique à l'ECF, tous les marchés en souffrent (Koutun, 2016). Elles apparaissent dans une situation où un agent possède davantage d'informations sur la qualité et le potentiel d'un objet qu'un autre agent (Akerlof, 1970).

⁵⁰ Source : Hello Crowdfunding [en ligne] www.hellocrowdfunding.com (consulté le 16/09/2017).

⁵¹ Source : Digital Trend [en ligne] : <https://www.digitaltrends.com>, « *The 5 biggest crowdfunding failures of all time* », par Nicole Carpenter, le 09/07/2017.

Les chercheurs s'accordent à dire que ces inefficacités de marché sont plus présentes dans le contexte de la finance entrepreneuriale que dans la finance de marché traditionnelle (Denis, 2004). Les entreprises peu matures présentent par nature un risque élevé d'incertitude et d'asymétrie d'information entre les investisseurs et l'entrepreneur (Gilson, 2003), en raison de leur historique limité (Stuart, Hoang, et Hybels, 1999). De plus, les entrepreneurs sont réputés pour être trop optimistes quant aux perspectives de développement de leur société (Bessière et Stéphanie, 2014 ; Signori et Vismara, 2016), voire incités à l'être pour attirer l'attention des investisseurs sur la valeur potentielle de l'entreprise (Busenitz et Barney, 1997).

En ECF, les mêmes biais sont en jeu. Les entrepreneurs doivent, lors de la constitution de leur présentation en ligne, fournir des informations financières sur leurs perspectives de développement. Or, ces prévisions financières se révèlent systématiquement trop optimistes (Signori et Vismara, 2016).

De plus, l'asymétrie d'information est accentuée par la dimension virtuelle de l'environnement (Gefen, 2000), la catégorie de produits financiers (Beckett, Hower, et Howcroft, 2000), et l'absence de contact personnel avec l'entrepreneur, ce qui rend d'autant plus difficile l'évaluation du produit par le consommateur (Ba, 2001). Schwiendbacher et Larralde (2010) affirment que les problèmes d'asymétrie d'information sont plus marqués en ECF à cause du faible niveau de connaissances financières que possèdent les *crowdinvestors* (Koutun, 2016) et de la réticence des entrepreneurs à dévoiler des informations sensibles à des investisseurs non professionnels, anonymes et en ligne.

Par ailleurs, si en CF, les asymétries d'informations concernent la capacité du porteur de projet à délivrer les récompenses promises en temps et en heure, en ECF, l'incertitude concerne en outre la capacité globale de l'entrepreneur à générer de la valeur et à développer une entreprise. Le financement en ECF implique ainsi pour les *crowdinvestors* d'évaluer trois types de risques : technologique, de marché et managérial (Bessière et Stéphanie, 2014).

Cette vision est nuancée par Agrawal, Catalini et Goldfarb (2013) qui argumentent que le CF permet au contraire la diffusion de l'information, simplifie la recherche d'information et le suivi des progrès de l'entrepreneur.

Encadré 11 - Synthèse de la section 2.3.3

En résumé

L'activité d'investissement dans de jeunes entreprises est intrinsèquement risquée (risque financier, risque de performance). Le fait que cette activité soit rendue accessible, au travers de l'ECF, à des investisseurs particuliers dont la sophistication et l'expertise sont encore débattues (Onnée et Renault, 2013), dans un environnement en ligne, accentue les risques. Ceux-ci concernent tout aussi bien la plateforme d'ECF en elle-même que le risque de fraude, le risque d'effondrement du marché et le risque d'évaluation, particulièrement marqué compte tenu des fortes asymétries d'information qui sont engendrées par le contexte d'investissement en ECF.

Nous avons exposé les motivations à adopter l'ECF comme mode d'investissement, ainsi que les risques qui y sont associés. Nous allons à présent passer en revue la littérature concernant le comportement d'investissement des *crowdinvestors*.

2.3.4 Le comportement d'investissement des *crowdinvestors*

En 2016, l'entreprise Mondo Bank a levé 1 million de livres sur Crowdcube en 96 secondes après la mise en ligne du projet. De la même manière, deux ans auparavant, Protonet avait levé 200 000 € en 48 minutes sur Seedmatch (Moritz, Block, et Lutz, 2015). Ces exemples isolés montrent que certaines collectes en ECF peuvent être extrêmement brèves.

Dans ce type de situation, les *crowdinvestors* doivent prendre une décision d'investissement rapidement et ne suivent pas un processus décisionnel linéaire. Faute de pouvoir réaliser une analyse détaillée des données disponibles, il est probable qu'ils aient recours à des heuristiques (Moritz, Block, et Lutz, 2015), c'est-à-dire à des opérations mentales, intuitives et rapides que les individus utilisent pour répondre aux exigences de l'environnement (Tversky et Kahneman, 1974).

Malgré l'influence de la situation d'investissement, les chercheurs ont entrepris de dessiner le comportement d'investissement général des *crowdinvestors* et d'en identifier le processus séquencé et linéaire que nous présentons dans cette section.

Notre revue de littérature s'appuie sur la littérature en CF, mais le processus d'investissement du *crowdinvestor* présente de fortes similitudes avec le processus d'achat tel que décrit par Kollat, Blackwell et Engel (1972).

En ce sens, il pourrait être décrit de la même façon : l'investisseur est un consommateur de produits financiers qui (1) reconnaît l'existence de son besoin - la volonté de prendre en main son épargne et de choisir lui-même ses placements financiers (2) recherche des solutions répondant à ce besoin (bourse, ECF, placements immobiliers, etc.) (3) procède à la prise d'informations sur l'investissement en se reposant sur des attributs objectifs (risque de défaut, ticket d'entrée, horizon de liquidité) au regard de sa valeur fonctionnelle (maximisation du retour sur investissement) (4) arrête son choix définitif sur la base de ces éléments, d'avis de tiers, des risques identifiés et (5) mesure sa satisfaction suite à son investissement (satisfaction hédonique et financière).

Les différentes étapes du processus d'investissement des *crowdinvestors* sont présentées ci-après. Elles consistent à identifier des opportunités d'investissement (2.3.4.1), à rechercher des informations pré-investissement ainsi qu'à évaluer le projet entrepreneurial (2.3.4.2), avant d'investir (2.3.4.3) et d'assurer le suivi post-investissement (2.3.4.4).

L'étape 1 de reconnaissance du besoin n'est pas traitée puisqu'elle est préalable au choix d'adopter l'ECF comme mode d'investissement.

2.3.4.1 Étape d'identification des opportunités d'investissement

Dans le contexte de l'ECF, l'identification des opportunités d'investissement (*sourcing*) et la revue initiale du dossier sont déléguées à la plateforme et ces étapes se déroulent avant que le projet ne soit publié en ligne et visible par les *crowdinvestors*. C'est la plateforme qui mène des recherches actives, se repose sur ses réseaux pour détecter des *startups* prometteuses (Löher, 2017) ou incite des projets de qualité à lever des fonds *via* leur offre de financement (Scheder et Kaegaard, 2014). Une fois les projets identifiés, la plateforme s'assure de la véracité et de la cohérence des éléments fournis par l'entrepreneur ainsi que de l'existence légale de la société (Wallmeroth, Wirtz, et Groh, 2018). Elle vérifie également l'adéquation du projet avec sa politique d'investissement.

Cette étape consiste donc, pour le *crowdinvestor*, à parcourir les différentes plateformes en ligne et les différents projets qui y sont présentés, dans une démarche de filtrage (*screening*) (Scheder et Kaegaard, 2014). Il localise les opportunités *via* 3 canaux : 1) en se connectant régulièrement sur une ou des plateformes qu'il connaît, 2) en consultant les *newsletters* envoyées par les plateformes sur lesquelles il est inscrit, 3) en consultant d'autres médias mentionnant une collecte de fonds en cours sur une plateforme (Scheder et Kaegaard, 2014).

Le *crowdinvestor* choisit ensuite les offres d'investissement qu'il souhaite approfondir en fonction de préférences personnelles en termes de secteurs d'activité ou de types d'entreprises (Scheder et Kaegaard, 2014). Ce filtrage se fait rapidement sur la base des informations succinctes récoltées en amont par la plateforme et selon un système de décision propre à chaque individu. Par exemple, certains investisseurs s'orientent uniquement vers « *des cleantech, des projets autour de l'écologie et des idées folles* » (Scheder et Kaegaard, 2014).

2.3.4.2 Étape de recherche d'information et d'évaluation de la cible

La plateforme d'ECF réalise les audits des projets et la structuration des transactions financières en interne ou en faisant appel à des conseils externes (Wallmeroth, Wirtz, et Groh, 2018). Elle permet ainsi aux investisseurs particuliers de s'affranchir d'une analyse longue et fastidieuse (Estrin et al., 2018) pour laquelle ils ne possèdent pas systématiquement les compétences (Ahlers et al., 2015), ni un accès satisfaisant aux données confidentielles de l'entreprise, ni un contact direct avec l'entrepreneur (Ahlers et al., 2015 ; Hoegen, Steininger, et Veit, 2017).

Sur la base des éléments fournis par la plateforme, les *crowdinvestors* doivent toutefois tenter de qualifier et de quantifier le risque de la transaction financière proposée (Van Osnabrugge et Robinson, 2000) et d'évaluer la capacité du ou des porteurs de projets à mettre en œuvre le *business plan* présenté.

Le temps consacré à cette étape est variable (2.3.4.2.1) et repose sur l'évaluation des différents attributs du projet entrepreneurial (2.3.4.2.2).

2.3.4.2.1 Temps consacré à la phase d'évaluation

Estrin et al. (2018) relèvent des variations significatives dans la durée consacrée à l'évaluation et à la décision d'investissement des *crowdinvestors*. Les auteurs corrèlent positivement le temps passé au montant investi. Plus le *crowdinvestor* investit des montants conséquents et plus son comportement et son processus de décision semblent se rapprocher de celui des BAs (Estrin, Gozman, et Khavul, 2018). Les investisseurs les plus novices, au contraire, se concentrent sur le produit ou l'entrepreneur, mais n'adoptent pas une approche globale du projet entrepreneurial (Estrin, Gozman, et Khavul, 2018).

Lei et al. (2018) trouvent que si le projet est compliqué, les contributeurs supposent par défaut que le porteur de projet possède l'expertise nécessaire pour le mettre en œuvre. Voilà

une différence notable, de nouveau, entre les *crowdinvestors* experts et les novices. Selon les auteurs, ceux qui sont les plus familiers avec le produit commercialisé par l'entreprise ne sont pas intimidés par sa complexité et sont plus vigilants quant aux compétences du porteur de projet.

Les *crowdinvestors* déclarent pour la plupart visionner la vidéo de présentation, lire le *business plan* et regarder les détails financiers afin de s'assurer du réalisme du plan de développement annoncé (Scheder et Kaegaard, 2014). Ils ne mesurent toutefois pas les opportunités ou les menaces liées au marché (Scheder et Kaegaard, 2014).

2.3.4.2.2 Attributs du projet et critères d'investissement

Afin de réduire l'incertitude, les *crowdinvestors* semblent regarder, selon leur degré d'expertise, tout ou partie des caractéristiques du projet suivante : l'idée (2.3.4.2.2.1), l'équipe (2.3.4.2.2.2), les caractéristiques financières (2.3.4.2.2.3) et pour finir ses caractéristiques hédoniques et sociales (2.3.4.2.2.4).

2.3.4.2.2.1 L'idée du projet

L'idée animant le projet est la première information à laquelle auront accès les potentiels investisseurs. Ces derniers ont tendance à privilégier l'investissement dans des entreprises dont ils comprennent rapidement les enjeux, le caractère unique de la proposition de valeur et le potentiel de marché (Bessière et Stéphany, 2014). La dimension innovante de l'idée et du projet en général pèse également dans la décision d'investissement et, de fait, dans le succès des levées de fonds pour les entrepreneurs (Chan et Parhankangas, 2017).

2.3.4.2.2.2 L'équipe du projet

La confiance que les *crowdinvestors* accordent à l'entrepreneur ou à l'équipe des fondateurs guide leur décision d'investissement (Scheder et Kaegaard, 2014). Hoegen et al. (2017) citent également ce critère comme l'un des 6 principaux facteurs d'influence de la prise de décision. Étant donné que les rencontres physiques entre investisseurs et entrepreneurs sont rares dans le contexte de l'ECF⁵², les éléments de présentation de l'entrepreneur tels que la vidéo et le résumé du projet jouent un rôle prépondérant (Scheder et Kaegaard, 2014). Les *crowdinvestors* sont également attentifs à l'expérience des fondateurs et à leur *track record* (c'est-à-dire leur parcours, réputation et éventuels succès passés). Ahlers

⁵² Les rencontres entre *crowdinvestors* et entrepreneurs sont rares mais existent, à l'initiative des plateformes. Leur fréquence et leur lieu dépendent de la politique de la plateforme.

et al. (2015) trouvent de plus que la possession d'un diplôme universitaire reconnu, type MBA, par l'entrepreneur augmente les chances de succès de la levée de fonds.

2.3.4.2.2.3 Les caractéristiques financières du projet et les perspectives de sortie de capital

Les *crowdinvestors*, au même titre que les BAs, sont sensibles à la traction financière supposée du projet. Afin de s'assurer des perspectives de développement de l'entreprise, ils sont attentifs à son historique et à la rentabilité du modèle économique. Ils s'informent également sur l'usage prévu des fonds collectés et se détournent des projets qui prévoient d'utiliser les fonds pour rembourser des dettes (Scheder et Kaegaard, 2014).

La valorisation de l'entreprise est aussi un critère de sélection bien qu'elle ne soit pas négociée par les *crowdinvestors* (cf. 2.2.1.1.2, p.24). Elle semble entrer en compte dans le calcul risque-récompense de l'investisseur en ECF qui s'assure que la part de capital cédée par l'entrepreneur est suffisante au regard de la somme levée auprès des investisseurs (Scheder et Kaegaard, 2014).

La question de la sortie de capital est d'autant plus cruciale pour les investisseurs que l'illiquidité ou la perte du capital investi en sont les risques majeurs (cf. 2.3.3). Pourtant, Ahlers et al. (2015) ne trouvent pas de liens empiriques entre la présence d'une stratégie de sortie mentionnée par l'entrepreneur et son succès à lever des fonds. Les auteurs expliquent que la sortie de capital est trop hypothétique et trop lointaine dans le temps pour que les potentiels investisseurs la considèrent comme autre chose que des discussions « de comptoir » (*cheap talk*).

2.3.4.2.2.4 Les caractéristiques hédoniques et sociales du projet

Les *crowdinvestors* semblent plus sensibles à des critères sociaux et émotionnels pour juger les projets qu'à des critères financiers (Lukkarinen et al., 2016). Ils sont particulièrement attirés par la présence d'éléments hédoniques dans un projet (Schulz et al., 2015) ce qui va dans le sens des résultats d'Allen et McGoun (2002) sur la nature hédonique de l'investissement.

D'après Bessière et Stéphany (2014), l'affect joue effectivement un « rôle essentiel » dans le jugement d'un projet par un *crowdinvestor*. « *L'affect conduit à filtrer l'information en surpondérant les données marquantes, les faits saillants mêmes s'ils n'ont qu'une faible pertinence par rapport à l'objet évalué. L'affect est un processus à la fois holistique et rapide, les jugements se forment sous l'impact d'une impression globale immédiatement*

disponible » (Bessière et Stéphany, 2014, p.156-157). L'individu ne juge pas seulement le projet en fonction de ce qu'il pense, mais également en fonction de ce qu'il ressent (Slovic et al., 2004).

Cette impression générale permet de déterminer si une situation est perçue comme bonne ou mauvaise sans passer par un processus analytique. Or, si le ressenti de l'individu est positif, il a tendance à juger le risque plus faible et les bénéfices plus élevés (Slovic et al., 2004).

À présent que les critères de sélection d'une opportunité d'investissement par un *crowdinvestor* ont été présentés, il s'agit d'analyser plus en détail l'étape d'investissement à proprement parler.

2.3.4.3 Étape d'investissement

L'étape d'investissement par les BAs se déroule en plusieurs temps : négociation des conditions d'entrées au capital de l'entreprise cible, contractualisation puis versement des fonds (Mason, 2008). Cette étape peut-être encore considérée comme une phase de sélection puisqu'une transaction sur deux ne se concrétise pas (Riding et al., 1993), notamment à cause de l'impossibilité de trouver un accord entre l'entrepreneur et les BAs (Mason et Harrison, 2008).

Dans le contexte de l'ECF, ces négociations sont effectuées par la plateforme intermédiaire (*cf.* page 38). La phase d'investissement pour les *crowdinvestors* consiste donc principalement à régler des formalités contractuelles et surtout à définir le montant de leur investissement. Le choix du montant semble dépendre de la perception individuelle de la qualité de l'opportunité d'investissement et des liquidités disponibles pour l'investissement (Scheder et Kaegaard, 2014).

Un BA interrogé par Mason et Harrison (1996) utilise le terme de « *play money* » (argent à jouer) pour qualifier l'argent utilisé pour investir dans de jeunes entreprises. Les *crowdinvestors* étudiés par Scheder et Kaegaard (2014) semblent, à l'instar des BAs, conscients des risques de l'investissement et ne « jouent » que les sommes qu'ils sont prêts à perdre sans impacter leur niveau de vie.

2.3.4.4 Étape de suivi *post*-investissement

La littérature concernant l'étape de suivi *post*-investissement est balbutiante (Wallmeroth, Wirtz, et Groh, 2018) tant sur les ROI obtenus par les *crowdinvestors* (Signori et Vismara, 2016 sont les premiers auteurs à avoir tenté de les quantifier), que sur le comportement des *crowdinvestors* durant cette phase. Cela est dû, comme pour la recherche en ECF en général, à un manque de données ou à des analyses reposant sur de trop petits échantillons (Hornuf et Schwienbacher, 2014, 2017).

En ce qui concerne le comportement de suivi *post*-investissement, Andrieu et Groh (2013) distinguent les investisseurs traditionnels actifs de la foule passive. Les premiers assureraient un suivi plus strict et un soutien plus poussé à l'entrepreneur que les seconds (Bessière et Stéphany, 2014).

Un exemple de comportement de suivi *post*-investissement « actif » est donné par les BAs. Ces derniers s'investissent de façon active aux côtés de l'entrepreneur et mettent à sa disposition leurs compétences, leurs connaissances et leur expérience (Mason et Harrison, 1996). Cela s'explique notamment par la proximité géographique qui existe entre les BAs et leurs investissements (*cf.* page 50).

Les *crowdinvestors*, à l'inverse, sont décrits comme passifs et cette image semble d'autant plus juste qu'on les imagine « bloqués » dans un véhicule d'investissement qui limite leurs interactions en direct avec l'entrepreneur, dans le cas d'un modèle par *holding*.

Pourtant dans la pratique certains *crowdinvestors* sortent du lot et entrent en relation avec l'entrepreneur. Certains entrepreneurs, de même, organisent des événements avec leurs contributeurs afin de développer leur réseau et s'appuient sur les compétences individuelles présentes au sein de leur communauté d'investisseurs.

Ces observations empiriques sont confirmées par Scheder et Kaegaard (2014) qui distinguent parmi les *crowdinvestors* deux sous-catégories de profils : les investisseurs actifs à « forte valeur ajoutée » qui sont engagés dans une relation avec l'entrepreneur et contribuent activement au succès de l'entreprise, et les investisseurs passifs « observateurs » qui se comportent comme la « foule » telle que la décrivent Andrieu et Groh (2013), c'est-à-dire non engagée et informée uniquement par les canaux officiels.

Dans leur échantillon, Moritz, Block, et Lutz (2015) trouvent que 10 % des investisseurs font partie de la catégorie des actifs.

Encadré 12 - Synthèse de la section 2.3.4

En résumé

Notre revue de littérature sur le processus d'investissement et les critères d'évaluations des entreprises par les *crowdinvestors* met en évidence plusieurs éléments :

– Le comportement des *crowdinvestors* présente des similitudes avec celui des BAs. Ils partagent également les mêmes critères d'investissement (équipe, marché, produit, transaction financière), mais ne leur attribuent pas la même pondération (la valorisation et le marché sont des points clefs pour les BAs, alors les *crowdinvestors* sont plus sensibles à l'idée en elle-même et à l'originalité de la proposition de valeur).

Une différence notable est que **les *crowdinvestors* « externalisent » à la plateforme d'ECF la réalisation des audits, de la négociation, de la contractualisation et de la gestion des procédures.**

– La décision d'investissement des *crowdinvestors* est parfois décrite comme affective et reposant sur une perception plutôt que sur une analyse détaillée (Bessière et Stéphany, 2014). Pourtant certains investisseurs passent plusieurs heures à consulter le *business plan* du projet et à entrer en contact avec l'entrepreneur. Il semblerait que **deux groupes d'investisseurs se côtoient sur les plateformes d'ECF : les experts et les novices.** Les experts investissent de plus grands montants que la moyenne et possèdent une expérience d'investissement antérieure contrairement aux novices.

– Les *crowdinvestors* n'ont souvent pas les ressources techniques, intellectuelles, financières et temporelles pour mener un audit approfondi du projet entrepreneurial. **Le forum de la plateforme et le support vidéo fournis par l'entrepreneur permettent toutefois de recréer un espace virtuel d'échanges et de générer des relations de confiance.**

– **Le rôle de la communauté dans le processus décisionnel est rarement mentionné dans la littérature en ECF.** Elle semble n'être qu'une source d'informations ou une source de biais cognitifs pour l'investisseur.

– Enfin, **le processus d'investissement des *crowdinvestors* présente de fortes similitudes avec le processus d'achat étudié en comportement du consommateur.** Ils sont des consommateurs de produits financiers, sensibles aux attributs sociaux, hédoniques et émotionnels des projets qu'ils envisagent de financer (Bessière et Stéphany, 2014 ; Lukkarinen et al., 2016 ; Schulz et al., 2015 ; Slovic et al., 2004).

2.3.5 Les facteurs influençant la décision d'investissement du *crowdinvestor*

L'acquisition de produits financiers est une tâche ardue, car leur complexité implique un processus décisionnel élaboré (Berger et Messerschmidt, 2009).

Nous l'avons déjà évoqué, dans le contexte de l'ECF, les investisseurs doivent composer avec un manque d'accès aux données des cibles d'investissement, un accès extrêmement réduit à l'entrepreneur et, souvent, un manque d'expérience dans ce type de produits financiers (Hoegen, Steininger, et Veit, 2017). Associés aux incertitudes concernant la performance future de l'entreprise, la technologie et le marché, ces éléments contribuent à créer de fortes asymétries d'informations (Moritz, Block, et Lutz, 2015 ; Schwienbacher et Larralde, 2010). Cet effet est accentué par le fait que les entrepreneurs peuvent être réticents à diffuser et communiquer des informations à des investisseurs amateurs qui pourraient mal interpréter ou voler ces informations (Koutun, 2016). Les asymétries d'informations sont donc plus marquées en ECF que dans le financement traditionnel de *startups* qui met en jeu des mécanismes de réduction des risques, notamment l'existence de relations interpersonnelles fréquentes entre l'entrepreneur et les investisseurs ainsi que des audits poussés (Moritz, Block, et Lutz, 2015 ; Signori et Vismara, 2016).

Or, la difficulté des investisseurs potentiels à évaluer les entreprises et les incertitudes qu'ils perçoivent peuvent les conduire à ne pas investir et pénaliser l'entrepreneur dans sa recherche de financement (Vismara, 2018). Pour les investisseurs, cette situation de forte incertitude peut conduire à des erreurs de jugement et à des problématiques de sélection adverses (Akerlof, 1970).

Afin de réduire ces asymétries d'information, l'investisseur adopte un comportement de recherche d'information (Peterson et Merino, 2003) dans le but de réduire les incertitudes liées à son futur achat (DeSarbo et Choi, 1998).

Les *crowdinvestors* utilisent des sources d'informations plus variées que les investisseurs en capital-risque traditionnels (Hoegen, Steininger, et Veit, 2017) : des signaux émis par les entrepreneurs, des éléments intangibles liés à l'entrepreneur et à l'entreprise (Dorfleitner et al., 2016) et l'observation du comportement de leurs pairs (Burtch, Ghose, et Wattal, 2013 ; Colombo, Franzoni, et Rossi-Lamastra, 2015).

Faute d'éléments concrets et de données fiables, les *crowdinvestors* utilisent parfois des signaux a priori mineurs pour alimenter leur recherche d'informations (Hoegen, Steininger, et Veit, 2017). Dans certains cas, ces sources d'informations peuvent prendre le pas sur des

sources plus objectives dans la décision d'investissement (Herzenstein, Sonenshein, et Dholakia, 2011).

Afin d'étudier les marchés dans lesquels l'information est imparfaite et distribuée de façon asymétrique, comme c'est le cas en ECF, la théorie des signaux est une approche largement utilisée (Ahlers et al., 2015 ; Vismara, 2018). Cette théorie expose que les agents les plus informés du marché (en l'occurrence l'entrepreneur et éventuellement la plateforme d'ECF), peuvent émettre des signaux pour communiquer leurs informations privilégiées à des investisseurs ou des acheteurs potentiels (Spence, 1973). Des tiers peuvent également contribuer à émettre des signaux sur la qualité d'un produit ou d'une entreprise.

Nous présentons ci-après l'influence des signaux émis par l'entreprise (2.3.5.1), des signaux émis par les pairs (2.3.5.2) et des caractéristiques individuelles ou des caractéristiques de la plateforme d'ECF (2.3.5.3) sur la décision d'investissement du *crowdinvestor*.

2.3.5.1 L'influence des signaux liés à l'entreprise

De nombreux travaux ont expliqué quels types d'informations conduisent des investisseurs à investir dans des *startups* (présence d'investisseurs traditionnels, parcours de l'équipe, genre de l'entrepreneur) (Cosh et al., 2009). Le Tableau 7 présente les travaux de recherches concernant les signaux d'influence émis ou liés à l'entreprise identifiés dans la présente revue de littérature.

Tableau 7 - Travaux de recherche identifiés au cours de la revue de littérature sur les signaux de qualité reçus par les *crowdinvestors*

Auteurs	Terrain	Méthode	Titre
Moritz, Block et Lutz (2015)	ECF	Qualitative exploratoire	Investor communication in <i>equity</i> -based crowdfunding: a qualitative-empirical study
Lukkarinen, Teich, Wallenius H. et Wallenius J. (2016)	Invesdor (ECF)	Modélisation	Success Drivers of Online Equity Crowdfunding Campaigns
Ahlers, Cumming, Günther et Schweizer (2015)	ASSOB (ECF)	Analyses économétriques	Signaling in Equity Crowdfunding
Mollick (2014)	Kickstarter (<i>reward-based</i>)	Analyses économétriques	Swept away by the crowd. Crowdfunding, venture capital, and the selection of Entrepreneurs

Auteurs	Terrain	Méthode	Titre
Herzenstein, Sonenshein et Dholakia (2011)	Prosper.com (P2P lending)	Analyses économétriques	Tell me a good story and I may lend you money: the role of narratives in peer-to-peer lending decisions
Lin, Boh et Goh (2017)	Kickstarter (<i>reward-based</i>)	Typologie	How Different are Crowdfunders? Examining Archetypes of Crowdfunders and Their Choice of Projects
Dorfleitner, Hornu et Weber (2017)	Seedmatch et Companisto (ECF)	Analyses multi-variées	Dynamics of Investor Communication in Equity Crowdfunding
Block, Hornuf et Moritz (2018)	Seedmatch et Companisto (ECF)	Modélisation	Which updates during an equity crowdfunding campaign increase crowd participation?
Vismara (2016)	-	Taxonomie	Signaling to Overcome Inefficiencies in Crowdfunding Markets
Bapna (2015)	CrowdFundEquity (ECF)	Modélisation	The Independent and Combined Effects of External Endorsement
Piva et Rossi-Lamastra (2017)	284 campagnes d'ECF	Étude empirique	Human capital signals and entrepreneurs' success in equity crowdfunding

Les jeunes entreprises en recherche de financement doivent convaincre les investisseurs potentiels de leur qualité et de leur légitimité dans l'optique de gagner leur confiance (Moritz et al., 2015 ; Feeney et al., 1999 ; Mason and Stark, 2004; Van Osnabrugge, 2000). Or, dans le contexte de l'ECF, les investisseurs sont hétérogènes et anonymes pour l'entrepreneur (Moritz, Block, et Lutz, 2015). Ce dernier est tenu d'utiliser des signaux propres à ce mode de financement pour signaler la qualité de son projet.

Pour être pertinents, les signaux utilisés par les entrepreneurs doivent être observables et impliquer des coûts (*signal costs*) (Ahlers et al., 2015). Autrement dit, ils doivent pouvoir être facilement compris par les investisseurs et être suffisamment coûteux ou difficiles à émettre pour garantir que les sociétés de mauvaise qualité n'utilisent pas les mêmes (Ahlers et al., 2015).

Nous distinguons, parmi les signaux de qualité liés à l'entreprise⁵³ :

- ceux qui sont liés aux caractéristiques de la collecte sur la plateforme (2.3.5.1.1) : objectifs de levée de fonds, minimum de levée, durée de campagne et présence de

⁵³ La doctorante remercie M. Fabrice Hervé pour cette suggestion de classement des signaux liés à l'entreprise.

prévisions financières, la présentation du projet et la communication pendant la collecte ;

- de ceux qui sont liés à l'entrepreneur et à la qualité intrinsèque du projet (2.3.5.1.2) : expérience de l'entrepreneur, réseaux de l'entrepreneur, actifs intangibles de l'entreprise.

2.3.5.1.1 Les signaux liés à la collecte de fonds sur une plateforme

Les signaux de qualités induit par la collecte de fonds sur la plateforme peuvent tout aussi bien être l'objectif de levée de fonds, le seuil minimum de collecte, la durée de la collecte, la présence de prévisions financières, la présentation du projet et, pour finir, l'activité de l'entrepreneur durant la période de collecte.

2.3.5.1.1.1 *L'objectif de levée de fonds*

Un objectif de levée de fonds élevé peut être perçu comme rassurant pour un *crowdinvestor*. Cela suggère que le projet a des ambitions de développement et qu'il cherche à créer de la valeur (Lukkarinen et al., 2016 ; Belleflamme et al., 2010). Ceci est d'autant plus vrai si la collecte suit le principe de *all-or-nothing* puisque les investisseurs auront la garantie d'être remboursés si le projet n'atteint pas un montant minimum en deçà duquel il serait sous-capitalisé.

2.3.5.1.1.2 *Le seuil minimum de collecte*

Les résultats d'Ahlers et al. (2015) ne mettent pas en évidence de lien statistique entre le seuil minimum de collecte et le succès de la collecte. Lukkarinen et al. (2016) trouvent en revanche une forte corrélation négative. Ils expliquent que les investisseurs peuvent être découragés à investir si le minimum de fonds attendus est trop haut, car cela suggère qu'en deçà, le développement de l'entreprise ne serait pas assuré.

2.3.5.1.1.3 *La durée de la campagne*

Plus la durée de la campagne est longue et moins le projet est perçu comme qualitatif. Cumming et al. (2014) et Mollick (2014) trouvent une relation négative entre la durée de collecte et le succès de la campagne en *reward-based* CF.

Une campagne poussive et longue peut être perçue par les investisseurs comme la preuve d'un manque de confiance ou d'engouement des autres investisseurs dans le projet (Mollick, 2014). De plus, si la campagne s'étire dans la longueur, l'investisseur peut repousser sa décision, voire finir par négliger l'investissement (Härkönen, 2014).

Lukkarinen et al. (2016) trouvent des résultats similaires en ECF même si la durée de la campagne semble négativement corrélée avec le nombre d'investisseurs, mais non corrélée avec le montant levé.

2.3.5.1.1.4 La présence de prévisions financières

Le simple fait que l'entrepreneur fournisse des prévisions financières est un signal de qualité pour les investisseurs, peu importe la teneur de ces prévisions (Lukkarinen et al., 2016). Ahlers et al. (2013) trouvent que l'absence de ces éléments diminue le montant levé au cours de la collecte en ECF et Mollick (2013) conclut aux mêmes résultats en *reward-based* CF. Bien que Lukkarinen et al. (2016) ne trouvent pas de relation significative entre la présence de prévisions financières et le montant collecté (le lien n'est significatif qu'avec le nombre d'investisseurs), les auteurs suggèrent que l'absence de données financières est considérée comme douteuse ou non-professionnel par les investisseurs, conformément à Ahlers et al. (2015).

Toutefois, plus les investisseurs sont proches de l'entrepreneur et moins les informations financières sont importantes (Polzin et al., 2018).

2.3.5.1.1.5 La présentation du projet (« pitch »)

En ECF, l'impression générale que produit l'entrepreneur réduit les asymétries d'informations perçues par les investisseurs. En particulier, les facteurs personnels tels que la sympathie, l'ouverture et la crédibilité (Moritz et al., 2015) jouent un rôle prépondérant. Les BAs y sont tout aussi sensibles. La présentation orale de l'entrepreneur est par exemple un élément clef de l'intention d'investissement des BAs (Mason et Harrison, 1996).

Dorfleitner et al. (2016) trouvent un lien entre les caractéristiques du texte de présentation d'un projet et son succès à emprunter en *lending* CF. Les fautes de frappe, la longueur du texte et la présence de mots-clefs évoquant des émotions positives augmentent la capacité du projet à collecter des fonds avec succès. En ECF, les investisseurs semblent plus sensibles au langage des femmes entrepreneurs (qui mentionnent moins les aspects financiers du projet, utilisent des termes plus vivants et expressifs, véhiculent des émotions positives) qu'à celui des entrepreneurs masculins (Block et al., 2018). Dans le contexte du *reward-based* CF,

Frydrych et al. (2014) ont mis en évidence, que les *story-telling* interactifs et les présentations attractives avaient une influence significative sur le choix des contributeurs. Ahlers et al. (2015) trouvent des résultats similaires quant au rôle de la présentation du « *pitch* » de l'entreprise.

Dans la même lignée, Herzenstein, Sonenshein et Dholakia (2011) trouvent que les présentations de projets en recherche de prêt mettant en avant la performance et la crédibilité du porteur de projet sont associées avec une augmentation du financement reçu.

Ironiquement, ces éléments de discours prédisent le moins la performance long-terme du prêt et la capacité de remboursement de l'emprunteur (contrairement à ceux qui évoquent la moralité et le labeur de l'entrepreneur). Le *story-telling* de l'entreprise influence donc les investisseurs au-delà des informations objectives qu'ils peuvent contenir (Herzenstein, Sonenshein, et Dholakia, 2011).

2.3.5.1.1.6 Activité durant la collecte

Block, Hornuf et Moritz (2018) trouvent que si l'entrepreneur fournit des nouvelles régulièrement sur la plateforme à propos des nouveaux développements de la *startup* (confirmation de l'entrée au capital d'un co-investisseur, projets de coopération, développement stratégique), cela augmente le nombre et les montants des investissements.

Enfin, les *crowdinvestors* sont sensibles à la réactivité et la pertinence de l'entrepreneur dans les réponses apportées aux membres sur le forum de la plateforme. Ce serait un moyen détourné pour les membres de la plateforme de juger dans un environnement en ligne des attributs intangibles tels que la fiabilité ou l'honnêteté de l'entrepreneur (Scheder et Kaegaard, 2014).

Au-delà des signaux liés à la collecte de fonds, les signaux concernant l'entrepreneur et l'entreprise en recherche de fonds peuvent influencer la décision d'investissement des *crowdinvestors*.

2.3.5.1.2 Les signaux liés à l'entrepreneur et à l'entreprise

Les signaux liés à l'entrepreneur et à l'entreprise sont de trois types : l'expérience de l'entrepreneur (2.3.5.1.2.1), son réseau (2.3.5.1.2.2) et les actifs intangibles de l'entreprise (2.3.5.1.2.3).

2.3.5.1.2.1 L'expérience de l'entrepreneur

L'étude empirique de Piva et Rossi-Lamastra (2017) porte sur 284 entrepreneurs ayant mené une campagne de collecte en ECF. Leurs résultats suggèrent que les investisseurs sont sensibles à l'expérience professionnelle de l'entrepreneur et à son parcours d'études. Un diplôme en gestion et une expérience entrepreneuriale sont deux signaux de capital humain

qui contribuent au succès d'une levée de fonds en ECF. Le pourcentage de membres de l'équipe fondatrice détenant un MBA est lié à l'augmentation du nombre d'investisseurs dans le projet et du montant total investi par les *crowdinvestors*.

2.3.5.1.2.2 Le réseau de l'entrepreneur

Le réseau de l'entrepreneur, constitué de ses réseaux professionnels et personnels, peut aussi servir de signal crédible de la qualité de l'entreprise, car les personnes qu'ils réunissent sont supposées connaître personnellement l'entrepreneur. Le support affiché de ce réseau permet de réduire l'incertitude de l'investisseur potentiel (Lin, Prabhala, et Viswanathan, 2013) et augmente la légitimité et la réputation de l'entreprise (Baum et Silverman, 2004) qui peuvent servir de signaux de qualité (Stuart, Hoang et Hybels, 1999).

Les *crowdinvestors* sont influencés par des parties tierces qui sont supposées détenir de meilleures informations sur une entreprise donnée (Moritz, Block, et Lutz, 2015). Ainsi, des partenariats avec des organisations réputées ou un investisseur reconnu seraient de nature à augmenter les intentions d'investissement des individus les plus experts (Bapna, 2015).

Les plateformes intermédiaires contribuent également à diminuer les asymétries d'informations en coopérant avec des entités qui jouent le rôle de tiers de confiance, comme des instituts de crédit (Mollick, 2014). Les plateformes d'ECF elles-mêmes peuvent influencer positivement la décision d'investissement en mettant en avant un projet en particulier (Belleflamme, Lambert, et Schwienbacher, 2014).

Toutefois, les résultats d'Ahlers et al. (2015) ne sont pas significatifs quant à l'effet du capital social de l'entrepreneur sur le montant levé dans le contexte de l'ECF.

2.3.5.1.2.3 Les actifs intangibles de l'entreprise

Dans la littérature en finance entrepreneuriale, l'importance de l'innovation et de la détention de brevets pour une entreprise est largement documentée (Schumpeter, 1942 ; Cefis et Marsili, 2005). Les brevets d'une entreprise représentent un signal fort de sa capacité d'innovation, de sa qualité et de sa force (Ahlers et al., 2015) ce qui a un effet sur son potentiel de survie et sa capacité à attirer des VCs (Baum et Silverman, 2004).

De même, Bapna (2015) trouve qu'une certification du produit ou du service par des experts indépendants (certification ISO 9000, labellisation, etc.) associée à des partenaires réputés augmente de 72 % la probabilité que des investisseurs experts indiquent une intention d'investissement.

Nous venons de balayer les signaux liés à l'entreprise, qu'ils soient générés par la collecte de fonds ou intrinsèques au projet, qui peuvent influencer la décision d'investissement des *crowdinvestors*. La sous-section suivante s'arrête sur l'influence des signaux émis par les pairs des investisseurs particuliers.

2.3.5.2 L'influence des signaux émis par les pairs

Dans la littérature économique, l'information sur les comportements passés des pairs est reconnue comme un facteur d'influence du comportement d'un individu (Banerjee, 1992 ; Vismara, 2016). L'influence des pairs, ou *herding*, est définie comme « *n'importe quel processus social au cours duquel le comportement d'un groupe influence celui d'un individu* » (Ward et Ramachandran, 2010).

Dans leur revue de littérature, Moritz et Block (2014) identifient plusieurs recherches montrant que le réseautage social (ou mise en réseau) est l'une des motivations à participer en CF et un moyen de réduire les asymétries d'informations (Lin, Prabhala et Viswanathan, 2013 ; Liu, Lu et Chen, 2013 ; Zvilichovsky, Inbar et Barzilay, 2013).

Il n'est donc pas anodin que l'influence des pairs soit l'un des sujets les plus traités par la littérature en ECF s'intéressant aux investisseurs (Burtch, 2011 ; Burtch, Ghose, et Wattal, 2013 ; Herzenstein, Sonenshein, et Dholakia, 2011 ; Lin, Boh, et Goh, 2014 ; Mollick et Kuppuswamy, 2014).

Tableau 8 - Travaux de recherche identifiés dans notre revue de littérature sur l'influence des pairs sur la décision d'investissement des *crowdinvestors*

Auteurs	Terrain	Méthode	Titre de l'article
Burtch, Ghose et Wattal (2013)	Plateforme de <i>crowdfunding</i> pour journalisme	Étude empirique	An Empirical Examination of the Antecedents and Consequences of Contribution Patterns in Crowd-Funded Markets
Kuppuswamy et Bayus (2013)	Kickstarter	Analyses statistiques	<i>Crowdfunding</i> Creative Ideas: The Dynamics of Project Backers
Burtch (2011)	n.c.	Application du modèle de Banerjee (1992)	Herding Behavior as a Network Externality
Astebro 2016	Seedrs	Modèle théorique et empirique	Herding in Equity <i>Crowdfunding</i>

Auteurs	Terrain	Méthode	Titre de l'article
Kim (2014)	Appbokr	Hazard model	The Experts in the Crowd: The Role of Reputable Investors in a <i>Crowdfunding</i> Market
Koutun (2016)	Fundedbyme	Modèle de régressions logistiques	Quality signals in <i>equity</i> -based <i>crowdfunding</i> . (Thèse)
Moritz, Block, Lutz (2015)	n. c	Étude exploratoire (23 entretiens)	Investor communication in <i>equity</i> -based <i>crowdfunding</i> : a qualitative-empirical study
Hornuf et Schwienbacher (2015)	4 plateformes allemandes	Modèle de régression de Poisson	Funding Dynamics in Crowdinvesting
Wallmeroth, Wirtz, Groh (2018)	-	Revue de littérature	Investor Behavior in Equity <i>Crowdfunding</i>
Vismara (2015)	Crowdcube	Régressions	Information Cascades Among Investors in Equity <i>Crowdfunding</i>
Koning et Model (2013)	Donorschoose	Expérimentation	Social Influence Mechanisms in <i>Crowdfunding</i> Cascades : When Nothing is Better than Something

Nous présentons ci-après le principe de *herding* (2.3.5.2.1), la nature des signaux des pairs en jeu dans le contexte de l'ECF (2.3.5.2.2) et le rôle particulier des experts (2.3.5.2.2.3).

2.3.5.2.1 Le principe de herding

Nous rappelons succinctement le principe général du *herding* (2.3.5.2.1.1) avant d'en étudier les effets dans le contexte de l'ECF (2.3.5.2.1.2).

2.3.5.2.1.1 Principe général

Le principe de *herding* est illustré dans le modèle de Banerjee (1992) qui décrit un scénario dans lequel les individus doivent choisir entre deux restaurants de façon séquentielle tout en pouvant observer le choix fait par les autres (qui se traduit par leur choix de faire la queue dans la file d'attente 1 ou 2) sans connaître les informations privées sur lesquelles ils ont appuyé leur décision. Banerjee (1992) démontre que l'information retirée en observant les décisions passées des autres individus finit par supplanter les informations que détient personnellement l'individu qui doit faire un choix. Tous les individus finissent par tendre à une décision identique.

Peu performants à l'échelle du groupe, ces effets peuvent éloigner l'individu d'une décision conforme avec ses préférences (Mollick, 2014).

2.3.5.2.1.2 *Herding dans le contexte de l'ECF*

Certaines conditions de marché rendent plus propice l'apparition de cette influence sur l'individu lors de sa prise de décision. L'ECF les réunit toutes : incertitudes de l'environnement, existence d'asymétries d'information et possibilité d'observer le comportement des autres (Moritz, Block, et Lutz, 2015). Les plateformes fournissent de nombreuses informations (nombre d'investisseurs, montant total récolté, identités des autres investisseurs), accessibles d'un simple « clic » (Vismara, 2015), ce qui facilite l'observation du comportement des autres et une éventuelle influence des pairs sur la décision d'investissement. Le fait que les opportunités d'investissement soient présentées dans un environnement en ligne accentue les comportements grégaires puisque les signaux émis par les pairs seront relayés rapidement et facilement à un grand nombre de personnes (Astebro et al., 2017).

Les membres des communautés peuvent partager leurs remarques et interrogations sur les forums dédiés des plateformes dévoilant ainsi une partie de leur information privée à leurs pairs. En agissant ainsi, les investisseurs contribuent à dessiner l'intérêt porté par la communauté de la plateforme à un projet, ce qui constitue une indication supplémentaire de son potentiel (Belleflamme, Lambert, et Schwienbacher, 2014). Cet intérêt est mesuré par l'investisseur en observant le comportement d'investissement des autres membres et la dynamique de collecte du projet. La communauté fournit donc un certain nombre d'informations que le *crowdinvestor* peut utiliser pour réduire les asymétries d'informations et prendre sa décision.

Dans une certaine mesure, le fait de suivre le comportement de ses pairs peut être rationnel a fortiori dans une situation de forte asymétrie d'information (Banerjee, 1992 ; Festinger, 1954). Dans le cas d'une prise de décision financière, le fait de suivre les autres dans leurs décisions permet notamment de réduire les coûts d'information pour l'individu et de gagner du temps (Hirshleifer et Teoh, 2003 ; Moritz et al., 2015). On parle alors de *herding* rationnel (Devenow et Welch, 1996).

Cependant, le comportement même du groupe peut influencer sa prise de décision finale, au-delà de l'information rationnelle qu'il génère, ce qui conduit à l'apparition d'un phénomène de « *peer effect* » (influence des pairs).

Un excès d'imitation peut conduire les individus à ignorer l'information privée qu'ils détiennent et les faire converger vers des choix irrationnels et ayant des externalités négatives pour le groupe et les membres qui le composent, notamment dans le contexte de choix de placements boursiers (Da et Huang, 2015). Dans cette situation, des cascades informationnelles apparaissent (Banerjee, 1992 ; Bikhchandani, Hirshleifer, et Welch, 1992) et peuvent conduire à des comportements de mimétismes.

Ces effets de *herding* reposent sur la prise en compte de signaux émis par des pairs que nous détaillons ci-après.

2.3.5.2.2 Les signaux des pairs

Les signaux des pairs influençant la décision d'investissement des *crowdinvestors* sont de deux types : leurs décisions d'investissement effectif (2.3.5.2.2.1) et leurs avis personnels diffusés au travers de commentaires (2.3.5.2.2.2).

2.3.5.2.2.1 Décisions d'investissement des autres membres de la communauté

Les *crowdfunders* sont sujets à des comportements d'imitation et que l'augmentation du nombre de contributeurs au début de la collecte de fonds d'un projet tend à augmenter sa probabilité de succès (Mohammadi et al., 2015), que ce soit en dons (Burtch, Ghose, et Wattal, 2013), en *reward-based* CF (Colombo, Franzoni, et Rossi-Lamastra, 2015), en *lending* CF (Zhang et Liu, 2012) ou en ECF (Vismara, 2015 ; Hornuf et Schwienbacher, 2015).

Vismara (2016) rapporte que les contributeurs en ECF s'appuient sur les décisions des investisseurs antérieurs et privilégient les projets ayant le plus grand nombre de soutiens, ce qui est conforme avec Agrawal et al. (2011) qui trouvent que la propension à investir dans un projet augmente avec l'accumulation de capital. Dans leur analyse de la plateforme australienne Sellaband, les auteurs mesurent que les investisseurs sont deux fois plus enclins à investir dans des projets ayant atteint 80 % de leur objectif de levée de fonds, par rapport aux projets ayant atteint 20 % (Agrawal et al., 2011). L'accélération est particulièrement forte à la fin de la campagne de levée de fonds (Zhang et Liu, 2012).

Toutefois, les projets qui lèvent rapidement des fonds au début de leur collecte subissent un ralentissement au milieu de la période levée de fonds à cause d'un effet d'attentisme de la part des investisseurs : la propension à investir de la part de nouveaux investisseurs diminue

lorsqu'ils ont l'impression que l'objectif de levée de fonds va être atteint (Kuppuswamy et Bayus, 2013). Burtch, Ghose et Wattal (2013) observent ce phénomène qu'ils attribuent au fait que le contributeur voit son utilité marginale d'investir décliner si cela devient moins important pour le projet qui collecte des fonds.

Afin de déterminer si ces effets de *herding* génèrent des externalités, Astebro et al. (2017) ont développé un modèle de *herding* rationnel dans le contexte de l'ECF sur le même principe que Banerjee (1992). Ils montrent que des comportements grégaires d'investissement apparaissent effectivement, puisque les investissements passés influencent les investissements futurs dans un même projet. Cependant, leurs résultats indiquent qu'aucune cascade informationnelle n'apparaît, c'est-à-dire qu'un investissement élevé est une source d'information objective de la qualité du projet.

Au contraire, Burtch (2011) démontre de façon empirique que le phénomène de *herding* constitue une externalité négative puisque l'augmentation du nombre de contributeurs induit l'augmentation du nombre de décideurs novices qui vont appuyer leur décision sur un comportement mimétique, sans apporter d'informations privées supplémentaires à la communauté.

2.3.5.2.2.2 Avis des pairs

Le poids important des commentaires des autres membres de la plateforme dans la recherche d'information de l'investisseur a été mis en évidence par Hornuf et Schwienbacher (2015), Moritz et al. (2015) et Wallmeroth et al. (2018). Les *crowdinvestors* semblent obtenir de l'information des autres en consultant les échanges entre investisseurs et entrepreneurs relayés sur le forum dédié au projet (Estrin et al., 2018).

L'influence des pairs peut également apparaître en dehors de la plateforme d'ECF. Les *crowdinvestors* utilisent parfois des forums externes aux plateformes d'ECF pour discuter d'opportunités d'investissement (Wallmeroth, 2017) et ils peuvent trouver des informations sur une *startup* grâce à de nombreuses sources en ligne et hors ligne (Hornuf et Schwienbacher, 2015).

2.3.5.2.2.3 Le rôle des experts

L'effet de *herding*, qu'il soit provoqué par l'apprentissage par observation du comportement des pairs ou par une cascade informationnelle, est accentué en fonction des caractéristiques des pairs.

Kim et Viswanathan (2013) montrent que le processus décisionnel des *crowdinvestors* est fortement influencé par les décisions des experts qui font partie de la communauté d'investissement. Leur expertise peut être sectorielle ou bien généraliste (expérience antérieure d'investissement). Dans les deux cas, les investisseurs, même novices, semblent être capables d'identifier et d'exploiter les nuances que contient l'information retirée de l'observation des investissements réalisés par ces différents experts (Kim et Viswanathan, 2013).

2.3.5.3 Autres facteurs d'influence du comportement d'investissement

Pour finir sur la présentation des facteurs d'influence de sa décision d'investissement des *crowdinvestors*, il convient de mentionner l'effet des caractéristiques individuelles des investisseurs (2.3.5.3.1) et celui des caractéristiques de la plateforme d'ECF (2.3.5.3.2).

2.3.5.3.1 Les caractéristiques individuelles

Peu d'études ont analysé l'influence des caractéristiques individuelles sur la décision d'investissement dans le contexte de l'ECF.

Mohammadi et al. (2015) montrent que les préférences en termes de risque diffèrent entre les *crowdinvestors* hommes et femmes. Ces dernières sont plus averses au risque et investissent moins dans des entreprises jeunes, *high-tech* et qui cèdent beaucoup de parts de capital aux investisseurs (car cela signifie que l'entreprise a une valorisation faible pour un besoin de fonds élevé). Hervé et al. (2016) confirment que les femmes investissent dans des actifs moins risqués, et montrent que les *crowdinvestors* vivant dans des lieux à forte interaction sociale (selon le critère de sociabilité fourni par l'INSEE) investissent plus que les autres. C'est le principe de la « force des liens faibles » (Granovetter, 1973).

2.3.5.3.2 Les caractéristiques de la plateforme

Hoegen et al. (2017) rappellent que les interactions entre entrepreneur et investisseurs potentiels se font au travers d'un système d'information fourni par la plateforme d'ECF. C'est la plateforme qui définit les règles d'interaction entre les deux parties dans un contexte digital dont elle a le contrôle. De plus, l'interface de la plateforme guide le processus décisionnel de l'investisseur. En cela, le contexte d'investissement de l'ECF influence la prise de décision de l'individu. Wash et Solomon (2014) ont mené une expérimentation avec 168 participants en CF et en ont déduit l'influence que la plateforme peut exercer sur eux. Le modèle du « *all-or-*

nothing » qui garantit que les sommes investies seront remboursées en cas d'échec de la levée de fond augmente la propension d'un individu à investir. Le nombre et la diversité de projets « superstars » ont aussi tendance à stimuler les investissements sur la plateforme en attirant des investisseurs (Doshi, 2014).

Encadré 13 - Synthèse de la section 2.3.5

En résumé

La recherche en ECF est naissante et les facteurs d'influence du comportement d'investissement ne sont pas encore connus de façon exhaustive.

Les investissements antérieurs des pairs ont un potentiel informationnel pour le *crowdinvestor*. Le nombre d'investisseurs, les montants investis, les dynamiques de collecte et les décisions d'investissement des membres les plus experts sont tout autant de nuances qui enrichissent l'information retirée de l'observation des pairs.

Des phénomènes de *herding* ont été mis en évidence dans le contexte de l'ECF, mais aucune recherche à date n'a démontré qu'ils conduisaient à des comportements irrationnels. Seul Burtch (2011) considère qu'ils engendrent des externalités négatives, mais sa recherche porte sur le *reward-based* CF. Au contraire, le *herding* observé empiriquement semble être généré par des comportements rationnels d'apprentissage par observation.

Enfin, la littérature en finance nous permet de comprendre l'importance des préférences personnelles des *crowdinvestors* dans leur prise de décision. Le contexte d'investissement en ligne au travers d'une plateforme digitale est en revanche un facteur d'influence spécifique au CF. Il semble que l'architecture de la plateforme, son ergonomie, ses fonctionnalités et ses choix quant à son modèle économique sont tout autant d'éléments qui conduisent à considérer la plateforme comme « l'architecte des choix » des *crowdinvestors* (Thaler et Sunstein, 2008).

2.4 Les limites de la littérature sur la compréhension du comportement des *crowdinvestors*

Moritz et Block (2016) ont proposé une vaste revue de littérature sur le CF en général (*reward-based* CF, *lending-based* CF et ECF). Il apparaît que les recherches portant sur les *crowdfunders* se focalisent principalement sur le *reward-based* CF et le *lending-based* (respectivement 14 et 38 des 49 articles cités) et portent sur :

- les motivations et les freins des individus (Hemer, 2011 ; Lin et al., 2014 ; Ordanini et al., 2011 ; Allison et al., 2015 ; Gerber et al., 2012) ;

- l'importance des réseaux sociaux (Everett, 2015 ; Kuppuswamy et Bayus, 2018 ; Lin et al., 2013 ; Liu et al., 2015 ; Zvilichovsky et al., 2015) ;
- et les signaux influençant la prise de décision (Ahlers et al., 2015 ; Ahlers et al., 2013 ; Burtch et al., 2013 ; Koning et Model, 2013 ; Mollick, 2013).

La difficulté d'accès aux données concernant les investisseurs particuliers et la récence de l'émergence de l'ECF expliquent en partie ce déséquilibre des recherches entre *reward-based* CF, *lending-based* CF et ECF (Schwienbacher et Larralde, 2010).

Notre revue de littérature permet d'identifier plus particulièrement deux limites de la recherche en ECF, liées à la compréhension des raisons d'investissement en ECF (2.4.1) et à l'effet de la dimension communautaire de l'ECF sur le comportement d'investissement des *crowdinvestors* (2.4.2).

2.4.1 Les limites dans la compréhension des raisons d'investissement et de non-investissement en ECF

Les motivations à donner et à prêter en CF ont fait l'objet de nombreuses études démontrant que les contributeurs ne sont pas motivés seulement financièrement (Moritz et Block, 2014).

Une étude réalisée par l'association française des plateformes de CF (Financement Participatif France, 2017) a montré que les motivations principales (hors financières) à l'adoption de l'ECF étaient le soutien à l'innovation, l'engagement dans un projet entrepreneurial et l'adhésion aux valeurs du porteur de projet.

Contrairement à ces résultats, les premières recherches sur l'ECF indiquent à date que les motivations des *crowdinvestors* sont principalement extrinsèques et financières (Cholakova et Clarysse, 2015 ; Moysidou et Spaeth, 2016). Ceci n'est pas tout à fait conforme avec les motivations déclarées par les *crowdinvestors* eux-mêmes qui citent comme motivations à adopter ce mode d'investissement le plaisir d'investir, la volonté de participer à l'aventure entrepreneuriale et le fait d'accéder à une communauté (Estrin et al., 2018 ; Scheder et Kaegaard, 2014) ni avec les résultats très récents de Bretschneider et Leimester (2018).

Ces analyses présentent un caractère exploratoire (Cholakova et Clarysse, 2015 ; Estrin et al., 2018 ; Scheder et Kaegaard, 2014) qui appelle à des recherches complémentaires afin d'infirmer ou de confirmer les premières hypothèses émises.

Par ailleurs, la compréhension des freins à l'investissement est très limitée si ce n'est inexistante dans le contexte de l'ECF. Estrin et al., (2018) évoquent des raisons de non-

participation en ECF, relevées au cours d'entretiens avec des *crowdinvestors*. Elles relèvent presque toutes de la déception des investisseurs, ce qui implique que les personnes interrogées ont déjà investi.

Dans la pratique, l'enjeu pour les plateformes est d'élargir leur base de clients investisseurs pour pouvoir financer les demandes de financement de leurs clients entrepreneurs, dans une logique de marché biface. La compréhension des freins à l'investissement aurait un impact managérial conséquent.

2.4.2 Les limites dans la compréhension de l'influence de la dimension participative et communautaire de l'ECF sur le comportement d'investissement

Bien que la littérature en CF offre des pistes de compréhension du rôle de la communauté au cours du processus d'investissement, elles sont encore partielles, à plus forte raison en ECF (Mollick, 2014).

La dimension communautaire de l'ECF a été jusqu'à présent traitée sous l'angle de la réduction d'asymétrie informationnelle et du phénomène de *herding* qui peut y être associé. La communauté est identifiée comme une source d'information pour les investisseurs, au travers du partage des informations privées de chacun sur des forums, et par l'observation du comportement d'investissement des autres.

Ces recherches sont peu nombreuses et concernent principalement le *reward-based* et le *lending* CF. Nous n'avons pas identifié de travaux suggérant que la communauté ou les réseaux sociaux des plateformes pourraient jouer un rôle autre que celui de source d'information ou d'influence.

Plusieurs raisons plaident pourtant pour creuser dans cette direction : l'ECF introduit une forme de socialisation du comportement d'investissement, d'où un rôle potentiellement central de la communauté (2.4.2.1), l'expérience de consommation de produits financiers pourrait être enrichie par l'expérience de participation à la communauté (2.4.2.2) et, pour finir, la communauté pourrait être source d'apprentissage pour les investisseurs novices (2.4.2.3).

2.4.2.1 La dimension participative et communautaire de l'ECF dans la socialisation du comportement d'investissement

Contrairement à la théorie classique de la prise de décision, la pratique de l'ECF suggère une socialisation marquée de l'investissement. Un rapport de Goldman Sachs (Terry, Schwartz, et Sun, 2015) considère la socialisation de la finance comme « le futur de la finance », en passe de devenir plus sociale et plus démocratique. Estrin et Khavul (2016) avancent également la notion de « socialisation de la finance entrepreneuriale » et insistent sur l'importance des effets de réseaux pour expliquer les succès des collectes.

Wallmeroth, Wirtz, et Groh (2018) ont effectivement identifié ce type de pratiques qui indiquent que les investisseurs dépendent les uns des autres et qu'ils se retrouvent sur des forums tiers pour échanger sur des projets et sur leur activité d'investissement personnelle (Wallmeroth, 2017).

Participer au sein d'une communauté constitue une pratique des *crowdinvestors* qu'il convient d'étudier.

2.4.2.2 La dimension participative et communautaire de l'ECF au cœur de l'expérience d'investissement

La littérature en ECF se concentre sur la compréhension du comportement d'investissement et n'envisage pas, à notre connaissance, l'expérience d'investissement en ECF comme une expérience de consommation de produits financiers (excepté le travail exploratoire de Moysidou et Spaeth, 2016).

Pourtant, les plateformes d'ECF ont introduit le capital-risque sur internet et emprunté certains codes du e-commerce. Elles présentent les projets comme des produits : vidéo de présentation, résumé, avis des membres, « prix » d'entrée (montant minimum attendu par souscription). Leur fonctionnement correspond également aux standards de sites de ventes en ligne : paiement sécurisé, signature électronique, forums, attention particulière à l'expérience utilisateur. Ces plateformes créent des environnements virtuels dont les codes parlent à des investisseurs particuliers qui n'ont pour la plupart jamais eu accès à l'investissement en capital-risque, jusque-là réservé à des investisseurs aguerris aux surfaces financières confortables.

Dans leur article, Belleflamme et al. (2014) avancent que « *le crowdfunding est associé à des expériences communautaires qui génèrent des bénéfices pour les participants* » et que ces bénéfices sont liés à l'expérience d'investissement. Ces résultats vont dans le sens de

littérature en finance qui reconnaît que l'individu tire bénéfice des aspects expérientiels et émotionnels de son investissement (Allen et McGoun, 2002 ; Ozen et Kodaz, 2012) et que l'activité d'investissement, comme celle de consommation, peut être désirable en soi.

Filser (2002) invite ainsi à considérer que « *toute consommation est une expérience et l'analyse de l'expérience ne doit donc pas être réservée à des sphères restreintes de la consommation comme la culture ou les loisirs* ».

En ce sens, l'ECF offre un territoire non exploré en recherche sur l'expérience du consommateur. Comprendre quels sont les éléments qui font de l'expérience d'investissement d'un individu une expérience positive a des implications importantes pour le marché de l'ECF.

Comme nous l'avons évoqué dans l'introduction générale, le marché de l'ECF est jeune, mais il arrive à un niveau de maturité suffisant pour observer les ROI obtenus par les *crowdinvestors*. Les premiers retours d'expérience négatifs ont eu lieu⁵⁴ et les sorties positives sont rares (Signori et Vismara, 2018). Le risque de déception des contributeurs, pointé par Sullivan et Ma dès 2012, n'est pas écarté et le risque d'essoufflement des investisseurs n'est pas invraisemblable⁵⁵. Les résultats d'Estrin et al. (2018) appuient ce propos et relèvent la frustration des investisseurs vis-à-vis du manque de *feedback*, leur déception quant aux faibles ROI obtenus et à la mauvaise estimation de l'horizon de sortie annoncé au moment de leur investissement.

Pour que l'ECF reste une source de finance entrepreneuriale pérenne, il convient de comprendre ce que les membres des plateformes retirent de leur expérience d'investissement et dans quelle mesure la participation à une communauté d'investissement améliore leur expérience, les motive à participer en ECF et constitue un antécédent à leur investissement.

2.4.2.3 La dimension participative et communautaire de l'ECF comme source d'apprentissage

Nous avons vu que les motivations des *crowdinvestors* sont multiples et que différents profils d'investisseurs se côtoient sur les plateformes. Or, la littérature en CF ne distingue que depuis récemment les experts des novices (2.4.2.3.1) et ne mentionne pas l'existence des membres inactifs des plateformes d'ECF (2.4.2.3.2).

⁵⁴ Source : Les Echos [en ligne], <https://patrimoine.lesechos.fr>, Anne-Sophie Vion, « Crowdfunding, un placement sous surveillance », le 22/02/2018.

⁵⁵ Source : Le Monde [en ligne], <https://www.lemonde.fr>, Véronique Chocron « Le financement participatif suscite moins d'engouement », le 21/02/2017.

Pour ces deux groupes, la dimension participative et communautaire de l'ECF pourrait constituer une source d'apprentissage importante et un antécédent à leur investissement.

2.4.2.3.1 Distinguer les experts et les novices

La littérature en CF étudie depuis les différences de comportement d'investissement entre *crowdinvestors* novices et experts.

Kim (2014) s'est intéressé au niveau d'expertise des investisseurs intervenant en premiers dans une collecte de fonds et lui attribue un rôle de renforçateur du phénomène de *herding*.

Plus récemment, Riar et al. (2017) ont dédié un article à l'investigation des différences et similitudes entre les *crowdinvestors* novices et expérimentés. Estrin et al. (2018) et Wallmeroth et al. (2018) distinguent également les investisseurs experts et ceux qui investissent de « gros montants » (*large-amount investors*) des autres.

Néanmoins, ces articles ne répondent pas encore à la question de savoir si la communauté des membres des plateformes est une source d'apprentissage pour les investisseurs les plus novices. Estrin et al. (2018) évoquent la thématique dans leur enquête exploratoire. La majorité de leurs interviewés mentionnent l'importance d'apprendre de l'expertise des autres investisseurs (en participant à des discussions en ligne) dans leur processus décisionnel.

Cette thématique commence à être abordée, mais les recherches sont encore rares alors que l'on peut s'attendre à ce que leurs comportements et leur expérience d'investissement des experts et des novices se distinguent fortement.

2.4.2.3.2 Distinguer les membres actifs et inactifs des plateformes d'ECF

Nous n'avons pas encore évoqué la présence de non-investisseurs au sein des communautés. Nous n'avons pas trouvé d'articles les mentionnant alors qu'ils représentent une masse importante des membres des plateformes.

Certaines plateformes utilisent la sagesse de la foule pour présélectionner les dossiers avant de les auditer (Bessière et Stéphanie, 2014 ; Cumming et al., 2017). Leurs pratiques ne sont pas universelles, mais elles permettent de dissocier la participation à une communauté d'investissement (qui consiste à voter pour les projets que l'on trouve pertinents, échanger avec l'entrepreneur, participer au forum, etc.) et la décision d'investissement effective.

Cumming et al. (2017) analysent la communauté de la plateforme WiSEED, composée de 80 000 membres au moment de l'étude. Ils trouvent que seuls 7,2 % de la communauté a investi au moins une fois, mais que près de 33 % avaient voté au moins une fois pour un projet dans la phase de présélection. Les auteurs mettent de plus en évidence qu'en moyenne

seulement 21 % des *crowdinvestors* d'un projet participent à la présélection du projet en votant pour lui. Un grand nombre ne deviennent actifs qu'au moment du lancement effectif de la collecte. Cela suggère que certains membres de cette communauté n'interviennent que pour voter pour un projet, sans investir, et que d'autres ne participent pas à la communauté en ligne hébergée sur la plateforme d'ECF.

Ainsi, analyser l'effet de la dimension communautaire et participative de l'ECF pour ces trois types de membres (investisseurs, actifs et inactifs) semble pertinent.

2.5 Conclusion du chapitre

Dans ce premier chapitre, une revue de la littérature en CF a été réalisée. La plupart des recherches menées dans ce domaine ont été faites au travers du prisme de la finance entrepreneuriale ou des systèmes d'information.

Nous avons distingué les différentes formes de CF qui existent et nous avons limité et concentré notre recherche à l'ECF, qui consiste à rassembler des investisseurs particuliers pour financer le capital de jeunes entreprises, au travers de l'émission de titres financiers. Cela a permis d'acquérir une meilleure connaissance des acteurs de ce marché biface : plateformes intermédiaires, entrepreneurs et investisseurs.

Les *crowdinvestors*, sujets de cette recherche, ont fait l'objet d'une revue de littérature approfondie.

Ils présentent des profils variés (ils sont investisseurs institutionnels, investisseurs sophistiqués, ou des proches de l'entrepreneur).

Leur comportement d'investissement varie en fonction de leur profil, mais un comportement général en 4 étapes peut être dessiné (identification du projet, recherche d'information et évaluation de sa qualité, décision d'investissement, suivi post-investissement) et celui-ci s'apparente fortement au comportement d'achat traditionnellement étudié en comportement du consommateur.

Le comportement des *crowdinvestors* est influencé par plusieurs signaux à différentes étapes de son processus d'investissement. Les signaux de qualité de l'entreprise et les signaux induits par le comportement des pairs de l'investisseur (au sein de la communauté en ligne) sont pris en compte lors de sa décision.

La littérature en finance envisage la dimension communautaire de l'ECF comme une source d'informations utilisée de façon rationnelle par l'investisseur lors de son processus d'investissement. La littérature en finance comportementale introduit le fait que la dimension

communautaire peut être source de biais cognitifs (*herding*) et donc contribuer à dévier l'individu d'un comportement mû par une logique économique et rationnelle.

La compréhension de l'effet de la dimension communautaire de l'ECF reste parcellaire et conduit à de nombreuses zones d'ombres dans la littérature : pourquoi des individus participent-ils à la communauté sans pour autant investir ? Dans quelle mesure ce mode d'investissement accentue-t-il la dimension hédonique de l'investissement ? Les investisseurs novices et experts vivent-ils la même expérience d'investissement ? La communauté joue-t-elle un rôle dans l'apprentissage des *crowdinvestors* ?

Nous proposons d'adopter une approche par le comportement du consommateur et plus spécifiquement par la valeur de consommation afin d'étudier le comportement des *crowdinvestors*, l'effet de la dimension communautaire de l'ECF sur celui-ci et la nature de l'expérience d'ECF vécue par l'investisseur.

Ce positionnement est à notre sens prometteur pour combler certains manques dans la littérature disponible sur le CF, pour enrichir les études sur le marketing de produits financiers et pour apporter des éléments de réflexions pour les plateformes d'ECF et les régulateurs financiers.

3. Expérience de *crowdfunding* : valorisation de l'investissement en ECF et effets de la dimension participative de l'ECF sur le comportement d'investissement

Notre revue de littérature concernant le comportement d'investissement des *crowdinvestors*, présentée dans le chapitre précédent, a permis de mettre en évidence certains manques dans la littérature. L'un des principaux concerne la compréhension de la perception et de l'effet de la dimension participative de l'ECF sur le comportement d'investissement. La nature participative de cette forme de financement n'a été évoquée dans la littérature qu'au travers du prisme de l'influence des pairs sur la décision d'investissement ou de l'influence des effets de réseaux sur le succès d'une collecte de fonds. Ces études portent, de plus, principalement sur le *reward-based* et le *lending CF* (cf. la revue de littérature de Moritz et Block, 2014).

En ECF, des travaux exploratoires récents ont mis en évidence que l'aspect communautaire et interactif du CF pouvait constituer une raison de choisir ce mode d'investissement (Estrin et al., 2018). Par ailleurs, Belleflamme et al. (2014) avancent que « *le crowdfunding est associé à des expériences communautaires qui générèrent des bénéfices pour les participants* ». L'investissement en ECF peut donc être étudié comme une expérience d'achat de produits financiers. Cette remarque va dans le sens de Benavent et Evrard (2002) qui affirment « *qu'il y a extension du domaine de l'expérience* » au-delà du contexte des loisirs.

Lorsque l'on évoque la notion d'expérience, nous ne pouvons manquer de nous référer à la notion de valeur perçue, étudiée dans la littérature sur le comportement du consommateur. La valeur perçue se définit comme « *une préférence relative caractérisant l'expérience d'interaction entre un sujet et un objet* » (Holbrook, 1994, cité par Rivière et Mencarelli, 2012). Autrement dit, l'expérience d'investissement, caractérisée par l'interaction entre le *crowdinvestor* — le sujet — et un objet — le projet financé ou la plateforme d'ECF — induit de la valeur pour le sujet.

La valeur perçue de l'investissement par le *crowdinvestor* peut être appréhendée de deux façons, soit en la considérant comme le résultat d'un ratio coûts-bénéfices (il s'agit de l'approche par la valeur d'achat, initiée par Zeithaml, 1988) ou comme la combinaison de

plusieurs dimensions de l'expérience (approche par la valeur de consommation, initiée par Holbrook 1994) (Rivière et Mencarelli, 2012). Dans les deux cas, la valeur perçue est une conception subjective de la valeur.

D'après Aurier et al. (2004), « *la valeur de consommation ne se substitue pas à l'approche de la valeur globale, définie comme un ratio coûts-bénéfices, mais la complète en permettant d'identifier ses antécédents* ».

Comprendre quels sont les antécédents de la valeur perçue de l'investissement en ECF par les individus – et déterminer si la dimension participative de l'expérience d'investissement en est une, contribuerait à expliquer pourquoi les *crowdinvestors* choisissent ce mode d'investissement, à mieux appréhender la nature de leur expérience d'investissement et à apprécier son éventuelle influence sur leur comportement d'investissement.

L'objectif de cette étude exploratoire consiste à identifier les composantes de la valeur perçue de l'investissement en ECF, et de comprendre l'impact éventuel de la composante participative de l'expérience d'investissement sur le comportement d'investissement des *crowdinvestors*.

Nous présentons dans le présent chapitre la méthodologie adoptée (3.1) dans cette étude exploratoire et les principaux résultats obtenus (3.2).

3.1 Design de l'étude

Le design de l'étude comprend le choix méthodologique d'une enquête exploratoire par entretiens (3.1.2), la présentation du terrain (3.1.2), le recueil de données et l'échantillon de répondants (3.1.3) et, pour finir, la méthode d'analyse appliquée (3.1.4).

3.1.1 La méthodologie de la recherche

Face à ce champ de recherche relativement nouveau dont la connaissance est encore limitée, il nous semble opportun d'adopter une approche qualitative, comme le recommande Stebbins (2001).

L'utilisation d'entretiens semi-structurés semble particulièrement adaptée en ce sens qu'ils permettent au chercheur de faire évoluer son interprétation et de modifier le protocole d'entretien, au besoin, pour explorer des thématiques émergentes, non anticipées au préalable et d'aborder des thèmes précis (Evrard et al., 2009).

3.1.2 La présentation du terrain

Nous avons mené cette étude exploratoire auprès de membres de la plateforme française WiSEED. Cette plateforme constituant également le terrain de l'étude empirique présentée dans le chapitre suivant (Chapitre 4), pour laquelle il sera nécessaire de décrire plus précisément certains fonctionnements de WiSEED, la description du terrain faite ici reste succincte. Des précisions et des détails seront apportés dans la section présentant le terrain de l'étude empirique (point 4.4.1, page 163).

La plateforme WiSEED a été fondée en 2008 en France, ce qui la positionne comme pionnière du marché français de l'ECF. Elle enregistre 126 millions d'euros levés auprès de 111 600 membres au profit de 322 entreprises⁵⁶. Parmi sa communauté, 31 400 membres ont voté au moins une fois pour un projet, 12 200 sont des investisseurs et les autres sont inactifs⁵⁷.

Cette plateforme présente plusieurs caractéristiques intéressantes pour notre étude exploratoire. Elle permet l'investissement selon diverses modalités : en actions dans les *startups* (depuis 2008) ; en obligations à moyen terme (12-18 mois) dans des projets immobiliers (depuis 2012) ; en titres participatifs dans des projets coopératifs (depuis 2016) ; en obligations à long terme (5-7 ans) dans des projets de parcs éoliens ou autres entreprises des énergies naturelles renouvelables (depuis 2017).

Bien que la plateforme s'oriente de plus en plus vers le financement de nouveaux sous-jacents, tels que les projets immobiliers, son cœur de métier reste le financement de *startups* qui sont sélectionnées pour leur potentiel de développement, mais également pour leur impact social, sociétal ou environnemental.

La sélection de ces entreprises se fait en trois étapes : 1) un comité de sélection constitué de membres de l'équipe de WiSEED passe en revue les différents dossiers reçus de façon hebdomadaire ; 2) les projets présélectionnés sont présentés sur la plateforme pour une phase de vote qui fait intervenir les membres de la communauté ; 3) les projets ayant suscité un engouement suffisant (plus de 100 votants et plus de 100 000 € d'intentions d'investissement, dont au moins 25 000 € doivent émaner de membres actifs de la plateforme) sont audités en interne.

La phase d'e-vote (phase 2) permet aux membres de se familiariser avec un projet, présenté succinctement et accompagné d'une vidéo. Ils peuvent a) noter le projet de façon

⁵⁶ Source : WiSEED [en ligne] www.wiseed.com/fr/statistiques, consulté le 16/09/2018.

⁵⁷ *Ibid.*

globale (de 1 à 5 étoiles) ; b) évaluer le projet (-1, 0 ou 1) sur 11 critères (dont la concurrence, le modèle économique, la cohérence de l'équipe, etc.) ; et c) émettre une intention d'investissement (entre 0 € et 10 000 €) qui n'est pas engageante. Un membre peut donc voter sans investir et inversement (Cumming et al. 2017).

Cette phase marque l'ouverture d'un forum dédié au projet sur lequel les investisseurs potentiels peuvent interagir librement, entre eux et avec l'entrepreneur qui recherche des fonds. Les commentaires peuvent tout aussi bien permettre d'interpeller l'entrepreneur sur des lacunes dans sa présentation, le questionner sur des points techniques, ou bien l'encourager. Les commentaires sont faiblement modérés par les équipes de WiSEED. Ils sont accessibles à n'importe quel membre de la plateforme (l'adhésion se fait par simple inscription par *mail*). L'entrepreneur contrôle le niveau d'information qu'il souhaite diffuser et la granularité des précisions qu'il apporte. Pour des raisons réglementaires, les questions de la valorisation et de la part de capital à céder ne peuvent pas être évoquées sur ces forums.

Le ticket d'investissement minimum par investisseur est de 100 €, quel que soit le projet. Tous les investisseurs d'un même projet sont systématiquement réunis au sein d'un véhicule d'investissement (*holding* de droit privé sous forme de SAS). Ils ne détiennent donc pas de parts en direct au capital des entreprises financées.

3.1.3 L'échantillon et le recueil de données

Une liste de 300 membres de la plateforme répartis en trois segments (« a seulement voté », « a voté et a investi », et « a seulement investi ») nous a été fournie par l'équipe de WiSEED.

Le recrutement des répondants s'est fait *via* un email standard envoyé arbitrairement à 100 personnes appartenant à chacune des trois catégories, le 26 octobre 2016. Le mail a été envoyé avec une adresse professionnelle finissant par @wiseed.com. Les retours ont été peu nombreux (7 retours, dont seulement 2 positifs). Un deuxième email a été envoyé le 2 novembre 2016, adressé cette fois-ci personnellement à chaque destinataire grâce à un publipostage avec personnalisation du prénom (226 mails envoyés). Nous avons eu 26 retours, dont 13 positifs.

Suite à deux désistements, 13 entretiens semi-dirigés ont été menés entre le 3 novembre et le 17 novembre 2016. Nous considérons que la saturation sémantique a été atteinte à l'issue de ces 13 entretiens (bien que Francis et al. (2010) donnent un seuil indicatif de 15 entretiens).

La durée moyenne des entretiens fut de 30 minutes. Les échanges se sont déroulés en visioconférence. L'outil Zoom a été utilisé, car il permettait d'enregistrer les échanges en direct et offrait la possibilité au répondant de se connecter soit en visioconférence, soit par téléphone.

Un guide d'entretien (*cf.* Annexe 3) établi au préalable supportait la conduite des entretiens. Conformément aux recommandations de Yin (2003), le protocole a été établi afin de couvrir les thématiques principales liées à notre question de recherche, mais nous sommes assurés de laisser la place à la discussion afin de creuser des sujets qui n'auraient pas été anticipés. Ce protocole est divisé en sept parties. Dans la première section, nous avons demandé aux répondants de se présenter et d'expliquer comment ils avaient connu le CF en général et WiSEED en particulier. Les thèmes 2 et 3 concernent la navigation sur la plateforme, l'utilisation du contenu fourni et le rôle de la plateforme. Le thème 4 explore le rôle de la communauté dans la prise de décision. Le thème 5 touche à l'implication du répondant dans la communauté et le thème 6 à son expertise personnelle. Enfin, le thème 7, rajouté après le premier entretien, questionne sur le plaisir ressenti par les répondants à investir en ECF.

Chaque entretien a débuté par une courte présentation du déroulé de l'échange et par l'explication de notre rôle de doctorant au sein de WiSEED. L'autorisation d'enregistrer les échanges a été demandée, tout en assurant qu'en aucun cas les données récoltées ne serviraient à des fins commerciales.

3.1.4 La méthode d'analyse appliquée

Nous avons retranscrit les entretiens systématiquement le jour de leur réalisation afin de garantir l'exactitude de la transcription. Les hésitations et les tics de langage ont été conservés.

Conformément à la méthodologie suggérée par Spiggle (1994) pour la conduite d'enquêtes qualitatives, les données qualitatives ont d'abord été analysées puis, dans un second temps seulement, elles ont été interprétées.

L'analyse des données s'est déroulée en plusieurs étapes. Toutes les transcriptions ont été lues et codées méticuleusement afin d'isoler les *verbatim* contenant une information particulière, dans le but de rendre les données manipulables (Corbin et Strauss, 2008). Le

codage n'a été réalisé que par un seul chercheur ce qui représente une limite dont nous avons conscience, puisque cela introduit un potentiel biais de subjectivité.

Nous avons ensuite réalisé une analyse de contenu thématique sur la base des *verbatim* recueillis. Ce type d'analyse consiste à « *classifier les éléments du document analysé en catégories, afin d'en extraire les caractéristiques et d'en comprendre le sens* » (L'Écuyer, 1987).

Pour ce faire, l'ensemble des transcriptions ont été relues dans le but d'identifier des thèmes communs (étape de catégorisation selon Spiggle, 1994). Ces catégories ont ensuite été reliées à des construits généraux induits par le guide d'entretien : expérience d'investissement (relation à la plateforme, profil de l'individu, situation d'investissement), bénéfices perçus de l'investissement en ECF et rôle de la communauté au cours du processus d'investissement.

Pour finir, ces construits ont été utilisés comme base de notre grille d'analyse. Ensuite, un travail itératif a conduit à modifier cette grille au fur et à mesure de l'analyse thématique, dans une posture interprétativiste. Chaque transcription a été relue plusieurs fois, une à une, en faisant des allers-retours entre chaque *interview* et la grille d'analyse globale (cette procédure est appelée « *inference based on entire data set* » par Spiggle, 1994).

Ces itérations nous ont permis d'identifier des sous-catégories et d'en découvrir de nouvelles. Les catégories qui sont apparues au cours de notre analyse de contenu sont les suivantes : risque perçu de l'investissement, expertise subjective individuelle (et manque d'expertise), importance de l'avis des pairs, bénéfices éthiques de l'investissement.

Nous avons ensuite appliqué un codage sélectif pour identifier les relations entre les construits identifiés.

La section suivante présente les principaux résultats de l'analyse de contenu menée.

3.2 Principaux résultats

L'objectif de la présente étude consiste à caractériser l'expérience d'investissement en ECF, à déterminer quelles sont les dimensions de la valeur que le *crowdinvestor* en retire et, enfin, à apprécier si la dimension participative de l'expérience a un effet sur le comportement d'achat.

La présentation des résultats s'articule autour des trois thèmes principaux identifiés dans l'analyse de contenu : l'expérience d'investissement en ECF (3.2.1), la valeur globale retirée de l'investissement en ECF (3.2.2) l'influence de la dimension participative de l'ECF sur le

comportement d'investissement (3.2.3) et le rôle modérateur de l'expertise du capital-risque (3.2.4).

3.2.1 Quelle expérience d'investissement en ECF ?

Nous l'avons expliqué succinctement en introduction de ce chapitre, « *l'expérience résulte de l'interaction personne x objet x situation (paradigme PxOxS)* » (Filsler, 2002). C'est sur la base de son expérience qu'un *crowdinvestor* pourra appréhender la valeur de son investissement. Nous nous sommes concentrés dans un premier temps à identifier la nature des parties prenantes du paradigme PxOxS et les interactions qui les animent. Les caractéristiques individuelles des *crowdinvestors* sont présentées (3.2.1.1), ainsi que la nature des interactions qu'ils ont avec le projet entrepreneurial (3.2.1.2.1) et la plateforme d'ECF (3.2.1.2.2) et les éléments situationnels qui influencent leur expérience d'investissement (3.2.1.3).

3.2.1.1 Personne

La première partie prenante du paradigme PxOxS est la personne, l'individu qui vit l'expérience. Dans le cas présent, il s'agit du *crowdinvestor*. Sont présentés ci-après le profil des *crowdinvestors* (3.2.1.1.1) et leurs caractéristiques individuelles (3.2.1.1.2).

3.2.1.1.1 Profil des *crowdinvestors*

Dans la sous-section 2.3.1, les différents profils des *crowdinvestors* tels que nous les avons identifiés de manière éparsée dans la littérature ont été décrits. Pour rappel, les investisseurs institutionnels côtoient sur les plateformes les investisseurs sophistiqués, les investisseurs novices et les proches des entrepreneurs. La question se pose de savoir si les mêmes profils sont présents dans notre échantillon, aussi réduit soit-il. Tous les répondants sont ici des personnes physiques, ce qui exclut les investisseurs institutionnels (*cf.* Tableau 9).

L'échantillon est assez représentatif de la communauté globale de la plateforme, avec seulement une femme, ce qui est comparable au taux de 92 % d'hommes relevé par (Cumming et al. 2017).

Tableau 9 - Présentation des répondants à l'enquête exploratoire

Individus	Code	Genre	Âge	Profession	Nombre de souscriptions (au 26/10/16)	Nombre de votes (au 26/10/16)	A déjà investi ?
1	AA	H	-	Retraité de l'industrie de pointe	0	1	non
2	JM	H	-	Directeur MBA création d'entreprise	0	1	non
3	FR	H	-	Chef de projet dans l'industrie ferroviaire	0	1	non
4	BB	H	25	Responsable web TPE	0	1	non
5	SC	H	38	Consultant-chef de projet chez un éditeur de logiciel	1	0	oui
6	AK	H	30	Expert-comptable mémorialiste	2	1	oui
7	PC	H	50	Conseiller en investissement financier	3	3	oui
8	EC	F	41	Ingénieure en systèmes électroniques	4	0	oui
9	EB	H	35	Vacataire à l'Université en Biologie	5	2	oui
10	RP	H	28	n. c	6	31	oui
11	CL	H	33	Gestionnaire de patrimoine	6	16	oui
12	CM	H	52	Contrôleur de gestion dans le secteur des médias	13	24	oui
13	MW	H	45	Kinésithérapeute	16	15	oui

Tous les répondants appartiennent à une catégorie socioprofessionnelle supérieure et exercent (ou sont retraités) une activité accessible uniquement après des études supérieures longues (>Bac+5ans). L'âge moyen est de 37,7 ans, légèrement inférieur à l'âge moyen trouvé par Hervé et al. (2016) sur la base de données complète de WiSEED qui est de 42 ans pour les hommes et de 47 ans pour les femmes.

Une segmentation de l'échantillon en fonction du nombre d'investissements et du nombre de votes réalisés donne les répartitions suivantes :

- 31 % des répondants ont voté une ou plusieurs fois pour des projets, mais n'ont jamais investi,
- 15 % ont investi une ou plusieurs fois, mais n'ont jamais voté pour un projet,
- 54 % ont investi une ou plusieurs fois et ont voté une ou plusieurs fois pour un projet.

En tout, 69 % des individus interrogés sont investisseurs sur la plateforme WiSEED et sont donc sur-représentés par rapport aux 11 % d'investisseurs annoncés par la plateforme⁵⁸.

⁵⁸ Source : WiSEED [en ligne] www.wiseed.com/fr/statistiques, consulté le 16/09/2018.

Les répondants présentent les caractéristiques des *crowdfunders* tels que les décrivent Ordanini et al. (2011). Ils sont engagés dans un « comportement innovant » (p.22) et « *ils aiment l'idée d'utiliser des outils interactifs* ». (« *Je m'intéressais beaucoup aux produits innovants* » AA).

3.2.1.1.2 Éléments caractéristiques de l'individu

Nous avons identifié deux caractéristiques propres aux individus qui influencent leur expérience d'investissement : leur préférence en termes de risque et leur surface financière (Tableau 10).

Tableau 10 - Éléments caractéristiques de l'individu influençant son expérience d'investissement en ECF

Caractéristiques individuelles	Nombre de citations	Nombre de répondants	Fréquence d'apparition
Préférences en termes de risque	8	5	50 %
Surface financière	8	4	50 %
TOTAL	16	9	100 %

3.2.1.1.2.1 Préférences individuelles en termes de risque

Nos résultats nous permettent d'identifier des similitudes entre les *crowdinvestors* concernant leur portefeuille d'investissement en général et des différences quant à leurs choix d'investissements en ECF.

Les investissements en ECF constituent les plus risqués que les *crowdinvestors* réalisent et ils n'y consacrent qu'une part mineure de leur épargne. (« *Après les investissements que je fais sur la plateforme, c'est les plus risqués que je fais avec mon épargne. J'ai d'autres placements un peu plus sécurisés, ou un peu plus classiques, on va dire* » EC.) Ils définissent un pourcentage de 5 à 10 % de leur épargne qu'ils sont prêts à placer sur ce type de produits très risqués. (« *Je me suis fixé des pourcentages vis-à-vis de mon investissement total. Je vais me limiter à un maximum de 10 % de mon portefeuille* » MW).

Certains répondants ne recherchent pas la prise de risque (« *si je regarde mes décisions de placements en réalité je prends [des risques], mais de façon modérée en termes de volumes* » CL), contrairement à d'autres qui sont riscophiles face à la perspective d'un ROI important (« *Après c'est des petites sommes, on va se permettre plus facilement de pouvoir perdre une petite somme comme on aura gagné sur un gros projet.* » SC).

Les préférences en termes de risques peuvent varier également en fonction du genre (Charness et Gneezy 2012 ; Dwyer, Gilkeson, et List 2002 ; Byrnes, Miller, et Schafer 1999). Dans le contexte de l'ECF, Hervé et al. (2016) montrent que les femmes investissent dans les produits financiers de WiSEED les moins risqués (c'est-à-dire en immobilier), en accord avec leurs préférences personnelles. L'unique femme de notre échantillon ne suit pas le même comportement puisqu'elle investit uniquement dans les *startups*, produit financier le plus risqué sur WiSEED.

3.2.1.1.2.2 *Surface financière de l'investisseur*

Le cas de SC est intéressant, car il illustre le fait que le comportement riscophile n'est pas corrélé à la surface financière : « *ça ne me dérange pas d'investir, d'aller risquer un peu plus d'argent parce que j'ai les moyens de me permettre de risquer un peu d'argent [...] Je suis à 2 500 € net par mois* » SC.

En revanche, la surface financière des *crowdinvestors* influence le montant qu'ils sont prêts à investir et donc à perdre.

Les répondants ayant une surface financière modérée sont prêts à perdre quelques centaines d'euros (« *C'est sûr que si j'investis 100 € et que je les perds ça ne va pas changer ma vie* » SC), contre quelques milliers pour les autres qui considèrent que ce sont de petites sommes (« *J'ai investi trois fois mille euros, donc c'est vraiment des tout petits montants.* » PC ; « *À chaque fois, c'est des petites sommes, hein. Oh bah quelques milliers d'euros, c'est tout* » CL).

3.2.1.2 **Objet**

L'objet, dans le paradigme PxOxS, peut tout aussi bien être le produit qui fait l'objet de la consommation, que l'environnement physique (un magasin) ou le personnel de vente (Ouvry et Ladwein, 2006).

Nos résultats montrent que « l'objet » avec lequel les *crowdinvestors* interagissent est soit l'objet de l'investissement, c'est-à-dire un projet entrepreneurial (3.2.1.2.1), soit la plateforme en elle-même (3.2.1.2.2).

3.2.1.2.1 Le projet entrepreneurial

La relation entre la personne et l'objet « projet entrepreneurial » est caractérisée par des éléments hédoniques et affectifs (Tableau 11). Les composantes de la relation *crowdinvestor-*

projet sont de nature expérientielle (stimulation expérientielle) et non expérientielle (soutien amical) (Aurier et al. 1996).

L'individu entre en relation avec cet objet pour soutenir un ami ou une connaissance (3.2.1.2.1.1) et pour « vivre le projet par procuration » (3.2.1.2.1.2) (nous verrons que ce deuxième élément est aussi lié à la valeur hédonique de l'investissement en ECF).

Tableau 11 - Caractéristiques de l'interaction entre le *crowdinvestor* et le projet entrepreneurial identifiées dans les *verbatim*s

Relation au projet	Déclinaison	Nombre de citations	Nombre de répondants	Fréquence d'apparition
Affective	<i>Soutien amical</i>	6	3	46 %
Stimulation expérientielle	<i>Vivre le projet par procuration</i>	7	6	54 %
TOTAL		13	8	100 %

3.2.1.2.1.1 Interaction pour des raisons affectives

Les investisseurs ayant un lien fort avec le porteur d'un projet (qui sont *in-crowd* selon le vocable de Polzin, Toxopeus et Stam, 2018) utilisent l'investissement en ECF comme un moyen d'aider et de soutenir une connaissance. Leur investissement est un geste de soutien amical envers une connaissance qui fait un appel de fonds (« *J'ai soutenu parce que c'était un ami, je n'ai jamais voulu le décourager* » FR). Ils ont d'ailleurs connu le CF par ce biais (« *J'ai répondu à ses sollicitations et c'est comme ça que j'ai découvert WiSEED* » AA) et n'ont pas réalisé d'autres investissements par la suite (« *Donc à part aider une personne que je connais pour investir à titre amical, je ne ressens pas le besoin* » FR). Ce type de *crowdinvestors* correspond tout à fait à la définition des « *friends et family* » que nous avons évoquée dans la section 2.3.1.2.3 (page 52).

3.2.1.2.1.2 Interaction pour une stimulation expérientielle

La dimension de stimulation expérientielle peut caractériser la relation entre le *crowdinvestor* et le projet entrepreneurial. Elle correspond à « *la capacité de l'expérience à stimuler les sens de l'individu, à l'absorber au point de l'amener à oublier son environnement physique direct et ressentir une sensation de bien-être* » (Evrard et Aurier, 1996).

Nous l'identifions dans les *verbatim*s par l'enthousiasme témoigné par certains répondants lorsqu'ils évoquent leurs investissements en ECF (« *J'ai investi dans*

SunwaterLife où le gars il pompe de l'eau pourrie, il appuie sur un bouton, il en sort de l'eau propre et il la boit ! »). Ils s'intéressent au projet financé, à son développement, à l'évolution de sa levée de fonds, au point de vivre l'aventure entrepreneuriale par procuration (« On est dans l'attente des résultats, des succès, des échecs et donc de l'information qui remonte de la société pour voir comment ça avance ») et de ressentir des émotions en voyant les succès du porteur de projet (« Ça m'a fait plaisir qu'elle ait pu lever les fonds » ; « Ce projet j'y crois et donc j'étais content, content pour elle » MC.)

3.2.1.2.2 La plateforme d'ECF

Compte tenu d'un fort risque perçu, d'un manque de temps chronique et d'un manque d'expertise sectorielle, les *crowdinvestors* se reposent sur la plateforme pour la sélection des projets. La relation à la plateforme est principalement basée sur des composantes non expérientielles (utilitaire et recherche d'information). Les *crowdinvestors* lui font confiance, mais elle est avant tout le support de leur activité d'investissement.

La relation à la plateforme est avant tout utilitaire (3.2.1.2.2.1) et activée dans le contexte de la recherche d'information pré-investissement (3.2.1.2.2.2) (Tableau 12).

Tableau 12 – Caractéristiques de l'interaction entre le *crowdinvestor* et la plateforme d'ECF identifiées dans les *verbatim*s.

Relation à la plateforme d'ECF	Nombre de citations	Nombre de répondants	Fréquence d'apparition
Utilitaire	22	13	38 %
Délégation de la sélection des dossiers à la plateforme	21	12	36 %
Source de diversification	1	1	2 %
Recherche d'information	36	12	62 %
La plateforme permet de réduire l'asymétrie d'information en diffusant des informations sur les projets	9	5	16 %
La plateforme permet de réduire l'asymétrie d'information en favorisant l'échange entre membres de la communauté	27	7	47 %
TOTAL	58	25	100 %

3.2.1.2.2.1 Interactions pour des raisons utilitaires

Afin de limiter le risque pris, les *crowdinvestors* sélectionnent une plateforme qui dégage une impression de sérieux et de simplicité d'utilisation. Dans le cas de WiSEED, les personnes interrogées témoignent d'un fort niveau de confiance dans la plateforme qu'ils perçoivent comme sérieuse et alignée sur leurs intérêts. (« *Si demain on vous envoie vingt dossiers et que vous en mettez vingt en ligne et qu'il y en a douze qui capotent, WiSEED dans trois ans ça n'existe plus. Donc voilà, on est obligé de faire confiance* » PC).

Ils attribuent à la plateforme le rôle de présélection et d'audit des dossiers présentés à l'investissement ainsi que le suivi post-investissement et l'animation de la communauté.

Nos résultats mettent en évidence une différence entre *crowdinvestors* novices et *crowdinvestors* experts.

Les premiers se reposent totalement sur la plateforme pour réaliser l'audit du projet qui les intéresse. (« *Je regarde ce qui est dit autour de WiSEED en dehors du site, mais en général je fais beaucoup confiance à WiSEED* » RP ; « *Je vous⁵⁹ fais confiance dans le choix des dossiers* » EC).

Les seconds apprécient le travail d'audit fait par la plateforme, mais ne s'en contentent pas. Ils ont conscience que les analystes de la plateforme ne sont pas experts de tous les domaines. Ils complètent le travail de la plateforme par un audit personnel (« *C'est toujours un gage de garantie, après il faut se faire sa propre idée sur la société, si on pense que ça peut valoir la peine ou pas* » MW) en lisant les commentaires laissés par les autres membres, en consultant le profil LinkedIn des dirigeants et en cherchant des informations ailleurs sur internet. Notons que cette recherche est réalisée dans un environnement qui reste en ligne.

3.2.1.2.2.2 Interactions pour des raisons de recherche d'information

La plateforme permet aux *crowdinvestors* de gagner du temps dans la sélection des projets et ils se reposent en partie sur le travail d'audit réalisé par ses analystes et sur l'avis des autres membres pour prendre leur décision d'investissement.

Les informations émises par la plateforme sont principalement les pièces comptables, le *business plan*, et des éléments de propriété intellectuelle, concernant un projet spécifique.

Ces documents sont appréciés par les investisseurs potentiels, car ils permettent de réduire les asymétries d'informations. (« *Sur un projet, on récupère toutes les données financières. On a accès tout de suite à tous les documents* » SC).

⁵⁹ Le vouvoiement inclusif montre que les répondants associent le chercheur à la plateforme.

Ces résultats vont dans le sens de Doney et Canon (1997) qui exposent que les consommateurs ont une prédisposition à créer une relation de confiance et de loyauté avec une entité lorsqu'il leur semble difficile de faire un choix rationnel en se basant sur les informations qu'ils ont à leur disposition.

3.2.1.3 Éléments liés à la situation d'investissement

L'expérience d'investissement dépend de la situation dans laquelle se trouve la personne au moment de son interaction avec l'objet (Filser, 2002). Deux types de situations dans lesquelles le *crowdinvestor* peut reporter ou annuler sa décision d'investissement ont été identifiées : le manque de liquidités (3.2.1.3.1) et le manque de temps (3.2.1.3.2) (Tableau 13).

Tableau 13 - Éléments liés à la situation d'achat influençant l'expérience d'investissement en d'ECF

Situation	Nombre de citations	Nombre de répondants	Fréquence d'apparition
Manque de liquidité	12	8	46 %
Manque de temps	14	9	54 %
TOTAL	26	17	100 %

3.2.1.3.1 Liquidités disponibles

Lorsqu'un *crowdinvestor* identifie un projet dans lequel il souhaiterait investir, la possibilité de prendre sa décision d'investissement dépend en partie des liquidités dont il dispose.

Les répondants limitent la part d'investissement qu'ils réalisent en ECF par rapport à d'autres placements, mais ils n'y consacrent pas un budget fixe. (« *Je n'ai pas de budget fixe. Ça dépend un peu de l'argent que j'ai à investir. Après c'est clair que je me suis fixé des pourcentages vis-à-vis de mon investissement total* » MW).

Ils gardent parfois une somme pour investir dans un projet « coup de cœur ». (« *J'investis] en fonction des disponibilités que j'ai. En en gardant un petit peu pour si jamais je vois un projet qui vraiment m'accroche, voilà. À ce moment-là, il faut que j'aie l'argent disponible.* » EC).

L'investissement se fait donc au fil de l'eau en fonction des liquidités disponibles de chaque individu. Un manque de liquidités temporaire peut contrarier la décision d'investissement du *crowdinvestor*. (« *Il y a des trucs qui m'ont intéressé, mais à un moment où je n'avais pas d'argent à mettre là-dedans* » PC ; « *J'ai l'intention de réinvestir, mais après je suis limité par mes revenus* » AK).

Ce facteur explique d'ailleurs la non-participation des répondants n'ayant jamais investi dans notre échantillon. (« *Pour l'instant, je finance surtout mes fils. [...]D'ici un an ou deux, je vais dégager quelques disponibilités* » AA ; « *J'ai investi dans la société dans laquelle je suis, donc effectivement, là, je n'ai plus trop d'argent à mettre ailleurs* » BB).

3.2.1.3.2 Temps disponible

Le temps apparaît comme une ressource rare chez les répondants. (« *Ce qui me manque, c'est du temps. Avant j'avais le temps, maintenant j'ai l'argent* » EB). Ce manque de temps constitue un des freins, si ce n'est le frein majeur, à l'investissement des *crowdfunders*. La dimension temps est en effet mentionnée systématiquement par tous les répondants. Elle se manifeste sous deux formes — la pression temporelle et le temps perçu — et à deux moments - avant d'adopter l'ECF comme solution de placement et avant d'investir dans un projet spécifique. Les individus de notre échantillon sont des « chrono-victimes », c'est-à-dire qu'ils sont actifs (qu'ils soient en activité ou non) et cumulent les objets d'intérêt et les activités en gérant leur « budget temps » (Lallement 2010). (« *Je n'ai pas vraiment le temps de faire trente-six trucs* » JM).

La pression temporelle est ici entendue comme un manque de temps généralisé dans la vie du répondant. Elle se manifeste très tôt dans le parcours client et constitue un frein dans l'adoption de cette forme d'investissement. (« *Aujourd'hui on est sollicité tellement sur plein de sujets et on a sa vie professionnelle et privée... on ne peut pas être sur tout* » FR). Mais elle représente un frein plus important encore lorsqu'il s'agit, pour l'individu, de prendre sa décision d'investissement pour un projet spécifique.

Lallement (2010) expose que la pression temporelle conduit à (1) une accélération de la vitesse de traitement de l'information (2) une sélectivité dans les informations retenues et (3) « *un changement de la stratégie décisionnelle pour s'adapter à la contrainte temporelle* ». Dans le contexte d'une décision d'investissement en ECF, nos résultats corroborent ces observations, mais uniquement pour les individus ayant une surface financière conséquente et une faible aversion au risque. (« *J'ai regardé tous les projets qu'il y avait, j'ai fait ça une fois, deux fois. J'en ai sélectionné trois et j'ai fait ça très vite* » PC).

Comme le rappelle Schary (1971), le temps influe sur le comportement du consommateur qui en investit beaucoup dans sa recherche d'information et à chaque utilisation du produit (dans le cas d'un produit financier, il s'agira du temps de suivi de portefeuille). Selon lui, la perception de ce temps par le consommateur influencera à la fois son choix de produit et l'utilisation qu'il en fera.

Les individus les moins familiers avec ce mode de financement pensent qu'investir en ECF prend beaucoup de temps. Ceci est d'autant plus vrai lorsque le risque perçu est élevé, dû à une expertise spécifique considérée comme lacunaire ou à une surface financière faible. Le temps perçu pour s'informer est alors estimé comme très long. (*« Mais c'est sûr qu'il y a des trucs que je sais que j'ai laissé passer, qui me convenaient, parce que je n'ai pas eu le temps de finaliser. Parce que l'air de rien, quand on décide d'investir, même des petites sommes comme je fais moi, ça ne se fait pas en un clic, ça prennent un peu de temps »* CM). Une forme de procrastination est ainsi observée chez les membres qui, selon Greenleaf et Lehmann (1995), perçoivent un manque de temps pour se décider, un risque perçu important ou ont besoin d'un avis de tiers qu'ils ne peuvent avoir tout de suite.

Ce n'est pas la dimension temporelle du risque perçu qui entre ici en jeu. En effet, les individus ne semblent pas craindre de perdre leur temps, mais bien de ne pas avoir le temps de comprendre les enjeux. (*« Ça m'a pris un peu plus de temps pour me décider parce que je voulais mieux en connaître les tenants et les aboutissants »* EC).

Finalement, cette pression temporelle, associée avec un temps perçu long, contribue à l'adoption d'une posture « délégitime » de la part des investisseurs de notre échantillon. Le manque de temps conduit également à attribuer à la plateforme un rôle de tiers de confiance, nous l'avons vu précédemment. (*« Le rôle de la plateforme c'est de détecter comme je disais... de faire une pré-étude parce que nous, évidemment, on n'a pas le temps »* CL).

Encadré 14 - Synthèse de la section 3.2.1

En résumé

Les *crowdinvestors* interrogés correspondent au profil dessiné par Ordanini et al. (2001). Ce sont des personnes tournées vers l'innovation et ils aiment utiliser des « produits interactifs ». Ce sont majoritairement des hommes, présentant un niveau d'étude élevé et ayant en moyenne quarante ans. Ils n'ont pas nécessairement une surface financière très étendue (les répondants de notre échantillon ont investi entre 100 € et plusieurs milliers d'euros). Leur surface financière n'est pas liée à leurs préférences en termes de risques. Les plus fortunés ne sont pas les plus riscophiles. L'investissement en ECF reste tout de même l'investissement le plus risqué parmi les placements financiers qu'ils ont réalisé par ailleurs.

Un élément marquant ressort de notre analyse concernant les interactions entre la personne et le projet ou la plateforme. Les interactions entre l'individu et la plateforme sont principalement utilitaires et dans une logique de recherche d'informations. La plateforme joue le rôle de tiers de confiance aux yeux des *crowdinvestors* qui la perçoivent comme garante de leurs intérêts. Cependant, les répondants n'entrent pas en relation avec elle pour jouer ou pour le plaisir. Au contraire de la relation à l'objet de leur investissement (le projet entrepreneurial) qui est composée d'une dimension affective et d'une dimension hédonique.

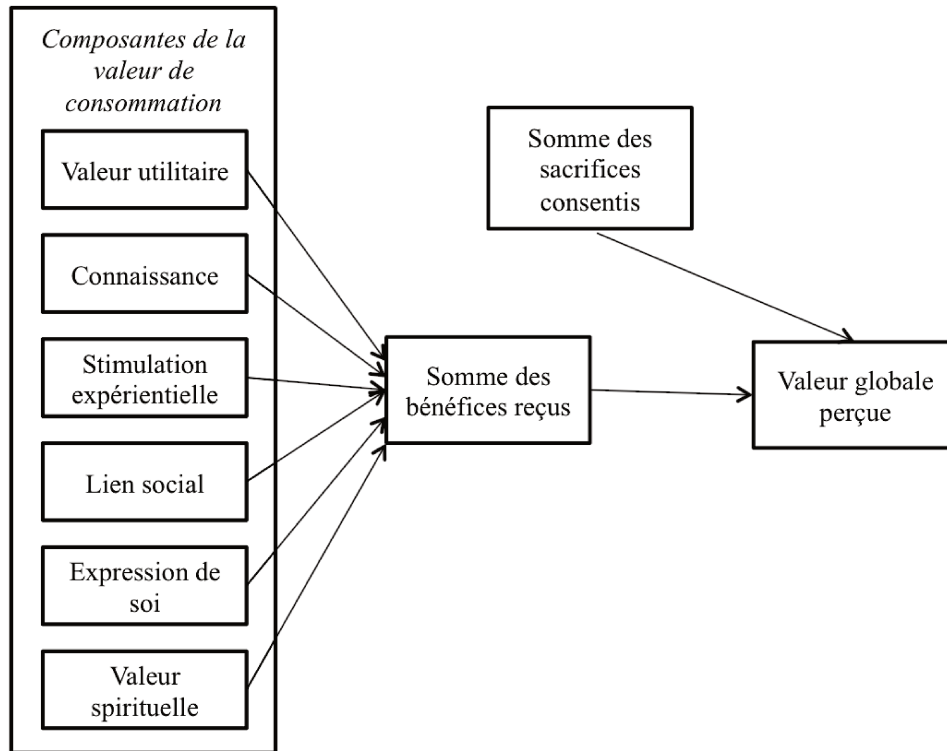
Ainsi, la plateforme doit être considérée principalement comme le lieu rendant possible l'interaction entre la personne et l'objet de son investissement (Ouvry et Ladwein, 2006). Elle constitue le siège de l'expérience, le lieu qui fournit le cadre de l'action (Pulh et Mencarelli 2005).

3.2.2 Valeur globale de l'investissement en ECF

Nous l'avons évoqué en introduction de ce chapitre, la valeur perçue peut être étudiée selon une approche globale et unidimensionnelle (valeur d'achat) ou selon une approche intégrative multidimensionnelle (valeur de consommation). Dans le cas de la première approche, la valeur est évaluée rationnellement selon un ratio bénéfices-sacrifices qui est souvent réduit à un ratio qualité-prix (Rivière et Mencarelli, 2012). Dans le cas de la seconde approche, la valeur dépend de différentes composantes, principalement affectives, expérientielles et symboliques (Rivière et Mencarelli, 2012).

Aurier et al. (2004) proposent un modèle intégrateur de la valeur qui considère que les dimensions de la valeur de consommation constituent un ensemble de bénéfices reçus qui vont *in fine* permettre à l'individu de réaliser un calcul du ratio bénéfices-sacrifices sur la base duquel il évaluera la valeur globale qu'il perçoit (Figure 11).

Figure 11 - Modèle fonctionnel de la valeur selon Aurier et al. (2004)



Notre analyse de contenu a permis d'identifier les bénéfices que les *crowdinvestors* attendent (3.2.2.1) et les sacrifices perçus (3.2.2.2) pour investir en ECF. Nous les présentons ci-dessous en nous inscrivant dans l'approche intégratrice d'Aurier et al. (2004).

3.2.2.1 Les bénéfices attendus

Selon l'approche d'Aurier et al. (2004), les composantes de la valeur, antécédentes de la valeur globale, peuvent être synthétisées en quatre types, basés sur la typologie d'Holbrook, (1994) et les travaux d'Evrard et Aurier (1996), Holt (1995) et Lai (1995) (*cf.* Tableau 14).

Pour chacun des types de valeurs que nous avons identifiés au cours de l'analyse de contenu, nous présentons la définition qu'en donnent Aurier et al. (2004) et les résultats de l'analyse.

Tableau 14 - Typologie synthétique de la valeur

	Extrinsèque	Intrinsèque
Orienté vers soi	Valeur instrumentale (dimension utilitaire et connaissance)	Valeur hédonique
Orienté vers les autres	Communication (lien social et expression de soi)	Valeur spirituelle, pratique sociale

Source : Aurier et al., 2004

3.2.2.1.1 Valeur instrumentale

La valeur instrumentale est orientée vers soi et extrinsèque. C'est-à-dire que la consommation du produit permet d'atteindre des buts qui lui sont extérieurs et qui sont fonction de l'intérêt personnel de l'individu (Aurier et al. 2004). Deux dimensions sont liées à la valeur instrumentale : la dimension utilitaire et la dimension de connaissance. La seconde correspondant à un désir de connaissance et d'enrichissement de l'individu.

Dans le contexte de notre étude, nous identifions ces deux types de valeur liés à l'investissement en ECF. Nous présentons ci-dessous les formes sous lesquelles elles apparaissent pour les *crowdinvestors*.

3.2.2.1.1.1 Valeur utilitaire

La valeur utilitaire perçue par les *crowdinvestors* se décline sous 3 formes : obtenir un ROI (3.2.2.1.1.1.1), diversifier ses placements (3.2.2.1.1.1.2) et accéder à l'investissement en capital-risque avec des petites sommes (3.2.2.1.1.1.3).

3.2.2.1.1.1.1 Obtenir un retour sur investissement

L'obtention d'un ROI est un bénéfice attendu par 45 % des répondants (« *J'attends à terme un gain financier* » AA) et 31 % des *verbatim*s codés s'y réfèrent. Elle représente l'un des bénéfices principaux attendus de l'investissement en ECF.

L'investissement dans les *startups* est perçu comme extrêmement risqué et la perspective d'un ROI comme peu probable. Les répondants en ont conscience et recherchent la « pépite » qui leur permettra de réaliser un multiple conséquent afin de compenser les pertes probables essuyées dans d'autres investissements. (« *Disons que le retour sur investissement prévu m'a toujours intéressé, mais surtout l'idée de dégoter une pépite* » EB.)

Le gain financier le plus probable est associé à l'investissement dans des projets immobiliers⁶⁰ plutôt qu'à l'investissement dans des *startups*. L'investissement en immobilier est en effet perçu comme moins risqué et plus rentable (« *J'ai investi un peu dans l'immobilier parce que c'est un placement, entre guillemets, un peu plus sûr avec des rendements un peu plus certains* » MW). L'investissement dans ce type de projets est particulièrement motivé par le retour financier, aucun répondant ne cite de motivations non utilitaires à investir dans ces produits d'investissement.

Le ROI est attendu à un horizon temporel variable selon les produits financiers, soit 5 à 8 ans pour un investissement dans une *startup* et 1 à 2 ans pour un investissement en immobilier. Ces durées correspondent à celles qui sont annoncées par la plateforme elle-même. Cependant, certains répondants ont conscience que ces délais varient dans la réalité. (« *On sait que c'est un placement à dix-huit mois, on sait qu'on va être payé au bout de vingt-quatre parce que ça va être décalé. Mais ce n'est pas très grave. J'attends le retour* » SC.)

3.2.2.1.1.1.2 Diversifier ses placements

La possibilité de diversifier ses placements financiers grâce à l'investissement en ECF est un bénéfice attendu central qui explique pourquoi les investisseurs se sont intéressés à ce type d'investissement (« *On peut booster du rendement, on peut diversifier, décorrélérer les placements. Ça peut être vraiment intéressant.* » PC). Déçus par les offres de placements traditionnels, ils se tournent vers l'ECF en complément de leurs assurances-vie ou de leurs investissements dans des fonds de capital investissement⁶¹.

Ils tentent de limiter le risque en constituant des portefeuilles diversifiés que ce soit à l'échelle de l'ensemble de leurs placements ou à l'échelle de leurs investissements en ECF (« *Il faut diversifier, ne pas mettre tout dans le même panier* » PC). Ils choisissent différentes plateformes (« *J'ai mis trois mille euros en crowdfunding justement pour tester un peu les plateformes* » SC), différents produits d'investissement et différents projets (« *Je n'investis que des sommes limitées sur chacun des dossiers. Je préfère en avoir beaucoup* » CM).

⁶⁰ WiSEED annonce un rendement de 8 à 12% annuels sur une période de 12 à 36 mois pour les investissements « en immobilier ». Le principe de cette offre d'investissement est de financer en obligations un promoteur immobilier qui utilisera ces fonds pour augmenter ses fonds propres dans le but de faire un effet de levier en dette auprès d'un établissement bancaire. L'activité financée est bien immobilière, mais, en réalité les investisseurs n'y participent pas directement. L'opération proposée est purement financière et non immobilière.

⁶¹ Les fonds de capital investissement permettent d'investir dans des sociétés non cotées en bourse. Il est possible d'investir dans des sociétés non cotées grâce à trois types de fonds de capital investissement : FCPR (fonds communs de placement à risques) ; FCPI (fonds communs de placement dans l'innovation) ; FIP (fonds d'investissement de proximité). Source : Autorité des Marchés Financiers [en ligne] www.amf-france.org. Consulté le 12/09/18.

Les répondants ont connaissance de la possibilité offerte par la plateforme d'investir dans des projets immobiliers. Certains la mentionnent, car ils ont eux-mêmes diversifié leurs placements entre le financement de l'immobilier et des *startups*. Les autres connaissent l'existence de ces produits financiers, mais n'y adhèrent pas (« *L'immobilier ne m'intéresse pas plus que ça. Il n'y a que le retour sur investissement que je trouve intéressant* » EB). Notons qu'aucun n'a évoqué d'autres produits proposés sur la plateforme⁶² hormis l'unique femme de l'échantillon, qui a investi une fois dans une coopérative pour des raisons éthiques et non dans le but de réaliser un ROI.

3.2.2.1.1.1.3 *Investir de petites sommes en capital-risque*

Les sommes investies en ECF sont considérées par les investisseurs comme faibles, au regard de leurs autres placements. Ils investissent entre quelques centaines et quelques milliers d'euros par projet (« *A chaque fois c'est des petites sommes hein, quelques milliers d'euros, c'est tout.* » CL).

Quatre répondants mentionnent et apprécient le fait de pouvoir accéder à ce type d'investissement en capital-risque en tant que particuliers, alors qu'ils étaient inaccessibles sans l'ECF, notamment à cause d'un ticket d'entrée trop élevé. (« *J'apprécie de pouvoir investir sans avoir à investir des sommes importantes, contrairement aux FCPI avec des tickets d'entrée beaucoup plus forts, à cinq ou dix mille euros* » PC.)

Ces faibles montants requis permettent aux investisseurs de découvrir l'ECF et d'attendre de voir « ce que ça donne » que ce soit à titre personnel (« *J'ai investi mille euros ou deux mille euros on va dire pour voir un petit peu comment ça fonctionnait, comment ça se passe ensuite derrière* » SC) ou à titre professionnel, notamment en tant que conseiller en patrimoine (« *J'ai mis trois fois mille euros chez WiSEED pour essayer, voir un peu ce que ça donnait, par curiosité professionnelle* » PC). En fonction du retour obtenu, ils envisagent d'investir plus largement.

3.2.2.1.1.2 *Valeur de connaissance*

D'après Aurier et al. (2004, p.7), « *la valeur de connaissance est liée au sentiment de maîtriser la catégorie de produits et de s'y sentir compétent* ». Elle se matérialise par un comportement actif de recherche d'information, source de stimulation pour l'individu (Steenkamp et Baumgartner, 1992, cités par Aurier et al., 2004).

⁶² Investissement dans des coopératives, des projets d'énergie naturelle renouvelable, des projets d'agroforesterie et des PME traditionnelles.

La valeur de connaissance se décline sous deux formes pour les *crowdinvestors* de notre échantillon : expérimenter l'ECF (3.2.2.1.1.2.1) et découvrir de nouveaux projets (3.2.2.1.1.2.2).

3.2.2.1.1.2.1 Expérimenter l'ECF

La stimulation liée au fait d'expérimenter d'autres modes d'investissement est évoquée par neuf des répondants. Ils se sont intéressés à l'ECF d'abord par curiosité, intrigués par l'originalité de la proposition de valeur de ce nouveau mode d'investissement qu'ils ont découvert par hasard (« *C'était avant tout de la curiosité et ça me semblait être un moyen tout à fait intéressant à explorer pour le financement* » JM) ou dans le cadre d'une recherche active de leur part pour trouver des moyens alternatifs de placer leur épargne (« *Ça fait un petit moment que j'investis un peu en bourse, que je m'intéresse un petit peu à comment investir dans l'économie réelle* » EC).

Investir en ECF leur permet de découvrir le fonctionnement de ce mode d'investissement et d'améliorer leur connaissance des produits financiers. Ce qui est particulièrement le cas pour les professionnels du secteur financier. (« *Je tourne autour du crowdfunding parce que je pense que ça va venir dans mon métier très vite* » PC.)

3.2.2.1.1.2.2 Découvrir de nouveaux projets

Investir en ECF permet aux *crowdinvestors* de découvrir à la fois un nouveau mode d'investissement, mais également des projets innovants. Ils tirent une valeur épistémique de leur investissement en ECF en tant que nouvelle expérience (Sheth et al., 1991). L'ECF et la découverte de nouveaux projets leur permettent de combler leur désir de nouveauté et la recherche de nouveaux stimuli (Hirschman et Holbrook, 1982). (« *[WiSEED c'est] ambitieux et puis ça satisfait une certaine curiosité quand on a envie de voir ce qui se développe* » RP).

Lorsque les répondants évoquent des projets dans lesquels ils ont investi ou qu'ils ont découverts sur la plateforme, la curiosité se mue en excitation. (« *J'ai trouvé ça magique* » EB). Certains projets présentant des éléments hédoniques particulièrement marqués engendrent un plaisir vif chez les *crowdinvestors* (Schulz et al., 2015). Ces éléments hédoniques sont définis par Allen et McGoun (2002a) comme l'amusement, l'émotion et l'implication. Pour les projets présentés sur une plateforme d'ECF, ces éléments peuvent prendre la forme d'un caractère innovant et inédit, d'une réponse à un besoin mondial, ou de la créativité de la solution. (« *J'ai investi dans SunwaterLife où le gars il pompe de l'eau pourrie, il appuie sur un bouton, il en sort de l'eau propre et il la boit !* » PC).

L'investissement est alors l'occasion de creuser la compréhension du projet et de son innovation, de soutenir sa réalisation, voire de « payer » pour vivre par procuration l'excitation liée à cette aventure entrepreneuriale. (*« J'avais envie de voir ce que c'était, mais de l'intérieur » EC*).

Cette troisième forme de valeur fait l'objet du point suivant.

3.2.2.1.2 Valeur hédonique

La valeur hédonique retirée d'une activité de consommation est de type « orienté vers soi » et intrinsèque (Holbrook, 1994). En ce sens, l'individu tire de la valeur du plaisir que l'activité en elle-même lui procure, sans qu'il ne poursuive aucun autre but (Filser et Plichon, 2004). Les bénéfices hédoniques représentent 25 % des citations liés aux bénéfices de notre échantillon.

Cette observation va dans le sens d'Allen et McGoun (2002) qui développent une approche selon laquelle l'investissement peut être une activité désirable en soi, sans considération des retours financiers attendus.

Nos résultats permettent d'établir que les *crowdinvestors* associent comme bénéfiques à leur investissement en ECF l'idée de vivre une expérience d'investissement originale et de prendre du plaisir à découvrir de nouveaux projets. Enfin, de manière plus marginale, la volonté de vivre une aventure entrepreneuriale par procuration est aussi un bénéfice associé et au fait d'investir dans un projet *via* l'ECF.

3.2.2.1.2.1 Participer à l'aventure entrepreneuriale (plaisir)

« Faire partie de l'aventure » est entendu comme la possibilité pour l'investisseur d'entrer en contact avec le porteur de projet et de suivre l'évolution de l'entreprise financée. (*« J'investis peut-être 100 balles ou n'importe quoi dans un projet du coin et je me dis que je peux aller y faire un tour et rencontrer la personne, discuter, échanger » BB*).

Nous trouvons que le bénéfice perçu de l'investissement en ECF lié au fait de pouvoir participer à l'aventure entrepreneuriale ne se manifeste que chez certains investisseurs, dont le profil se rapproche le plus de celui des BAs (tel que nous l'avons décrit dans la section 2.3.1). Au même titre que les BAs sont impliqués dans les sociétés dans lesquelles ils investissent et suivent les entrepreneurs au jour le jour (Benjamin et Margulis, 2000), certains *crowdinvestors* tirent plaisir du fait de voir évoluer la société financée et de voir les coulisses du projet. (*« On est dans l'attente des résultats, des succès, des échecs et donc de l'information qui remonte de la société pour voir comment ça avance » CM*).

3.2.2.1.2.2 Jouer de l'argent

La littérature sur les BAs avance que ces investisseurs considèrent l'argent qu'ils investissent dans un projet comme de « l'argent de casino », ou autrement dit, de l'argent à parier (Mason et Harrison, 1996). L'analyse de l'un des premiers entretiens nous a également incités à explorer cette piste (« *Au départ j'ai investi 200 € comme je les aurais mis au PMU* » EB).

Nous avons fait évoluer le guide d'entretien afin de questionner les répondants sur leur sentiment de jouer de l'argent et sur la dimension ludique de l'investissement en ECF.

Nos résultats ne font pas apparaître une vision homogène chez tous les répondants. RP ne « *voit pas l'aspect ludique* », tandis que PC affirme qu'« *il y a un aspect ludique c'est clair* ».

Les répondants n'ont pas l'impression de jouer ou de parier de l'argent (« *Le premier critère c'est le sérieux du projet et la cohérence avec mes critères de sélection, ce n'est pas vraiment l'aspect jeu* » CL ; ou encore « *moi ce n'est pas pour jouer* » RP).

Il a été montré que les parieurs jouent pour le plaisir de jouer plus que pour tenter de gagner et le retour monétaire n'est que l'occasion d'étendre la durée du jeu (Anselme et Robinson 2013). Au contraire, **nos résultats ne permettent pas de considérer la possibilité de jouer de l'argent comme un bénéfice perçu de l'investissement en ECF, bien que l'argent investi soit considéré par les *crowdinvestors* comme de l'argent qu'ils sont prêts à perdre** (« *C'est sûr que si j'investis 100 € et que je les perds ça ne va pas changer ma vie* » SC).

3.2.2.1.3 Valeur de pratique sociale (éthique)

La famille de valeur de type « orienté vers les autres » et « intrinsèque » regroupe chez Aurier et al. (2004), la valeur de spiritualité et la valeur de pratique sociale. Cette dernière correspond à la valeur éthique dans la typologie d'Holbrook (1994). Ce type de valeur apparaît lorsque la consommation d'un produit permet de procurer un bénéfice à autrui.

La valeur de spiritualité quant à elle apparaît lorsque « *l'individu accède à une expérience par laquelle il se transforme lui-même* » (Filser et Plichon, 2004).

La valeur éthique est la valeur la plus citée dans notre échantillon avec 44 % de fréquence d'apparition dans les *verbatim*s. Elle apparaît sous deux formes : soutenir l'entrepreneuriat (3.2.2.1.3.1) et investir de façon responsable (3.2.2.1.3.2).

Nous n'avons pas trouvé d'éléments se rattachant à la dimension spiritualité de la valeur.

3.2.2.1.3.1 Soutenir l'entrepreneuriat

Dans le contexte de l'ECF, l'opportunité offerte de supporter les autres est perçue comme un bénéfice de ce mode d'investissement. Ce support est dirigé vers le porteur de projet (qui peut être une connaissance ou un inconnu) et vers la société (ou un sous-groupe spécifique tel que les entrepreneurs) (Harms, 2007).

Le comportement d'aide est défini comme un comportement dirigé vers un autre que soi qui augmente le bien-être d'une personne ayant besoin d'aide (Bendapudi et al., 1996 cités par Harms 2007). Ce comportement d'aide peut constituer une motivation à investir forte. C'est notamment le cas des donateurs dans les œuvres de charité qui sont motivés par l'argument « je me sens bien si je donne » (Walker, 2004).

Nous retrouvons cet argument dans l'analyse des *verbatim*s avec la volonté d'aider les entrepreneurs en général.

Les *crowdinvestors* vivent leur investissement comme un acte de soutien à l'entrepreneuriat, aux entrepreneurs qui le font vivre et à l'innovation qu'ils génèrent. Ils sont conscients de la difficulté que représentent le lancement et le développement d'une affaire et souhaitent soutenir ceux qui essayent de développer de nouvelles idées (« *Je sais à quel point c'est difficile de trouver de l'argent et que ça me ferait plaisir demain de donner ne serait-ce que 200, 500 ou 1000 ou même 20 euros* » BB).

Ils veulent soutenir le financement de projets d'avenir afin de voir émerger des projets (« *Par ailleurs, j'avais pu voir quand même la frilosité des banques pour tout un tas de projets et donc je me disais qu'il fallait trouver des solutions pour voir émerger des projets loin de la lourdeur des financements qui peuvent être accordés par des banques* » EC.) Leur rapport au système de financement traditionnel, notamment bancaire, est méfiant (« *Je n'ai rien contre les banques, mais aujourd'hui elles détiennent un peu le système, beaucoup trop en tout cas, à mon goût [...] Et elles peuvent, d'un claquement de doigts, quasiment tuer une entreprise* » BB).

L'évocation de la volonté de contourner le « système » fait écho à la quête d'autonomie et « l'anti-universalisme » des figures du nouveau consommateur étudiées par le courant de la post-modernité⁶³ (Cova et Cova, 2009).

Les *crowdinvestors* sont motivés par l'idée de combler les lacunes des institutions établies et par le fait de participer à l'économie réelle (« *Cette démarche m'intéressait parce que*

⁶³ La doctorante remercie le Professeur Marc Filser pour cette mise en perspective.

c'était concret et c'était une démarche citoyenne de soutenir des entreprises françaises qui veulent se développer » AK).

Ces résultats confirment ceux d'Ordanini et al. (2011) selon lesquels une part importante de *crowdfunders* s'identifient fortement au porteur de projet financé. Ces auteurs citent à ce propos un manager de Sellaband dont l'affirmation résume les *verbatim*s présentés dans cette sous-section : « *L'idée de rendre les choses possibles, d'en faire partie en ayant une connexion avec le projet, c'est cela qui compte* » (p.23).

3.2.2.1.3.2 *Investir de façon responsable*

La recherche d'un investissement responsable est très marquée chez tous les répondants. Cette seule dimension représente 29 % des citations concernant les bénéfices attendus. Les personnes interrogées déclinent l'investissement responsable en trois types de comportements : avoir un impact positif sur la société et/ou l'environnement (3.2.2.1.3.2.1), pouvoir investir de façon transparente (3.2.2.1.3.2.2) et participer au progrès (3.2.2.1.3.2.3).

L'un d'entre eux, CL, associe d'ailleurs la responsabilité et le fait d'être dans l'air du temps : « *La plateforme convenait tout à fait à l'image que je me faisais d'un investissement responsable entre guillemets. Moderne quoi, tout simplement* ».

Notons qu'il existe certainement un biais dans notre échantillon. En effet, la plateforme WiSEED est particulièrement orientée vers le financement de projets ayant un impact social, sociétal et environnemental marqué. Les investisseurs attirés par cette plateforme ont probablement une appétence particulière pour ces problématiques, ce qui explique une surreprésentation de cette motivation dans notre échantillon.

3.2.2.1.3.2.1 *Avoir un impact positif sur la société et/ou l'environnement*

Les *crowdinvestors* de notre échantillon associent une dimension éthique à leurs choix d'investissement. Ils sont des consom'acteurs⁶⁴ de produits financiers. Exigeants et avertis, ils sont engagés et sensibles à la dimension responsable et éthique de leurs choix (« *Mes attentes c'est le respect de l'environnement, avoir une activité socialement responsable et le soutien de l'agriculture au sens large. Ça me semble être des secteurs incontournables* » CL).

En investissant en ECF ils ont l'impression de faire quelque chose de bien et de participer modestement à faire évoluer la société et l'environnement dans un sens positif (« *Il faut aller dans le sens du vent. On ne pourra pas s'affranchir du développement durable ou des*

⁶⁴ La consom'action est un néologisme employé dans les années 2000 par Michel Bogé, militant écologiste.

innovations dans la santé » EB), parfois au travers de petits gestes qui ont trait à des thématiques d'actualité (« *J'ai financé des choses plus simples comme un Toit pour les Abeilles* » AA). L'environnement et la santé sont des thématiques qui tiennent à cœur aux répondants (gardons en tête le biais existant lié à la plateforme) (« *Je vais plus être intéressé par, je sais pas moi, une molécule contre le cancer* » PC). Le fait de pouvoir contribuer aux développements de solutions en santé et pour l'environnement est à la fois un bénéfice attendu de l'investissement et un critère de choix du projet (« *Je regarde l'impact environnemental surtout* » RP).

3.2.2.1.3.2.2 *Investir en transparence*

Le fait de pouvoir investir dans un projet choisi spécifiquement et sans intermédiaire autre que la plateforme confère de la valeur à l'investissement en ECF. Les *crowdinvestors* sont gênés par l'opacité des investissements proposés par les établissements bancaires traditionnels (« *Avoir une rémunération [liée à un placement bancaire] qui arrive sans trop savoir ce qui a été fait avec l'argent, ça me gêne un petit peu quand même* » EC). L'ECF est perçu comme un moyen de choisir soi-même ses investissements et d'investir « en direct » dans un projet⁶⁵. (« *[J'ai investi en ECF] aussi pour soutenir — il y avait un peu une démarche citoyenne — c'est-à-dire soutenir des entreprises directement* » AK).

L'ECF étant intrinsèquement lié à l'espace virtuel qu'offre internet, nous supposons que les *crowdinvestors* exigent une transparence dans leurs investissements d'autant plus forte qu'ils les font en ligne, dans un « cybermonde » qui favorise l'accès à l'information (Debos, 2009).

Au même titre qu'un consommateur, les *crowdinvestors* sont des invest'acteurs. Leur recherche de produits financiers et de modes d'investissements plus conformes à leurs exigences les conduit à s'investir dans la conception de l'offre et de service, soit de façon proactive (en participant à la conception de nouvelles fonctionnalités ou en donnant des conseils à la plateforme, comme RB : « *Il faudrait aussi réfléchir à comment connecter les gens. Qu'est-ce qui pourrait les amener à discuter ensemble, échanger ensemble* »), soit en acceptant que le service ne soit pas parfait (« *La contrepartie de cette satisfaction-là c'est qu'effectivement on a l'impression d'essuyer un peu les plâtres* » CL).

⁶⁵ Dans le cas de WiSEED, l'investissement se fait *via* un *holding* d'investissement et non en direct, sauf pour des investissements de plus de 50K€ et après acceptation du porteur de projet.

3.2.2.1.3.2.3 Participer au progrès

Les *crowdinvestors* identifient l'ECF comme un progrès et une innovation d'avenir. (« *Je pense que le crowdfunding en equity ou crédit c'est vraiment... c'est l'avenir* » PC.) Ils adhèrent à ce mode de financement des entreprises, car selon, eux, il viendra supplanter la finance traditionnelle. (« *Dans dix ans, il n'y aura plus que ça. Je ne sais pas où seront les banques, en tout cas le crowdfunding, à mon avis, existera* » PC ; « *Ça me paraît être l'avenir [...] parce que je pense que c'est une vraie solution alternative* » BB).

Ils participent à l'ECF pour contribuer à cette évolution et pour prendre, trivialement, le train en marche.

L'un des répondants résume notre propos ainsi : « *Le but c'est [...] de pouvoir aider certaines nouvelles sociétés qui ont besoin de financement pour pouvoir avancer et si, par hasard, ça peut permettre de créer des emplois et puis que la boîte se développe, qu'elle réussisse et [d'obtenir] un retour sur investissement, c'est tant mieux.* » MW.

3.2.2.2 Les sacrifices consentis

Les sacrifices perçus constituent le second déterminant de la valeur (Rivière et Mencarelli, 2012). Ils sont définis comme « *le coût total d'un produit, c'est-à-dire (...) les sacrifices monétaires et non monétaires qui sont nécessaires pour obtenir et/ou utiliser le produit* » (Lambey, 1999). Les éléments non monétaires qui composent le concept de sacrifices perçus peuvent être le temps, les coûts de commodité, les coûts psychologiques, les efforts de recherche d'information ou encore le risque perçu (Murphy et Enis, 1986, cités par Rivière et Mencarelli, 2012).

Les sacrifices perçus ont une influence négative sur le processus de valorisation (Zeithaml, 1988 ; Rivière et Mencarelli, 2012), ce qui est conforme avec la vision de la finance comportementale selon laquelle les individus sont plus sensibles aux pertes qu'aux gains (Kahneman et Tversky, 1979).

Notre analyse de contenu n'a mis en évidence qu'un sacrifice perçu extrêmement marqué chez les *crowdinvestors* qui est le risque perçu.

3.2.2.2.1 Risque perçu

Le risque perçu, à la fois entendu comme « *l'importance perçue des conséquences négatives en cas de mauvais choix* » et comme « *la probabilité subjective de faire une telle erreur* » (Laurent et Kapferer 1986) est intrinsèque à l'investissement en capital-risque.

Un *crowdinvestor* prend le risque de perte ou d'illiquidité de tout ou partie de son capital investi. Exception faite de la possibilité, offerte dans certains cas, de défiscaliser une partie de son investissement, le rendement et l'horizon de sortie sont par nature incertains.

Nos résultats montrent qu'il y a une distinction à opérer quant à l'objet du risque perçu. Il prend trois formes : vis-à-vis du *crowdfunding*, vis-à-vis de la plateforme, vis-à-vis du projet à financer.

Le fait d'investir dans des projets inconnus *via* une plateforme internet a contribué à l'impression de certains répondants d'avoir affaire à une « arnaque » (Cunningham et al. 2005) (« *Tant que je n'avais pas compris ça je croyais que c'était un attrape-nigaud* » EB). Bien que les avis des individus concordent sur le fait que la plateforme dégage une impression de sérieux, ils ont eu du mal à faire confiance dans les premiers temps. « *Je me méfie des trucs comme ça, surtout que ça m'était tombé dessus par une pub. J'avais même pris ça pour un spam* » (EB).

Enfin, la nature même des projets présentés par la plateforme contribue à augmenter le risque perçu, notamment dans sa dimension financière (Jacoby and Kaplan, 1972). « *Je n'ai aucune idée de ce que ça peut donner avec du recul dans 4-5 ans en retour d'investissement* » (RP).

Notons que le risque perçu n'est pas lié au fait que l'achat de produits financiers se réalise dans un environnement en ligne, contrairement à ce que nous aurions pu supposer (Aldàs-Manzano et al., 2009 ; Littler et Melanthiou, 2006).

Concernant spécifiquement le risque associé à l'investissement en ECF à proprement parler, trois dimensions du risque perçu ressortent de l'analyse des *verbatim* : le risque financier (3.2.2.2.1.1), le risque de performance (3.2.2.2.1.2) et le risque d'évaluation (3.2.2.2.1.3) (Tableau 15).

Tableau 15 - Dimensions du risque perçu lors de l'achat de produits financiers sur une plateforme d'ECF

RISQUE PERÇU	Nombre de citations	Nombre de répondants	Fréquence d'apparition
Risque financier (de perte totale ou partielle ou illiquidité de l'investissement)	20	9	51 %
Risque de performance (en termes de rentabilité)	4	4	10 %
Risque d'évaluation	15	10	38 %
TOTAL	39	31	100 %

3.2.2.2.1.1 *Le risque financier*

Le risque financier est cité par plus de la moitié des répondants. Il concerne la perte, partielle ou totale, des sommes investies.

Ce sont les répondants qui ont investi avec la plus grande fréquence (CM, CL, MW et PC) qui ont le plus conscience du risque financier. (« *On sait que dans plus de 50 % des startups elles vont malheureusement disparaître donc on sait que l'argent sera perdu, ma foi... c'est un risque qu'on court sciemment.* » MW). Chez ces investisseurs avertis, le risque est intégré, ils acceptent de « tout perdre ». (« *On sait bien que quand on investit dans une entreprise on peut gagner beaucoup, mais on peut tout perdre* » PC). Pour autant, nous pouvons supposer que la perte est acceptée principalement parce qu'elle est lointaine et hypothétique. Aucun des répondants n'a effectivement perdu de l'argent. La littérature en économie expérimentale documente cette perception asymétrique des perspectives de gains et de pertes.⁶⁶ D'après Odean (1998), notamment, les investisseurs en bourse sont moins enclins à réaliser leurs pertes que leurs gains.

Chez les membres ayant investi, le risque financier est mentionné, mais minimisé (« *Comme le projet est déjà bien monté normalement on va dire que c'est quasiment du 100 % sûr* » SC). La littérature indique que le risque est subjectif et qu'en dessous d'un certain seuil considéré comme acceptable par l'individu, il n'est plus pris en compte lors de la décision d'achat/d'investissement (Greatorex et Mitchell 1993). Nous faisons la proposition que c'est ce mécanisme qui est en jeu ici.

3.2.2.2.1.2 *Le risque de performance*

Le risque de performance de l'investissement est le corollaire du risque financier. Étant donné que nous sommes en présence de produits financiers et non de produits de consommation, le risque de performance est entendu en termes de rentabilité. (« *Je ne pense pas qu'il faut investir dans ce type d'investissement dans le but de se faire de l'argent* » MW).

Il est associé à une forte incertitude qui plane sur le ROI que les *crowdinvestors* obtiendront *in fine*. (« *Après mes investissements sont assez récents donc en termes de rentabilité je ne sais pas encore* » EC).

⁶⁶ La doctorante remercie le Professeur Marc Filser pour cette suggestion.

3.2.2.2.1.3 Le risque d'évaluation

Le risque d'évaluation est d'autant plus marqué en ECF que les asymétries d'informations sont importantes (Schwienbacher et Larralde, 2010) et que les *crowdinvestors* sont des individus non-experts (Agrawal et al., 2013).

Le risque d'évaluation est dû, dans le cas présent, à un manque d'expertise concernant le projet à financer, plutôt qu'à un manque d'expertise concernant la finance d'entreprise en général.

Les *crowdinvestors* rejoignent une plateforme d'ECF pour placer leur épargne, acte pour lequel ils présentent des compétences ou une expérience. En revanche, lorsqu'il s'agit d'évaluer un dossier en particulier, leur manque d'expertise sectorielle ou technologique les freine dans leur investissement et augmente le risque perçu. (« *Sur la partie sectorielle, non, je n'ai absolument pas la compétence qu'il me faudrait pour réussir à apprécier les investissements* » CM.)

Ceci est d'autant plus vrai lorsqu'il s'agit d'investir dans une *startup* évoluant sur un secteur d'activité non maîtrisé ou développant une technologie complexe. (« *Il faudrait un avis d'expert pour juger de la validité du projet... il manque un apport d'expertise quand on ne peut pas faire son opinion tout seul* ».)

Encadré 15 - Synthèse de la section 3.2.2

En résumé

L'approche par la valeur globale adoptée permet de mettre en évidence les sources de valorisation de l'investissement en ECF, ainsi que les sacrifices perçus associés. Contrairement aux travaux de Cholakova et Clarysse (2015), nos résultats indiquent que la dimension utilitaire est certes valorisée par les *crowdinvestors*, mais pas plus que les dimensions de connaissance (expérimenter l'ECF et découvrir de nouveaux projets), hédonique (participer à l'aventure entrepreneuriale) et éthique (soutenir l'entrepreneuriat et investir de façon responsable). Un biais lié au positionnement de la plateforme est toutefois identifié et indique l'existence possible d'une surreprésentation de la dimension éthique dans notre échantillon. Nous identifions un sacrifice lié à l'investissement en ECF qui est le risque perçu (financier, de performance et d'évaluation). D'autres sacrifices sont probablement en jeu dans la valorisation de l'investissement en ECF, mais ils n'apparaissent pas dans l'analyse de contenu menée.

3.2.3 Incidence de la dimension participative de l'ECF sur le comportement d'investissement des *crowdinvestors*

Comme l'indique Vézina (1999, p.62), « *ce que ce que l'on nomme l'expérience de consommation ne se limite plus à quelques activités pré-achat (éveil du besoin, recherche d'informations, évaluation, etc.), ni même quelques activités post-achat comme l'évaluation et la satisfaction, mais englobe une série d'autres activités qui influenceront les décisions et actions futures du consommateur* ». D'après Charfi et Volle (2011), des éléments expérientiels peuvent donc conduire à des changements comportementaux.

L'expérience de consommation de produits financiers en ECF englobe l'acte d'investissement en lui-même, mais également une dimension participative importante puisque le *crowdinvestor* peut interagir avec les entrepreneurs et les autres membres, sélectionner les projets dans lesquels il souhaite investir, donner son avis, etc. Cette participation est matérialisée dans le cas de WiSEED par une étape de pré-sélection, appelée « e-vote », que nous avons décrite dans la présentation du terrain.

L'analyse de contenu suggère que l'expérience d'investissement et l'expérience de participation peuvent être dissociées. L'expérience de participation, une fois isolée, semble avoir une incidence sur le comportement d'investissement des *crowdinvestors* que nous avons interrogés : elle est source d'information en phase de recherche d'information (3.2.3.1), elle peut influencer la décision d'investissement dans certains cas (3.2.3.2) et elle influence positivement l'engagement et la fidélité des *crowdinvestors* (3.2.3.3).

3.2.3.1 La dimension participative de l'ECF contribue à réduire les asymétries d'information et influence la recherche d'informations

Bauer proposait en 1960 d'analyser le comportement de consommation comme une prise de risque. Selon cette conception, Blackwell (1973) affirmait que « *le processus de prise de décision intervient dans le but de réduire le risque perçu à des niveaux tolérables* » (p.59). Les stratégies de réduction des risques décrite par la littérature sont variées et largement documentées : consulter les notations des pairs, écouter le bouche-à-oreille, solliciter des informations des vendeurs, lire des annonces dans les médias, etc. (Roselius, 1971).

Selon nos résultats, la participation à une communauté d'investissement et l'interaction avec les membres de la plateforme constituent une stratégie de réduction des asymétries d'information. Conformément à Dholakia et al. (2004) et Ma et Agarwal (2007), nous

trouvons que la communauté en ligne joue un rôle important dans l'émission et la diffusion d'informations entre les utilisateurs d'internet (cités par Berger et Messerschmidt, 2009).

La recherche d'informations est particulièrement marquée chez les répondants qui perçoivent un risque élevé dans le fait d'investir au capital d'un projet. Ils évoquent également un manque d'expertise sectorielle ou financière qui rend plus ardue la compréhension des enjeux. Ils se reposent alors sur les autres membres pour les aider à prendre une décision.

Bien que certains répondants regrettent de ne pas avoir plus d'informations sur l'identité des autres membres (ils ne voient que le prénom, la première lettre du nom de famille et éventuellement une photo de profil), ils prennent tous connaissance des commentaires lorsqu'ils s'intéressent à un projet. Les membres utilisent ces forums de façon utilitariste : soit ils ont besoin de poser une question au dirigeant pour mieux comprendre le projet, soit ils lisent les commentaires pour récupérer de l'information. (*« Si je vois des projets intéressants sur lesquels j'ai envie de me positionner, je vais faire attention. Je vais aller lire les projets, les commentaires »* SC).

Les répondants éprouvent du plaisir à interagir avec les autres. Ceux qui ne le font pas, principalement par manque de temps, reconnaissent l'existence de cette communauté dont ils s'enrichissent, notamment en lisant les commentaires.

« [La phase de vote] contribue à rapprocher les membres de la plateforme, je pense. Ça les implique... [c'est] un gage d'ouverture à l'opinion de ces souscripteurs potentiels. » (CL).

La lecture des forums leur permet d'apprendre et de s'enrichir des questionnements des autres. Cette observation est conforme avec les conclusions de Beauvisage et al. (2013) qui évoquent la figure de « l'utilisateur-consommateur » qui se fie à l'avis des autres, qu'ils soient anonymes ou non, afin de faciliter son choix. Selon les auteurs, si le contenu est important, le nombre d'avis l'est également puisqu'il constitue une « métrique d'audience ». La confiance accordée dans l'avis des autres est d'autant plus cruciale que les forums ou les communautés en ligne sont composés de membres anonymes et dispersés géographiquement, ce qui est le cas dans le contexte de l'ECF.

« La communauté ne me sert que quand il faut lire les commentaires sur les domaines où je n'y connais pas grand-chose » (EB).

« [Je lis les commentaires] on va dire surtout quand je trouve l'idée très bonne de base et puis d'un coup je me dis bon, est-ce que l'idée est vraiment très bonne ou il n'y a que moi qui ai l'impression qu'elle est très bonne » (RP).

Les investisseurs aguerris émettent, quant à eux, quelques réserves sur la pertinence des commentaires. (« *Après les commentaires ça reste toujours un avis qui est posté donc il faut toujours [peser] le pour et le contre des commentaires* » MW).

3.2.3.2 La dimension participative de l'ECF influence un certain type de décision d'investissement

Nous n'avons pas demandé aux répondants d'expliquer la façon dont ils prennent leur décision finale d'investissement. Cependant, notre analyse de contenu nous a permis d'identifier trois *modus operandi* mobilisés par les *crowdinvestors* pour prendre leur décision d'investir, ou non, dans un projet (cf. Tableau 16). La typologie proposée ici n'est qu'exploratoire et nécessiterait des recherches complémentaires pour espérer être généralisable. Cette typologie a toutefois le mérite de mettre en évidence que la décision d'investissement peut-être influencée par la dimension participative de l'investissement en ECF (décision « socialisée ») et que le type de décision dépend en partie de l'expertise de l'investisseur (ce point est traité p.131).

Nous avons intitulé les différents types de manière simple et évocatrice (décision « socialisée », décision « affective », décision « rationnelle ») tout en sachant que chacun de ces termes renvoie à des concepts largement documentés, voire débattus, dans la littérature (notamment la rationalité de l'individu). Notre propos ici n'est pas d'explorer cette littérature, mais bien de donner un cadre simple d'analyse et une base de réflexion.

Tableau 16 - Types de décision d'investissement des *crowdinvestors*

Type de décision d'investissement	Caractéristiques	Extraits de <i>verbatim</i>
Décision « socialisée »	<ul style="list-style-type: none"> • Découle de la participation de l'investisseur dans la communauté • Influencée par le comportement des autres membres • Adoptée lorsque l'investisseur pense manquer d'expertise 	<p>« <i>Je regarde ce que mettent les autres gens, ce qui se fait. Soit ça confirme, soit ça ne confirme pas [ma décision]</i> ».</p> <p>« <i>Une fois que j'ai bien compris, si lui a investi et que moi je trouve aussi que c'est pas mal alors j'y vais</i> ».</p>

Type de décision d'investissement	Caractéristiques	Extraits de <i>verbatim</i>
Décision « affective »	<ul style="list-style-type: none"> • Investissement au « coup de cœur » • Peu fréquente • Liée à un projet donné • Adoptée ponctuellement, quel que soit le niveau d'expertise de l'investissement. 	<p>« Je me positionne sur un ressenti assez... parfois assez subjectif, sans prendre le temps de détailler toutes les pièces comptables que vous joignez dans les dossiers. »</p> <p>« Je n'investis que des sommes limitées sur chacun des dossiers. Je préfère en avoir beaucoup... enfin plusieurs dans l'année avec des montants très limités plutôt que d'investir fortement sur un. Sauf encore une fois coup de cœur, ce que j'ai fait à deux reprises. »</p>
Décision « rationnelle »	<ul style="list-style-type: none"> • Repose sur une recherche d'information étendue • Démarche individuelle • Adoptée par les investisseurs expérimentés 	<p>« J'investis un peu dans mon coin... »</p> <p>« Je regarde s'il y a une corrélation entre le montant d'investissement qui est demandé, les sujets sur lesquels ils sont censés investir et le lien avec le business plan »</p> <p>« Je regarde le dossier qui a été monté par l'équipe WiSEED. Et puis je me renseigne auprès de gens qui peuvent connaître dans mon entourage. »</p>

3.2.3.2.1 Décision d'investissement « socialisée »

La décision d'investissement « socialisée » correspond dans notre étude exploratoire à une décision d'investissement prise par un *crowdinvestor* sur la base de l'avis des autres membres de la plateforme. (« *J'investis parce que je trouve que l'idée est bonne et qu'en plus je vois par les commentaires [des autres] que l'idée est intéressante, qu'elle a de l'avenir* » AA.)

L'importance accordée par les individus aux avis des autres est liée au fait qu'ils supposent un alignement des intérêts entre leurs pairs et eux-mêmes. De plus, l'expertise affichée par les autres membres augmente l'impression du *crowdinvestor* que les autres maîtrisent le sujet et qu'il récolte de l'information de qualité en consultant leur avis. (« *Je trouve ça intéressant d'avoir l'interaction avec d'autres gens — des genres de forums en fait — qui donnent leur point de vue et du coup on s'interroge sur des questions que les autres gens posent* » RP ; « *J'ai lu beaucoup de remarques par des gens comme moi* » EC).

Cette observation rejoint les travaux de Bickart et Schindler (2001) qui montrent que les avis des internautes ont plus de poids et apparaissent comme plus crédibles aux yeux des autres que celui émis par des sources institutionnelles.

Plus le secteur d'activité du projet est complexe ou technique, et donc plus le risque perçu est grand, plus les commentaires sont considérés comme nécessaires dans la décision d'achat, conformément aux travaux de Belk (1981). (« *La communauté ne me sert que quand il faut lire les commentaires sur les domaines où je n'y connais pas grand-chose* » EB.)

Si des avis négatifs sont émis ou que l'entrepreneur répond de manière non satisfaisante à des questions posées par d'autres membres, l'individu est parfois amené à revoir son jugement, que ce soit sur le montant à investir ou sur la décision même d'investir. (« *Je regarde ce que mettent les autres gens, ce qui se fait. Soit ça confirme [mon avis] soit ça ne confirme pas* » RP).

Ce type de décision « socialisée » nous semble lié à la figure de « l'utilisateur-consommateur » décrit par Beuscart et Deerbaye (2006) qui est « *un individu qui se fie aux opinions des autres pour orienter son choix* » (Beauvisage et al., 2013).

Les deux types de décision suivants ne sont pas induits par la dimension participative de l'ECF, mais ils contribuent à enrichir la typologie des décisions d'investissement que nous tentons de dresser ici.

3.2.3.2.2 Décision d'investissement « affective »

La décision que nous avons qualifiée d'« affective » est une décision qui repose sur un ressenti subjectif de l'investisseur. Elle correspond à un investissement au « coup de cœur » et elle n'est adoptée que ponctuellement par les *crowdinvestors*, quel que soit leur niveau d'expertise. La décision est alors prise sur la base de l'affect, qui « *conduit à filtrer l'information en surpondérant les données marquantes, les faits saillants mêmes s'ils n'ont qu'une faible pertinence par rapport à l'objet évalué* » (Bessière et Stéphanie, 2014 p.156-157).

Un des *verbatim* isolés dans la transcription de l'entretien de CL illustre les caractéristiques de ce type de décision : « *Je me positionne sur un ressenti assez... parfois assez subjectif, sans prendre le temps de détailler toutes les pièces comptables que vous joignez dans les dossiers* ».

Si nous pensons que ce type de décision n'est adoptée que ponctuellement, certains investisseurs cherchent toutefois le coup de cœur systématiquement, quitte à ne pas investir tant qu'ils ne l'ont pas trouvé (CM explique pourquoi il n'a pas investi sur d'autres plateformes d'ECF que WiSEED : « *Chez SmartAngels je n'ai pas encore trouvé le coup de cœur* »).

3.2.3.2.3 Décision d'investissement « rationnelle »

La décision d'investissement dite « rationnelle » correspond dans notre typologie à une décision qui repose sur une recherche d'information étendue et une évaluation principalement objective des attributs du projet. Elle dépend des préférences individuelles en termes de risques de l'investisseur qui se décide de manière isolée (« *J'investis un peu dans mon coin...* » MW). Ce sont les *crowdinvestors* les plus expérimentés en finance et en capital-risque qui prennent ce type de décision étant donné qu'elle implique des connaissances importantes pour évaluer la qualité du projet. (« *L'une des premières choses que je regarde en m'intéressant à un sujet c'est la valorisation pre-money [...] Je regarde s'il y a une corrélation entre le montant d'investissement qui est demandé, les sujets sur lesquels ils sont censés investir et le lien avec le business plan* » CM).

3.2.3.3 La dimension participative de l'ECF incite les *crowdinvestors* à s'engager dans la communauté

D'un côté, les non-investisseurs apprécient et sont attirés par l'impression qu'il existe une communauté, cependant ils ne prennent pas le temps de s'y investir. (« *C'est quelque chose qui pourrait m'intéresser, mais je n'ai pas pris le temps* » EC). De l'autre, les investisseurs ont l'impression de faire partie d'une communauté d'intérêts, mais regrettent que les liens entre eux ne soient pas plus forts et mieux organisés par la plateforme. (« *Avez-vous le sentiment qu'il y a une communauté WiSEED ? Absolument ! On ne se répond pas forcément, mais en tout cas il y a une communauté d'intérêts. [...] Mais bon par contre il n'y a pas beaucoup de contacts entre nous* » CL).

Cependant, les *crowdinvestors* qui trouvent de l'intérêt à participer à la sélection des projets et à interagir avec les autres membres semblent avoir tendance à plus s'engager dans la communauté et à renouveler leur participation au cours du temps. (« *L'étape du vote est importante bien sûr. Elle contribue à rapprocher les membres de la plateforme, je pense. Ça les implique... un gage d'ouverture à l'opinion de ces souscripteurs potentiels. [...] Bien souvent on sent qu'il y a visiblement des spécialistes qui sont présents et donc c'est d'autant plus utile de lire les commentaires de ces gens* » CL).

La dimension participative de l'ECF (dans le cas de WiSEED, cette dimension est matérialisée par la phase de vote) est l'occasion pour les membres des plateformes de soutenir des projets qui leur tiennent à cœur et de marquer une approbation à un projet qui apporte une solution à une problématique qui les touche, sans forcément avoir l'intention d'y investir.

(«*Donc c'est plus le côté écologique qui m'intéresse. À la fois le côté citoyen — encourager les startups françaises — et le côté écologique* » AK).

Encadré 16 - Synthèse de la section 3.2.3

En résumé

L'expérience de participation dans la communauté se distingue de l'expérience d'investissement en elle-même et peut être isolée. Cette expérience peut générer des effets sur le comportement d'investissement. Nous en avons identifié trois.

Le premier effet est lié à l'étape de recherche d'information. L'expérience de participation permet de réduire les asymétries d'information subies par les *crowdinvestors*.

Le second effet est lié à la décision d'investissement en elle-même. Nous avons proposé une typologie pour distinguer la décision « socialisée », des décisions « affective » et « rationnelle ». L'expérience de participation influence la décision d'achat lorsque l'investisseur fait un choix en fonction de l'avis de ses pairs et du comportement des membres de la plateforme.

Enfin, le troisième effet est lié à l'évaluation réalisée post-investissement. L'expérience de participation semble avoir une influence positive sur l'engagement dans la communauté et la fidélité : plus l'investisseur participe et plus il est enclin à le faire à l'avenir et à maintenir une relation dans le temps avec la plateforme.

3.2.4 L'influence de l'expertise subjective sur le comportement d'investissement

L'une des étapes de l'analyse des données est la « *dimensionalisation des construits identifiés lors de l'étape de catégorisation* » (Spiggle, 1994). Selon Spiggle (1994), l'analyste doit explorer les attributs du construit ou ses caractéristiques le long d'un continuum de dimensions (p.494).

Le construit « expertise subjective » que nous avons identifié au cours de l'analyse se décline sur deux continums : complète/incomplète et sectorielle/généraliste.

Autrement dit, les *crowdinvestors* peuvent penser avoir une expertise complète ou lacunaire et cette expertise peut porter sur un secteur d'activité en particulier ou sur l'investissement et le capital-risque en général. Le manque d'expertise financière est rarement mentionné par les répondants qui, pour certains, montrent un niveau de confiance élevé dans leurs choix d'investissement.

Le manque d'expertise technologique ou entrepreneuriale est en revanche assumée, y compris par des investisseurs habitués de la plateforme et à l'aise en finance. (« *Sur certains projets très techno... il faut une expertise* » FG ; « *Moi je ne viens pas des sciences de gestion, je n'y connais rien en entreprise* » EB). Ce manque d'expertise spécifique est comblé grâce à une logique d'apprentissage qui s'exprime soit dans une forme attentiste (« *Et non, je ne suis pas un expert de l'investissement, mais euh après je pense que ça viendra au fur et à mesure* » RP), soit dans une forme plus proactive (« *Quand je ne connais pas le secteur, ce qui arrive assez souvent, j'essaye de me renseigner un petit peu, de voir les concurrents tout ça. Même si ça reste très superficiel probablement.* » CL).

Nous l'avons évoqué ponctuellement dans les résultats précédents, mais il convient de récapituler l'influence que joue l'expertise sur la relation avec la plateforme, la perception de la valeur de l'investissement en ECF et sur le comportement d'investissement :

- L'expertise subjective influence la relation entre l'individu et la plateforme (Tableau 17)

Les *crowdinvestors* qui considèrent avoir une expertise lacunaire se reposent davantage sur la plateforme pour la sélection des projets et l'analyse du dossier que les investisseurs experts. Ils se distinguent dans l'utilisation qu'ils font des informations fournies par la plateforme et de l'avis des autres membres. Si les premiers font une confiance presque aveugle dans la sélection des projets et l'audit réalisé par la plateforme, les investisseurs aguerris intègrent ces éléments avec parcimonie dans leur processus décisionnel.

Tableau 17 - Comparaison de *verbatim* pour illustrer la différence dans la relation à la plateforme entre deux individus ayant une expertise subjective faible/forte

Expertise subjective faible	Expertise subjective forte
« <i>Je fais plutôt confiance à vos analyses à vous</i> » RP	« <i>Je pense qu'il y a une certaine expertise. Après c'est sûr je pense qu'il faut faire son propre choix, on ne peut pas se fier à 100 % [à WiSEED]</i> » MW

- L'expertise subjective influence l'importance attribuée à l'avis des pairs (Tableau 18)

Les *crowdinvestors* qui considèrent avoir une expertise lacunaire sont plus influencés par les commentaires positifs ou négatifs des autres membres de la plateforme que les investisseurs ayant une expertise subjective plus élevée

Tableau 18 - Comparaison de *verbatim*s pour illustrer la différence dans l'importance attribuée à l'avis des pairs entre deux individus ayant une expertise subjective faible/forte

Expertise subjective faible	Expertise subjective forte
« [je lis les commentaires] on va dire surtout quand je trouve l'idée très bonne de base et puis d'un coup je me dis bon, est-ce que l'idée est vraiment très bonne ou c'est que moi qui ai l'impression qu'elle est très bonne » RP	« Je regarde un petit peu les commentaires, si les gens ont mis des commentaires, s'il y a des gens qui connaissent déjà un petit peu la boîte ou pas. Après les commentaires ça reste toujours un avis qui est posté donc il faut toujours peser le pour et le contre » MW

- L'expertise subjective influence le risque perçu (dans sa dimension de risque d'évaluation) (Tableau 19)

Les *crowdinvestors* avec une expertise subjective faible craignent plus d'évaluer un projet de façon erronée que les autres.

Tableau 19 - Comparaison de *verbatim*s pour illustrer la différence de risque perçu entre deux individus ayant une expertise subjective faible/forte

Expertise subjective faible	Expertise subjective forte
« Sur la partie sectorielle, non je n'ai absolument pas la compétence qu'il me faudrait pour réussir à apprécier les investissements » CL	« Je me suis dit : ça, c'est obligé que ça décolle. J'ai une expérience, je ne fais pas n'importe quoi, j'ai très confiance en moi » EB

- L'expertise subjective influence la participation sur la plateforme (Tableau 20)

Les *crowdinvestors* ayant une expertise subjective faible osent moins participer aux échanges menés sur la plateforme. Ils sont consommateurs des avis des autres membres, mais contribuent moins à la communauté, car ils ont l'impression de ne pas détenir assez de connaissances pour faire une intervention pertinente.

Tableau 20 - Comparaison de *verbatim*s pour illustrer la différence d'engagement dans la communauté entre deux individus ayant une expertise subjective faible/forte

Expertise subjective faible	Expertise subjective forte
« Je ne me considère pas comme assez connaisseur encore et avec du recul pour donner des avis, des choses comme ça » RP	« Être investi, c'est pas une fierté, c'est plus un prix à payer pour participer » CM

3.3 Conclusion du chapitre

Pour rappel, notre étude avait trois objectifs : appréhender la nature de l'expérience d'investissement en ECF ; comprendre les bénéfices et sacrifices qui déterminent la valeur que les *crowdinvestors* en retirent ; et explorer l'effet de la dimension participative de cette expérience d'investissement sur le comportement des *crowdinvestors*.

Pour répondre à ces objectifs, nous avons mené une étude exploratoire sous la forme d'entretiens semi-directifs réalisés auprès de 13 membres de la plateforme d'ECF WiSEED.

Nos résultats montrent que l'investissement en ECF peut être effectivement étudié comme une expérience de consommation de produits financiers, c'est-à-dire comme l'interaction entre une personne, un objet et une situation (paradigme P*O*S) (Hirschman et Holbrook 1982), mais que la dimension participative de l'expérience d'investissement peut être isolée et étudiée comme une expérience de participation, appréciée en elle-même.

Les *crowdinvestors* de notre échantillon sont principalement des hommes, ayant un niveau d'études supérieures, d'environ 40 ans. Ils sont orientés vers l'innovation (Ordanini et al 2011), ont peu de temps disponible (ce sont des « chrono-victimes » selon le terme de Bergadaà, 1988) et une surface financière et des profils de risque variés. Ils investissent au fil de l'eau, en fonction de leurs liquidités disponibles. L'investissement en ECF est la catégorie de produits la plus risquée de leur portefeuille financier. Ils investissent en ECF pour maîtriser leur épargne et contourner le « système » et les institutions en place, bancaires notamment. En cela, ils nous rappellent la figure de l'utilisateur-consommateur de Beuscart et Deerbaye (2006).

Il est apparu que la relation à l'objet « projet entrepreneurial » était caractérisée par des dimensions sociales et hédoniques fortes, là où la relation à l'objet « plateforme » est fondamentalement non expérientielle, utilitaire et dans une logique de recherche d'information. Les aspects expérientiels et émotionnels que le *crowdinvestor* tire de son investissement (Ozen et Kodaz, 2012) découlent donc de sa relation au projet financé. C'est le projet et non la plateforme qui confère à cette typologie de placements financiers un potentiel d'excitation fort.

La mention de l'importance de la phase de vote, reflet de l'expérience de participation en ECF en général, et des commentaires des autres membres fut systématique pour tous les répondants. Cette expérience de participation, caractérisée par l'interaction entre les membres et entre le *crowdinvestor* et l'entrepreneur, influence son comportement d'investissement en cela qu'elle :

- permet d'obtenir des informations et favorise une logique d'apprentissage social (Bandura 1977). La dimension participative et interactive de cette forme d'investissement permet donc de réduire les asymétries d'informations aux yeux des *crowdinvestors* ;
- influence parfois la décision finale d'investissement, notamment pour les investisseurs ayant une expertise subjective de l'investissement ou sectorielle faible. Ce type de décision « socialisée » se distingue de deux autres types de décision que nous avons identifiés que sont la décision « affective » et la décision « rationnelle » ;
- influence l'engagement dans la communauté et la participation future du membre de la plateforme.

Enfin, nous avons mis en évidence l'influence marquée de l'expertise subjective des individus, liée au capital-risque ou à un secteur d'activité spécifique (dont la connaissance peut apparaître comme nécessaire à certains investisseurs pour évaluer un projet en particulier), sur le comportement de l'investisseur en ECF.

Les investisseurs qui considèrent avoir une expertise lacunaire (nous les appellerons « novices ») se reposent davantage sur les informations émises par la plateforme et sur l'avis des autres membres que sur leur information privée. Ils perçoivent également un risque d'évaluation du projet plus marqué que les investisseurs « experts ». Enfin, ils sont moins enclins à participer au sein de la communauté puisqu'ils considèrent ne pas avoir l'expertise pour justifier une prise de parole.

Contributions théoriques

La littérature en CF s'est intéressée aux motivations des individus à donner, prêter ou investir en capital. De premiers résultats spécifiques à l'ECF laissent à penser que les motivations sont principalement extrinsèques et financières (Cholakova et Clarysse, 2015) et que les bénéfices associés à ce mode d'investissement sont financiers et informationnels (Moysidou et Spaeth, 2016).

En adoptant une approche par la valeur globale de l'investissement nous contribuons à mieux comprendre quels bénéfices sont attendus et quels sacrifices sont perçus par les *crowdinvestors*. Nos résultats montrent ainsi que **les dimensions hédoniques et éthiques de l'investissement en ECF sont particulièrement fortes et semblent peser davantage dans le calcul de la valeur que la dimension utilitaire** (une nuance est apportée quant au poids de

la dimension éthique, surreprésentée dans notre échantillon). Nos résultats corroborent ceux d'Estrin et al. (2018) qui ont employé la même méthodologie. L'apport de notre recherche est de montrer la validité externe de leurs résultats puisque ces auteurs ont choisi la Grande-Bretagne comme contexte empirique. Nous confirmons que le profil des *crowdinvestors* français est sensiblement identique.

Toujours dans la littérature en ECF, la distinction entre les *crowdinvestors* experts et novices est très récente (Kim, 2014 ; Riar et al., 2017 Wallmeroth et al., 2018). Nous contribuons à la **compréhension des différences de profils et de comportement des *crowdinvestors* en fonction de leur degré d'expertise subjective**. Le fait d'étudier l'expertise subjective, auto-attribuée par l'investisseur (Flynn et Goldsmith, 1999), nous semble d'ailleurs plus riche que d'étudier l'expertise objective (ce que le consommateur sait), car elle permet d'appréhender aussi les biais auxquels l'individu peut être sujet, notamment la surconfiance.

Par ailleurs, la littérature relative aux expériences de consommation s'est développée autour de l'étude d'expériences culturelles (Passebois-Ducros et Aurier, 2004). Une contribution théorique de notre recherche est de confirmer **la validité externe du concept d'expérience et de valeur perçue** en l'appliquant dans le contexte de la consommation de produits financiers.

Pour finir, nous contribuons également à dessiner le profil du *crowdinvestor* qui apparaît dans nos résultats comme un consommateur que nous pourrions qualifier de « postmoderne » (Cova et Cova, 2009), alerte et à la recherche d'un nouveau mode d'investissement, plus respectueux de ses valeurs. Ce type de recherche s'inscrit dans un contexte de défiance des acteurs institutionnels du système capitaliste traditionnel, de crise économique, mais aussi d'éthique environnementale (Gold, 2004).

Contributions managériales

Les contributions managériales de cette étude exploratoire concernent à la fois les managers des plateformes d'ECF et les instances régulatrices du financement participatif.

Les gestionnaires de plateformes (et leurs services marketing) sont concernés par les résultats concernant la nature **de la relation entre la personne et le projet entrepreneurial**. Notre étude montre que la relation entre les deux **est principalement hédonique et affective, contrairement à la relation à la plateforme**. Ainsi, les managers des plateformes auraient intérêt à affecter des ressources à la création d'un environnement propice à la création d'une

relation entre l'investisseur et les projets à financer, plutôt qu'à la création d'une relation forte entre l'investisseur et la marque.

L'ajout d'éléments hédoniques aux projets proposés à l'investissement pourrait d'ailleurs contribuer à augmenter la confiance que les investisseurs ont dans leurs capacités à prendre de bonnes décisions (Schulz et al, 2015). En effet, plus le projet présente une valeur hédonique forte, plus les investisseurs s'appuient sur leur auto-efficacité (*self-efficacy*) (Schulz et al, 2015), c'est-à-dire la croyance qu'ils ont en leur capacité à réaliser une tâche (Bandura 1977).

Cela contribuerait à réduire **le risque perçu d'évaluation, dont la mise en évidence est le second apport managérial de notre enquête.**

En effet, **le risque perçu joue une influence directe et négative sur l'apparition de la valeur.** La plateforme d'ECF a donc un intérêt managérial à mettre en place des réducteurs de risques dans son environnement. Augmenter l'interactivité de la plateforme peut en constituer un (Weinberg, 2003), au même titre que l'offre de formations sectorielles pour contribuer à améliorer l'expertise subjective des *crowdinvestors* et limiter le risque perçu lié à une erreur d'évaluation.

Les instances régulatrices de l'ECF seront sensibles aux résultats de notre enquête concernant l'expertise subjective des *crowdinvestors*. Un des apports est la **mise en évidence de comportement délégateur des investisseurs novices envers la plateforme** à qui ils témoignent une confiance absolue quant à la sélection des projets. Mettre en avant la nature imparfaite d'un audit d'entreprise en démarrage (n'ayant pas ou peu d'historique d'activité) pourrait apparaître comme une nécessité.

Limites de la recherche

Malgré toutes nos précautions, la présente étude exploratoire n'est pas exempte de limites, il convient de les mentionner.

Premièrement, d'un point de vue méthodologique, le codage des données n'a pas été réalisé par plusieurs chercheurs afin de garantir l'intersubjectivité. Il existe donc potentiellement un biais de subjectivité introduit lors de la première étape du traitement des données.

Secondement, les membres interrogés n'appartiennent qu'à une seule plateforme ce qui peut fausser certains résultats. Nous avons d'ailleurs identifié une surreprésentation de la valeur éthique de l'investissement dans les *verbatim*, ce que nous pouvons attribuer au positionnement de la plateforme WiSEED, orientée sur le financement de projets à impacts sociaux, sociétaux et environnementaux.

Voies de recherche

Nous nous sommes intéressés au cours de cette étude à la valeur de l'investissement découlant d'un ratio bénéfices/sacrifices réalisé par les *crowdinvestors*. Nous avons également trouvé que la dimension participative de cette expérience constitue une expérience de participation à part entière et qu'elle pouvait avoir une influence sur le comportement d'investissement (en termes de recherche d'information, sur la décision d'investissement et sur la volonté de maintenir la relation avec la plateforme et continuer à participer au sein de la communauté).

Une étude empirique est nécessaire pour déterminer si la valeur retirée de l'expérience de participation a un effet sur la valeur perçue de l'investissement et sur la décision d'investissement.

4. Modélisation et étude empirique : effet de la valorisation de l'expérience de participation pré-achat sur la valeur globale de l'investissement et la décision d'investissement

Ce chapitre présente les objectifs de la présente étude empirique (4.1), le cadre conceptuel retenu (4.2) et la construction d'un modèle théorique (4.3) qui ont pour vocation de déterminer dans quelle mesure la valorisation d'une expérience de participation a un effet sur la décision d'achat pour la catégorie de produits particulière que sont les produits financiers.

La démarche méthodologique et la récolte des données sont présentées dans un second temps (4.4).

La présentation et les discussions des résultats feront quant à eux l'objet du chapitre suivant.

4.1 Objectifs de l'étude

Les résultats de l'enquête exploratoire présentée dans le chapitre précédent indiquent qu'il convient de distinguer l'expérience de participation de l'expérience d'investissement à proprement parler.

Cette expérience de participation, caractérisée par une forte interactivité, permet aux membres des plateformes d'ECF de se familiariser avec les projets proposés à l'investissement, de poser des questions à l'entrepreneur, d'échanger avec les autres membres. Elle précède l'investissement en lui-même et pourrait donc s'apparenter à une source d'information supplémentaire mobilisée dans l'étape de recherche d'information du processus d'achat.

Néanmoins, il est tout à fait possible de vivre cette expérience de participation sans investir par la suite. Les *crowdinvestors* peuvent se contenter de participer à la sélection d'un projet sans y investir.

Il convient donc de s'interroger : **la valeur que le *crowdinvestor* retire de son expérience de participation est-elle un antécédent de la valeur globale de son investissement et de sa décision d'investissement ?**

Des implications managériales directes découlent de cette interrogation. Si les sources de valorisation de l'expérience de participation en ECF sont liées à l'obtention d'informations et à la réduction du risque perçu et que cela a un effet sur la décision effective d'achat de produits financiers, cela confirmera que la dimension communautaire du CF est un facteur de différenciation pour les plateformes d'ECF et un moyen d'inciter les consommateurs à acheter des produits financiers en ligne, ce qui contribuerait à assurer la pérennité de ce mode d'investissement.

En revanche, si cette expérience de participation n'a pas d'effet sur la décision effective d'investissement, les plateformes d'ECF devront peut-être repenser le rôle de cette expérience qui ne serait pas une étape du parcours client, mais bien une expérience à part entière.

D'un point de vue théorique, le rôle de cette expérience de participation sur le comportement d'achat de produits financiers n'a pas, à notre connaissance, été étudié.

Nous espérons, grâce à cette recherche, produire les apports suivants :

- . contribuer à l'étude empirique de l'effet de la valeur perçue d'une expérience sur les comportements réels, et ainsi mettre en œuvre une partie de l'agenda de recherche de Leclercq, Hammedi, et Poncin (2016).
- . Améliorer la compréhension de l'influence de l'expertise des consommateurs sur leur comportement d'achat.
- . Et contribuer à l'enrichissement de la littérature liée à la valeur de consommation en l'appliquant au contexte de la consommation de produits financiers.

Pour répondre à nos questionnements, cette étude empirique se donne plusieurs objectifs.

Le premier est d'identifier les sources de valorisation de l'expérience de participation. Le deuxième est l'étude de l'effet de la valeur perçue de l'expérience de participation sur la décision effective d'achat de produits financiers (montant moyen et nombre d'investissements) et sur la valeur globale de l'investissement. Le troisième est de déterminer si le sentiment de maîtriser cette catégorie de produit (mesuré au travers de l'expertise subjective du capital-risque) est un antécédent de la valeur perçue de l'expérience.

4.2 Cadre conceptuel de l'étude empirique

Deux approches théoriques semblent pouvoir constituer un cadre conceptuel pertinent pour construire les hypothèses de recherche : l'approche par la valeur d'échange (et son pendant en finance, la théorie de l'utilité espérée) et le courant de la valeur de consommation.

Ces deux courants mobilisent le concept de la valeur perçue par l'individu dans le produit ou le service. Cette notion — Cova et Rémy (2001) suggèrent de préférer le terme de notion à celui de concept au regard de la diversité des définitions existantes — permet selon Filser (2007, p.6) de « réunir les deux sphères cognitive et affective traditionnellement disjointes par la recherche en comportement du consommateur ».

Nous présentons ci-après les apports et limites respectives de l'approche par la valeur d'échange (4.2.1) et de l'approche par la valeur de consommation (4.2.2) avant d'argumenter le choix du cadre conceptuel retenu (4.2.3).

4.2.1 Approche par la valeur d'échange

Issue de la valeur utilité en économie (4.2.1.1), l'approche par la valeur d'échange s'est développée en marketing (4.2.1.2).

4.2.1.1 Théorie de l'utilité espérée

La décision d'investissement est, par essence, un pari sur l'avenir : elle engage durablement l'individu et elle est prise dans un contexte d'incertitude qui peut générer de la crainte (Bourdieu et al., 1997).

La théorie financière classique s'est justement attachée depuis les années cinquante à appréhender la décision d'investissement prise par un individu dans une situation de risque ou d'incertitude.

La théorie de la décision apporte une réponse mathématique à cette problématique et modélise le comportement d'un individu face à des situations de choix. Dans le contexte d'environnements risqués, la théorie la plus communément mobilisée pour expliquer les décisions des agents est celle de l'utilité espérée de Von Neumann et Morgenstern (1947). Développée initialement pour prédire le comportement d'agents dans des jeux non coopératifs, elle repose sur l'hypothèse fondamentale selon laquelle l'agent fait un choix entre plusieurs possibilités sur la base d'une maximisation de l'utilité attendue des résultats, dont la pondération se fait par leur probabilité d'occurrence (Volle, 1995).

Cette théorie a depuis lors fait l'objet de nombreuses remises en question, tant la rigidité de ses axiomes sous-jacents la rend peu adaptée à l'étude des individus réels, mais elle a tout de même pour intérêt d'introduire la notion d'utilité.

4.2.1.2 Valeur d'échange

En marketing, la vision classique de la maximisation de l'utilité espérée a pavé le chemin d'un courant théorique en comportement du consommateur, le courant de la valeur d'échange, qui présente la valeur comme la base de la décision d'achat du consommateur (Aurier et al., 2000).

Selon cette approche, la prise de décision du consommateur relève du calcul *ex-ante* d'un ratio coûts/bénéfices et la valeur perçue s'apparente à l'utilité anticipée issue de ce calcul (Zeithaml, 1988). Pour citer précisément Zeithaml (1988), la valeur perçue est « *l'évaluation globale de l'utilité d'un produit fondée sur les perceptions de ce qui est reçu et donné* »⁶⁷, ou plus simplement, « *le rapport entre les bénéfices et les sacrifices perçus* » (Monroe et Krishnan, 1985).

La valeur perçue, du point de vue de l'acheteur, est ainsi conceptualisée dans la perspective du traitement de l'information. Elle est supposée se former avant l'achat et faire appel à la cognition de l'individu (Aurier et al., 1998). La valeur est anticipée par l'individu dans le cadre d'une transaction ponctuelle (Becker, 1976) et elle oriente le comportement d'achat de l'individu (Aurier et al., 2000).

De multiples recherches ont exploré la notion de valeur d'utilité (ou valeur d'achat selon Rivière et Mencarelli, 2012) et de son poids dans la prise de décision du consommateur (Babin et al., 1994 ; Sheth et al., 1991 ; Sweeney et Soutar, 2001 ; Zeithaml, 1988). Ces chercheurs ont tenté de définir de manière exhaustive les bénéfices et les coûts pris en compte dans la valeur utilité, une approche critiquée par d'autres auteurs. Pour Filser et Plichon (2004), le présupposé selon lequel un individu est capable de mesurer chaque attribut d'un objet afin de réaliser un calcul algébrique des coûts et des bénéfices perçus ne tient pas face à la difficulté pour un consommateur d'appréhender des attributs lorsqu'ils sont trop nombreux (Aurier et al., 1998). Dans la même veine, Cova et Remy (2014) remettent en question le fait de considérer que tout a un prix, y compris les émotions.

Pour finir, le courant de la valeur d'utilité suggère qu'il existe un lien causal, linéaire et à sens unique entre l'individu et le bien ou le service, une vision qui ne permet pas d'expliquer les relations complexes et les différentes interactions possibles qui existent entre la personne et l'objet (Mathwick et al., 2001).

⁶⁷ « *Value is what I get for what I give* » (Zeithaml, 1988)

4.2.2 Approche par la valeur de consommation

Une approche est venue compléter l'orientation cognitiviste des modèles classiques de la prise de décision d'achat (Filser, 2007) en cherchant à dépasser la vision utilitariste des produits ou services consommés (Cottet et al., 2005) : le courant de la valeur de consommation.

Selon ce courant, la valeur perçue s'apparente à la valeur d'usage en économie et elle peut être définie comme « *une préférence relative (elle est comparative entre des objets, personnelle et situationnelle), caractérisant l'expérience d'un sujet en interaction avec un objet* » Holbrook (1994). Autrement dit, la valeur se forme *ex-post* (Rivière et Mencarelli, 2012) et ne résulte pas d'un calcul bénéfices/coût, mais d'une relation non linéaire entre une personne et un objet dans une situation particulière (paradigme P*O*S). Selon Hirschman et Holbrook (1982), l'expérience vécue par le consommateur dans ses activités d'achat et de consommation est elle-même source de gratifications hédoniques, symboliques et esthétiques (Cottet et al., 2005). Loin de se limiter à la satisfaction des buts et à la maximisation de l'utilité, les activités de consommation peuvent donc être désirables en soi.

La valeur est alors le produit d'une « *expérience préférentielle interactive et relative* » (Holbrook, 1999) ou plus simplement « *l'ensemble des conséquences positives et négatives que le consommateur retire de l'usage d'un bien ou d'un service* » (Filser, 2002). Selon les travaux fondateurs de cet auteur, la valeur ne peut exister que si l'individu interagit avec le produit ou le service ; elle est relative, c'est-à-dire qu'elle varie selon les individus et en fonction des situations et, enfin, elle a une source expérientielle puisque la valeur « *ne réside pas dans le produit acheté, ni dans la marque choisie, ni dans l'objet possédé, mais au contraire dans l'expérience de consommation qui en résulte* » (Holbrook, 1999, p.8, cité par Filser et Plichon, 2004).

L'expérience de consommation est devenue l'objet de l'attention des chercheurs qui ont tenté d'évaluer l'expérience ressentie par le participant. Les chercheurs s'intéressent alors à la valeur de l'expérience vécue, appelée également valeur expérientielle (Prahalad et Ramaswamy, 2004). Ce type de valeur permet de prendre en compte des émotions et des sentiments variés (Holbrook et Hirschman, 1982) ce qui permet d'enrichir les modèles classiques de décision d'achat (Filser, 2002).

L'opérationnalisation de la valeur perçue est encore l'objet de recherches et de points de vue divergents. Cependant, l'intérêt managérial de sa compréhension est fondamental, tant d'un point de vue stratégique - elle permet d'améliorer la segmentation (Slater, 1997) et le

positionnement d'une marque (Aurier et al., 2004) - qu'opérationnel. En effet, les conséquences de la valeur perçue ont des impacts managériaux considérables. La première conséquence porte la satisfaction client (Cronin Jr. et al., 2000). La seconde est la fidélité, entendue comme une intention d'achat ou un achat répété (dans une perspective transactionnelle) (Rivière and Mencarelli, 2012) ou bien comme un engagement ou un attachement du consommateur à la marque (dans une approche relationnelle) (Lichtlé and Plichon, 2008).

Sweeney et Soutar (2011) soulignent d'ailleurs le fait que l'approche par la valeur perçue conduira les entreprises à se doter de stratégies de positionnement plus fines, leur conférant un avantage concurrentiel durable.

4.2.3 Cadre conceptuel retenu pour cette étude empirique

Pour rappel, notre étude a pour objectif de déterminer si, dans le contexte de l'achat de produits financiers en ligne, la valeur retirée de l'expérience de participation est un antécédent à l'achat et à la valorisation globale de l'investissement. Le Tableau 21 synthétise et compare les différences entre la valeur d'échange et la valeur d'usage (Rivière et Mencarelli, 2012).

Tableau 21 - Synthèse et comparaison des approches développées autour de la valeur

	Valeur d'échange	Valeur d'usage
Nature de la valeur	Valeur désirée	Valeur perçue
Place dans le processus de consommation	Valeur pré-achat	Valeur issue de l'expérience de consommation
Format de l'évaluation	Basée sur une décomposition de l'objet en une série d'attributs	Basée sur une évaluation holiste de l'objet
Dimensions prises en compte	Dimensions utilitaires de l'objet	Dimensions utilitaires et non utilitaires de l'objet
Relation personne-objet	Lien causal, linéaire et prédictif → dépend uniquement de l'objet	Lien interactif → dépend à la fois de l'objet et du sujet
Architecture du concept	Conception discrète	Conception factorielle

Source : Rivière et Mencarelli (2012)

L'approche économique classique de la prise de décision suggère que la décision d'investissement (ou d'achat) ne dépendra que d'un calcul coûts/bénéfices de l'individu (Zeithaml, 1988). L'utilisation de ce cadre conceptuel est cohérente avec la vision classique en finance selon laquelle l'individu cherche à maximiser ses rendements tout en maintenant le risque perçu à un niveau acceptable pour lui (Mitchell et Greated, 1989). Il présente donc un caractère explicatif intéressant dans le contexte de notre étude et permet d'intégrer le rôle modérateur du risque perçu qui était particulièrement saillant dans les résultats de l'enquête exploratoire.

Cependant, il n'est pas exempt de limites. Nous avons vu lors de notre enquête exploratoire que les répondants associent des bénéfices hédoniques à leur activité sur la plateforme, aux côtés de bénéfices utilitaires (Ozen et Kodaz, 2012). Nous avons également vu que l'investissement en ECF présente un potentiel d'excitation fort et que la participation à l'activité de CF (regarder les projets, découvrir des innovations, consulter la plateforme, participer à l'activité de la communauté) est une expérience positive qui présente une valeur hédonique forte (Kim, 2006), mais qui ne conduit cependant pas nécessairement à un investissement.

De plus, nous avons mis en lumière les nombreuses interactions existantes entre l'individu et la plateforme, le projet, et les autres membres de la plateforme.

Or, l'approche transactionnelle n'envisage qu'une relation linéaire et non réflexive entre la personne et l'objet (le projet entrepreneurial).

Contrairement à l'approche par la valeur d'échange, le courant de la valeur de consommation s'attache à rendre compte de ce qu'il reste de l'expérience de consommation chez l'individu, en prenant en compte les éléments utilitaires aussi bien que non utilitaires (Mencarelli, 2005).

Ce cadre conceptuel permet ainsi d'intégrer les éléments hédoniques et sociaux perçus par les *crowdinvestors* comme éléments constitutifs de la valeur, ce qui, selon Filser (2007), peut jouer un rôle prédictif de leur comportement futur.

Ces éléments justifient l'adoption de ce cadre conceptuel, sous réserve d'une précision. La valeur de consommation a d'abord été étudiée *post-achat* (Holt, 1995), or notre étude exploratoire révèle qu'il existe une expérience de participation pré-achat, source de valeur pour le *crowdinvestor*, qui est distincte de l'expérience d'investissement à proprement parler.

Nous nous inscrivons donc dans la lignée des travaux plus récents, notamment ceux d'Arnould et al. (2002) qui identifient quatre types d'expériences qui interviennent à

différents moments : l'expérience d'anticipation (liée à la planification et au fantasme de l'expérience), l'expérience d'achat, l'expérience de consommation du produit et l'expérience du souvenir.

Encadré 17 - Synthèse de la section 4.2

En résumé

Pour cette étude empirique, nous adoptons la valeur de consommation comme cadre conceptuel.

En effet, cette approche permet :

- de contourner les limites théoriques de l'approche par la valeur d'utilité et des théories classiques de la décision,
- d'envisager que le consommateur (ou le *crowdinvestor*) n'est pas « *un acteur passif qui réagit à des stimuli, mais un acteur et un producteur de ses propres expériences de consommation* » (Filser, 2002),
- de prendre en compte le fait que « *la valeur perçue ne dépend pas seulement du produit consommé, mais de la manière dont l'expérience s'est déroulée dans sa globalité* » (Minvielle et Mars, 2010 ; Volle et Charfi, 2011) et donc de considérer que l'expérience de participation peut jouer un rôle dans la valorisation globale de l'investissement,
- de proposer une explication de l'influence des expériences passées du consommateur sur ses choix de consommation ultérieurs, dans une orientation relationnelle (Sheth et al., 1991).

En nous appuyant sur ce cadre conceptuel, la construction du modèle théorique est présentée ci-après.

4.3 Construction du modèle théorique

D'après Ouvry et Ladwein (2006), la valorisation de l'expérience de consommation a été principalement appréhendée dans le contexte de la consommation culturelle (Aurier et al., 2000 ; Passebois-Ducros et Aurier, 2004 ; Pulh, 2002) et de la distribution, au travers de l'étude de la valeur de magasinage (Bonnin, 2000 ; Filser et Plichon, 2004), mais n'a pas été adaptée, à notre connaissance, au contexte de l'ECF ni de la consommation de produits financiers en ligne. De plus, d'après Filser (2007), la valeur, souvent traitée comme concept autonome, a rarement été intégrée à un modèle général du comportement du consommateur. Les travaux plus récents de Volle et Charfi (2011) ont tout de même répondu à cet appel en

intégrant la valeur perçue d'une expérience de visite d'un site web dans un modèle explicatif du comportement du consommateur.

Nous présentons ci-après les définitions des concepts mobilisés, sur la base de la littérature académique et de notre recherche exploratoire, et les hypothèses de recherche afférentes (4.3.1). Le modèle théorique à tester est présenté dans le point 4.3.2.

4.3.1 Définitions des variables mobilisées et présentation des hypothèses de recherche

Plusieurs construits ont été mobilisés pour construire le modèle théorique testé au cours de la présente étude empirique. Une définition de chacun des construits est systématiquement proposée avant la formulation de l'hypothèse de sa relation avec les autres construits du modèle.

Les construits retenus sont la *valeur perçue de l'expérience de participation* (4.3.1.1), la *valeur globale de l'investissement* (4.3.1.2.2), la *satisfaction* (4.3.1.2.3), l'*engagement dans la communauté* (4.3.1.2.4), l'*expertise subjective du capital-amorçage* (4.3.1.1), le *risque perçu* (4.3.1.2) et la *sophistication subjective* (4.3.1.1).

4.3.1.1 La valeur perçue de l'expérience de participation

Pour définir la valeur perçue de l'expérience de participation, nous allons préciser ce que nous entendons par « expérience de participation » (4.3.1.1.1) avant d'évoquer les différentes dimensions de la valeur qui en est retirée (4.3.1.1.2), en nous basant sur la littérature et l'enquête exploratoire présentée précédemment.

4.3.1.1.1 L'expérience de participation

La dimension participative de l'ECF réside dans la possibilité offerte à un individu d'investir de façon transparente et en partie désintermédiée dans des projets de son choix, en collaboration avec d'autres investisseurs appartenant à la même communauté. Les membres de la plateforme contribuent à la sélection des projets qui seront proposés à l'investissement ultérieurement, émettent des intentions d'investissements, posent des questions à l'entrepreneur portant sur le projet qui les intéresse, réagissent à des commentaires postés par d'autres investisseurs potentiels, entrent en contact avec l'équipe de la plateforme, etc.

Pour la suite de cette étude, nous considérerons que **l'expérience de participation en ECF recouvre l'ensemble des interactions, précédant l'investissement, entre le membre**

d'une plateforme et un projet donné, la communauté, les salariés de la plateforme d'ECF, dans l'environnement de cette même plateforme.

L'expérience de consommation est définie comme un ensemble d'interactions entre une Personne, un Objet et une Situation (paradigme PxOxS) qui provoque des réactions et génère du sens pour celui qui les vit (Anteblian et al., 2013 ; Carù et Cova, 2006 ; Roederer, 2012). L'entreprise a pour rôle d'offrir les conditions qui permettent à un individu de co-crée son expérience (Prahalad et Ramaswamy, 2004) et faire de lui « *un acteur et un producteur de ses propres expériences* » (Filsler, 2002).

L'expérience peut être menée par le consommateur (*consumer-driven experience*), par l'entreprise (*company-driven experience*) ou copilotée par les deux parties prenantes (*co-driven experience*) (Carù et Cova, 2006). Elle présente par ailleurs des caractéristiques spécifiques : elle est interactive, spatialisée et enrichissante (Ouvry et Ladwein, 2006).

Ces caractéristiques permettent de nous assurer que l'activité de participation sur une plateforme d'ECF est bien une expérience à part entière :

- Interactivité : les *crowdinvestors* interagissent avec la plateforme et le projet qu'ils souhaitent financer dans une relation multiforme et non linéaire.
- Dimension spatiale : la plateforme d'ECF joue le rôle de cadre de l'action, un lieu virtuel, qui contribue à la création de l'expérience (Pulh et Mencarelli, 2010).
- Enrichissement : les *crowdinvestors* interrogés dans l'enquête exploratoire tirent des émotions et des connaissances de l'activité de participation et leur expérience influence potentiellement leurs futures expériences (Ouvry et Ladwein, 2006).

Nous sommes donc bien en présence d'une expérience dont il convient d'identifier les sources de valorisation.

4.3.1.1.2 La valorisation de l'expérience de participation

D'après Ouvry et Ladwein (2006), « *l'analyse du contenu de l'expérience ne prend sens qu'au regard de la valeur susceptible d'en résulter pour le consommateur* » et selon Holbrook (1999, p.5), « *l'objet source de la valeur peut être n'importe quel produit (bien manufacturé, service, candidat politique, destination de vacances, un concert, une cause sociale, etc.)* ». Une expérience de participation telle que celle étudiée ici peut donc tout à fait générer de la valeur chez ceux qui la vivent, c'est-à-dire les membres d'une plateforme d'ECF.

Mobiliser le concept de valeur perçue nous permet d’appréhender l’expérience dans ses multiples dimensions (Mencarelli, 2008), car elle en est « *le reflet* » (Filsler, 2007).

L’approche conceptuelle d’Holbrook (1994,1999) est un cadre général de l’étude de la valeur des expériences de consommation qui est un support précieux pour identifier les sources de valorisation de l’expérience. Toutefois, il doit être décliné dans le contexte spécifique d’une expérience donnée (Passebois-Ducros et Aurier, 2004).

Nous le présentons de façon générale (4.3.1.1.2.1) avant de l’appliquer à notre contexte d’étude (4.3.1.1.2.2).

4.3.1.1.2.1 Sources de la valeur selon Holbrook (1994)

Holbrook (1994) établit trois critères dichotomiques pour distinguer l’origine de la valeur perçue par le consommateur.

Le premier est ontologique et oppose la valeur *extrinsèque* à la valeur *intrinsèque*. Dans le premier cas, la valeur est générée par l’utilisation d’un produit ou d’un service dans le but d’atteindre un objectif personnel (Leclercq et al., 2016). Dans le second, l’expérience associée au produit est une fin en soi (Aurier et al., 2004).

Le second critère est social et concerne les préférences de l’individu. La valeur peut-être créée pour un bénéfice personnel, elle est alors *orientée vers soi* ou bien elle est *orientée vers les autres* (familles, amis, collègues, sociétés…) (Aurier, al.2004).

Enfin, le dernier critère est praxéologique et oppose la valeur créée par le consommateur lorsqu’il est *actif* (il manipule directement le produit ou le service) à la valeur créée lorsqu’il est *passif* dans la consommation.

Ces trois critères dichotomiques permettent à Holbrook (1994) d’identifier huit facettes de la valeur (Tableau 22).

Tableau 22 - La typologie de la valeur d’Holbrook (1994)

		Extrinsèque	Intrinsèque
Orientée vers soi	Actif	Efficience	Ludique
	Réactif	Excellence	Esthétique
Orientée vers les autres	Actif	Statut	Éthique
	Réactif	Estime	Spiritualité

L'efficience (forme de valeur individuelle, extrinsèque, active) reflète la conception utilitaire de la consommation (Filser et Plichon, 2004).

L'excellence (orientée vers soi, extrinsèque et réactive) est liée à la qualité unique d'un produit, au-delà de tout bénéfice utilitaire.

La facette *ludique* (individuelle, intrinsèque, active) reflète le fait que l'activité tire sa valeur du plaisir qu'elle procure en elle-même à la personne qui la vit (Filser et Plichon, 2004).

Le type de valeur *esthétique* (orienté vers soi, intrinsèque et réactive) correspond à l'expérience de la beauté d'un objet.

La facette *statut* (valeur sociale, extrinsèque, active) correspond la consommation d'un produit ou d'un service (ou l'expérience de participation dans le cas présent) qui permet à l'individu de construire une position sociale et d'enrichir son estime de soi (Filser et Plichon, 2004).

Le type de valeur *estime* (sociale, intrinsèque et active) est une valeur résultant de la possession de biens (Filser et Plichon, 2004).

Enfin, *l'éthique* (valeur sociale, intrinsèque, active) correspond à la consommation d'un produit ou service dans le but de procurer des bénéfices à d'autres que soi (Filser et Plichon, 2004). Dans le cas présent, il s'agit de la volonté des *crowdinvestors* à participer en ECF pour valoriser des projets en particulier qui sont de nature à aider la société, la communauté et de « contribuer au progrès » selon l'un des participants à l'enquête exploratoire.

La *spiritualité* en est le pendant réactif et correspond à une expérience de transformation, d'élévation de l'individu au travers de l'acte de consommation.

Nous appliquons les trois critères d'Holbrook (1994) à l'expérience de participation en ECF afin de mieux en appréhender les sources de valeurs.

4.3.1.1.2.2 *Adaptation de la typologie de la valeur d'Holbrook (1994) à l'expérience de participation en ECF*

4.3.1.1.2.2.1 *Critère ontologique*

La participation en ECF peut être source d'une valeur extrinsèque ou intrinsèque (critère ontologique).

Le membre de la plateforme peut être mû par la recherche d'informations et par un enrichissement financier ou symbolique (extrinsèque). Il peut également créer de la valeur par

sa recherche de stimulation, de découvertes et apprécier le fait de participer pour l'expérience en elle-même (intrinsèque).

4.3.1.1.2.2.2 Critère social

La participation en ECF peut être orientée vers les autres (critère social).

La participation en ECF se déroule au sein d'une communauté virtuelle qui offre la possibilité d'interagir avec d'autres membres, ce qui relève donc de la dimension sociale de l'expérience. Elle permet au membre d'exprimer son avis, de créer du lien social et de soutenir des projets en particulier.

4.3.1.1.2.2.3 Critère praxéologique

Enfin, **la participation en ECF est caractérisée par le rôle actif du membre** qui participe. Les membres contribuent activement à créer de la valeur en participant à la sélection des futurs produits financiers (c'est-à-dire les actions ou obligations de l'entreprise financée), et ce de deux façons :

(a) en votant si la plateforme fait appel à ses membres pour présélectionner les projets qui feront l'objet d'une collecte de fonds ;

(b) en investissant, si la plateforme a adopté le principe de l'*all-or-nothing* (Cumming et al., 2014) et que la création des produits financiers est conditionnée à l'atteinte d'un seuil minimum d'investissement. Dans ce cas de figure, si le projet ne reçoit pas suffisamment de fonds (ou d'intentions d'investissement), la collecte est annulée. Ainsi, par leur décision d'investissement, les *crowdinvestors* déterminent la création des produits financiers qu'ils achètent. En d'autres termes, si l'achat d'actions ou d'obligations ne peut aboutir faute d'engouement collectif pour un projet, le produit financier en lui-même « disparaît » puisqu'aucune action ni obligation n'est créée.

Nous ne conservons donc pas les dimensions de la typologie d'Holbrook (1994) correspondant à un rôle réactif du participant dans les sources de valorisation de l'expérience de participation en ECF.

Nous avons appliqué la typologie d'Holbrook 1994 à notre objet d'étude. Le Tableau 23 fait apparaître les facettes de la valeur pertinentes pour appréhender la valeur perçue de l'expérience de participation en ECF.

Tableau 23 - Typologie de la valeur d'Holbrook (1994) appliquée à la valeur perçue de l'expérience de participation en ECF

		Extrinsèque	Intrinsèque
Orientée vers soi	<u>Actif</u>	<u>Efficiace</u>	<u>Ludique</u>
	Réactif	Excellence	Esthétique
Orientée vers les autres	<u>Actif</u>	<u>Statut</u>	<u>Éthique</u>
	Réactif	Estime	Spiritualité

4.3.1.1.2.3 Typologie synthétique des composantes de la valeur

Aurier et al. (2004) ont proposé une typologie synthétique des composantes de la valeur en intégrant les travaux d'Evrard et Aurier (1996), Holt (1995), Lai (1995) et Richins (1997). Cette typologie s'affranchit du critère praxéologique (*actif/passif*) de la typologie d'Holbrook (1994) (*cf.* Tableau 24).

Tableau 24 - Typologie synthétique des composantes de la valeur

	Extrinsèque	Intrinsèque
Orienté vers soi	Valeur instrumentale	Valeur hédonique
Orienté vers les autres	Communication (lien social et expression de soi)	Valeur spirituelle, pratique sociale

Source : adapté d'Aurier, Evrard et N'Goala (2004)

Dans cette typologie, Aurier et al. (2004) enrichissent la proposition d'Holbrook (1994) et distinguent des formes de valeurs qui nous semblent pertinentes à mobiliser dans notre contexte d'étude.

Au sein de la **valeur instrumentale**, les auteurs distinguent la valeur utilitaire de la valeur de connaissance qui correspond au désir de connaissance et se traduit par « *un comportement de recherche permanente d'information* » (Steenkamp et Baumgartner, 1992). Cette distinction nous semble particulièrement riche dans le contexte de notre étude, car les

résultats de l'enquête exploratoire indiquent une volonté forte de découvrir de nouvelles idées pendant cette expérience de participation.

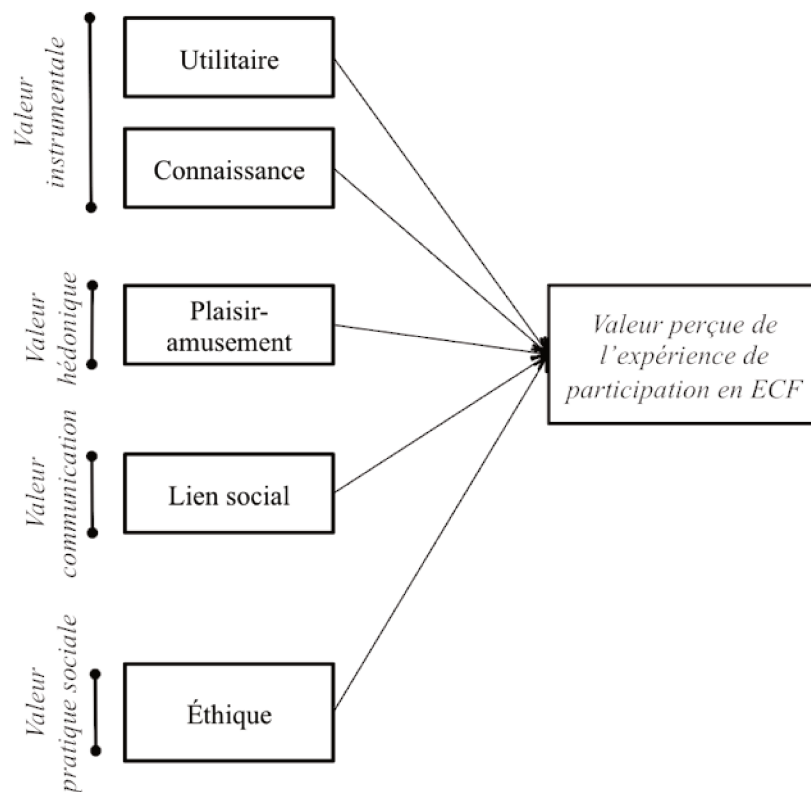
La **valeur hédonique** regroupe la dimension *plaisir-amusement* et la dimension *stimulation expérientielle*. Cette dernière correspond à « *la capacité de l'expérience à stimuler les sens de l'individu, à l'absorber au point de l'amener à oublier son environnement physique direct et ressentir une sensation de bien-être* » (Aurier et al. 2004 ; Evrard et Aurier, 1996). Cette dimension ne nous semble pas recouvrir une réalité de l'expérience de participation en ECF, aucun élément de notre enquête exploratoire ne laisse penser qu'une telle immersion dans l'expérience de participation existe.

La **valeur de communication** englobe la dimension *expression des valeurs* (de « signe » selon Laurent et Kapferer, 1986) et la dimension de *lien social*. L'*expression des valeurs* appréhende la capacité d'un produit ou service à communiquer la personnalité de celui qui le consomme (Aurier et al. 2004). Le *lien social* reflète le rôle du produit (ou de l'expérience participation en ECF) dans l'interaction sociale, notamment sous forme de conversations (Aurier et al. 2004).

La dernière famille de valeur, **spiritualité-pratique sociale**, inclut la *spiritualité* définie par Holbrook (1994) comme la valeur liée à une expérience de transformation de l'individu, grâce à la consommation d'un produit et la *pratique sociale* (Evrard et Aurier, 1996) qui se rapproche de la dimension *ludique* d'Holbrook (1994).

En nous appuyant sur la typologie synthétique de la valeur d'Aurier et al. (2004) et l'adaptation de la typologie d'Holbrook (1994) au sujet de l'étude, les dimensions suivantes de la *valeur perçue de l'expérience de participation en ECF* ont été retenues (Figure 12) : utilitaire, connaissance, plaisir-amusement, lien social et pratique sociale (à rapprocher de la dimension *éthique* d'Holbrook (1994) plutôt qu'à celle de *spiritualité*).

Figure 12 - Dimensions de la valeur perçue de l'expérience de participation en ECF



4.3.1.2 Les conséquences de la valeur perçue de l'expérience de participation

L'étude qualitative préalable a permis d'identifier deux comportements probables suite à l'expérience de participation : acheter des produits financiers (4.3.1.2.1) et s'engager de nouveau dans la communauté (4.3.1.2.4). Nous proposons également de tester l'effet de la valeur perçue de l'expérience de participation sur la valeur globale de l'investissement (et l'effet de cette dernière sur l'investissement) (4.3.1.2.2).

4.3.1.2.1 La décision d'achat

La décision d'investissement est la résolution d'un acheteur à procéder à l'acquisition d'un produit financier. Elle est la variable à expliquer du modèle théorique. Cette décision se décline en deux éléments : le montant moyen investi par l'individu et le nombre d'investissements qu'il a réalisés sur une plateforme donnée.

Dans le contexte de l'ECF, la décision d'investissement peut-être expliquée sur une base informationnelle (Vismara, 2016) : les investisseurs extraient et utilisent de l'information durant leurs interactions sociales. Plus ils interagissent, plus ils obtiennent d'informations,

moins ils subissent des asymétries d'information pour un projet donné et plus ils investissent (Hervé et al., 2016).

Notre enquête exploratoire a montré que la consultation de l'avis des pairs, la possibilité de poser des questions à l'entrepreneur et l'interaction avec les autres membres de la plateforme étaient des éléments pris en compte dans la décision d'investissement des *crowdinvestors*.

Or, la littérature suggère (Bridges et Florsheim, 2008) que l'augmentation de l'interactivité (due à la dimension communautaire de la plateforme) et l'augmentation de la quantité et des sources d'informations disponibles (grâce aux remarques des autres internautes) permettraient d'accroître le sentiment que la plateforme est plus utile et distrayante (Huang, 2003) et générerait un sentiment de contrôle et de stimulation des *crowdinvestors* (Berger et al. 2003). Le sentiment de contrôle et d'amusement pendant l'utilisation d'Internet a été étudié par Dabholkar (1996) qui a montré qu'il était corrélé à l'intention d'achats. De même, le fait d'accentuer le sens de contrôle et la simulation augmente la probabilité d'achat (Korzaan, 2003).

Ainsi, nous émettons l'hypothèse suivante :

H1 : la valeur perçue de l'expérience de participation influence positivement la décision d'investissement.

H1a : La valeur perçue de l'expérience de participation influence positivement le montant moyen investi.

H1b : La valeur perçue de l'expérience de participation influence positivement le nombre d'investissements.

4.3.1.2.2 La valeur globale de l'investissement en ECF

La valeur globale est définie comme un ratio entre les bénéfices reçus et les sacrifices consentis (Aurier et al. 2004). Elle découle de la valeur de consommation dans une relation causale. Pour citer Aurier et al. 2004 : « *les composantes de la valeur de consommation contribuent à déterminer une utilité globale vue comme une somme de bénéfices reçus (ou à recevoir) qui, mise en balance avec la somme des sacrifices consentis (ou à consentir), aboutirait à un jugement de valeur global* ».

Dans notre contexte d'étude, les dimensions de la valeur perçue de l'expérience de participation pourraient constituer des antécédents à la valeur globale de l'investissement. Nous devons également tester l'éventuel effet médiateur de la valeur globale de

l'investissement dans la relation entre la valeur perçue de l'expérience de participation et la décision d'achat. Nous proposons les hypothèses suivantes :

H2 : La valeur perçue de l'expérience de participation a une influence positive sur la valeur globale de l'investissement.

H3 : La valeur globale de l'investissement a une influence sur la décision d'achat.

4.3.1.2.3 La satisfaction cumulée

La satisfaction résulte de l'ensemble des expériences cumulées du consommateur avec une catégorie de produit (Johnson et al., 2008 ; Vanhamme, 2002). Ce concept est intéressant à mobiliser, car il se situe en aval du processus de consommation (Aurier et al. 2004) et nous permet de déterminer si la valeur perçue de l'expérience de participation peut avoir un effet indirect, au travers de la valeur globale d'investissement, sur « *l'expérience totale de consommation d'un produit ou d'un service comme somme cumulée d'expériences* » (Johnson et al., 1995).

La valeur globale est considérée comme un antécédent direct de la satisfaction (Fornell et al., 1996, cités par Aurier et al., 2004), nous formulons donc l'hypothèse suivante :

H4 : La valeur globale de l'investissement a un effet positif sur la satisfaction cumulée.

4.3.1.2.4 L'engagement dans la communauté

L'engagement relationnel a été identifié par Moorman et al. (1993) comme étant « *le désir de continuer la relation avec le partenaire* ». Cet engagement est supposé refléter un attachement ou une proximité avec une marque ou un élément marketing, en dehors des interactions transactionnelles.

Ses liens forts avec la fidélité du client envers la marque ont été montrés (Dholakia, 1997 ; Fullerton, 2005 ; Raïes et Gavard-Perret, 2011) et l'engagement client est recherché par les marques qui parlent volontiers d'*engagement marketing*. Il existe donc un intérêt managérial à déterminer si une expérience de participation peut générer une forme d'engagement.

L'expérience de participation dans une communauté pourrait être de nature à renforcer l'engagement d'un membre envers cette dernière pour plusieurs raisons : elle est l'occasion de tisser des liens affectifs et sociaux avec d'autres membres ; elle permet de répondre à des considérations utilitaires comme ses besoins informationnels ; elle permet de générer un sentiment d'utilité chez le membre (Raïes et Gavard-Perret, 2011).

Nous proposons de mesurer l'effet de la valeur perçue d'une expérience de participation sur l'engagement des membres dans la communauté.

H5 : La valeur perçue de l'expérience de participation a une influence positive sur l'engagement envers la communauté.

4.3.1.1 L'expertise subjective comme antécédent de la valeur perçue de l'expérience de participation

L'expertise du consommateur renvoie à « *un ensemble de règles de production (savoir procédural) permettant d'utiliser au mieux les informations reçues de l'extérieur ou stockées en mémoire (savoir déclaratif)* » (Passebois-Ducros et Aurier, 2004).

L'expertise est une spécificité liée à l'individu qui influence toutes les étapes du processus décisionnel et principalement la recherche d'informations (Engel et al., 1993 ; Flynn et Goldsmith, 1999).

Il existe toutefois trois façons distinctes, bien que liées, de conceptualiser l'expertise. La première est l'expertise objective, ce que le consommateur sait. Elle repose sur le traitement procédural d'informations objectives sur une classe de produit donnée (Aurier et Ngobo, 1999) et tend à augmenter la recherche d'informations (Brucks, 1985).

La seconde est l'expertise subjective, ce que le consommateur croit savoir (Brucks, 1985 ; Flynn et Goldsmith, 1999). Elle relève du sentiment de maîtrise de la catégorie de produits par le consommateur (Passebois-Ducros et Aurier, 2004). Flynn et Goldsmith (1999) la définissent comme « *la perception du consommateur de la quantité d'informations qu'il a enregistré dans sa mémoire* ».

Enfin, le troisième type d'expertise est l'expérience passée liée à une catégorie de produit, qui est opérationnalisée comme la capacité à réaliser des tâches liées au produit (par exemple, monter un meuble Ikea) (Flynn et Goldsmith, 1999). Elle induit les deux autres formes d'expertise, qui sont fonction des expériences accumulées (Passebois et Aurier, 2004).

Le concept d'expertise subjective nous intéresse particulièrement dans cette étude, car elle joue potentiellement un rôle dans la perception de la valeur d'une expérience. Le rôle du sentiment d'expertise (ou expertise subjective) du consommateur dans la perception de la valeur de consommation a été mis en évidence dans le domaine de la consommation culturelle (Aurier et Passebois, 2002 ; Passebois et Aurier, 2004). Ces auteurs ont montré que l'expertise subjective (liée à la familiarité avec le monde de l'art) influence la valorisation des différentes dimensions de la valeur perçue de l'expérience culturelle. D'après Passebois-Ducros et Aurier

(2004, p.12) «*plus le niveau d'expertise croît, plus l'expérience est gratifiante, sous ses différentes facettes. Ceci est aussi vrai pour l'indicateur global de satisfaction : plus les visiteurs sont experts, plus ils sont satisfaits de leurs expériences*».

Dans notre contexte d'étude, si une personne décide de participer à la sélection de projets entrepreneuriaux, nous pouvons raisonnablement supposer qu'elle y perçoit de l'intérêt, parce qu'elle contribue ainsi à créer les produits financiers dont elle fera l'acquisition ou parce que la thématique du financement d'entreprise l'intéresse. Les résultats de notre enquête exploratoire confortent cette perspective.

Or, la thématique du financement d'entreprise et du capital-amorçage (sous-catégorie du capital-risque qui consiste au financement de jeunes entreprises en démarrage d'activité) est très spécifique. Sauf dans le cas des individus participant à la sélection d'un projet pour des raisons amicales (ce qui est le cas de la famille et des amis des entrepreneurs), l'expertise subjective du capital-amorçage pourrait être un élément important de la décision de participation à l'activité de la communauté (Mills et Margulies, 1980) et, dès lors, être un antécédent à la valorisation de cette expérience.

Nous proposons donc de tester l'hypothèse suivante :

H6 : L'expertise subjective du capital-amorçage influence positivement la valeur perçue de l'expérience de participation.

4.3.1.2 Le rôle modérateur du risque perçu

Notre enquête exploratoire a mis en évidence que les répondants percevaient une forte incertitude quant à la date de l'obtention d'un ROI et au montant de celui-ci (ou, à l'inverse, au montant de la perte). Ce risque est d'autant plus marqué si les *crowdinvestors* manquent de temps et d'expertise.

Ces deux éléments, incertitude et perte, sont considérés comme deux dimensions du risque perçu (Cox, 1967 d). La perte correspond à «*la situation où un individu obtient un résultat inférieur à un point de référence*» (Kahneman et Tversky, 1979). Le point de référence est variable et apparaît en fonction d'une référence sociale, d'une expérience personnelle ou d'un objectif à atteindre (Yates et Stone, 1992 cités par Volle, 1995). La composante d'incertitude est, quant à elle, liée à l'évaluation des pertes attachées aux différentes possibilités de choix (Yates et Stone, 1992).

Toutefois, la décomposition du risque perçu en deux variables est avant tout heuristique selon Volle (1995) puisque plusieurs composantes du risque ont été mises en évidence par les

travaux successifs de Cunningham (1967), Jacoby et Kaplan (1972) et Roselius (1971) (cf. Tableau 25).

Tableau 25 - Principaux types de risques liés à l'achat d'un produit

Types de risques	Définition
Risque financier	Perte potentielle liée à la défaillance du produit.
Risque de performance	Difficulté à juger de la qualité du produit.
Risque physique	Mise en danger physique en utilisant le produit.
Risque psychologique	Perte d'estime de soi ou anxiété causée par l'achat du produit.
Risque social	Perte d'estime de soi causée par les réactions de l'entourage.
Risque temporel	Perte de temps liée à la recherche, à l'achat ou à la défaillance du produit.

Source : Bezes (2011)

Face au risque, le consommateur peut décider d'effectuer l'achat et accepter le risque, de repousser l'achat, de réduire l'échec potentiel ou bien d'augmenter sa certitude concernant l'issue de son achat (Brown et Gentry, 1975).

Plus le consommateur évalue une situation comme risquée et plus il est sensible à de nouvelles informations et en recherche activement (Urbany et al., 1989) puisqu'elles permettent de réduire l'incertitude (Cox, 1967 d). La recherche d'information peut être complétée par le besoin de produire des notations, de se renseigner et d'écouter le bouche-à-oreille, de demander des informations complémentaires à la société qui vend le produit ou encore de consulter des informations destinées au grand public (Roselius, 1971).

Les communications interpersonnelles sont un moyen de réduire le risque perçu pour les consommateurs (Roselius, 1971) et leur utilisation par les consommateurs s'est accentuée grâce aux outils numériques et au développement d'Internet. La dimension participative d'Internet modifie la façon de chercher de l'information des consommateurs qui y voient une source objective et bienveillante d'informations délivrées par d'autres consommateurs (Lehuédé, 2009).

Dans notre contexte d'étude, l'avis des autres investisseurs devient essentiel dans la prise de décision d'investissement (Vismara, 2015). Conformément aux conclusions de Bikhchandani et al. (1992), moins l'individu possède d'informations sur un produit et plus il accorde de l'importance aux décisions des autres.

La dimension participative de l'ECF, que nous étudions ici au travers du prisme d'une expérience de participation, peut jouer le rôle de réducteur du risque perçu de l'achat de produits financiers particulièrement risqués. Au cours de cette expérience, les *crowdinvestors* peuvent échanger avec d'autres membres, avec la plateforme, avec les entrepreneurs. Ils peuvent poser des questions, retirer de l'information, se documenter, observer le comportement de leurs pairs et percevoir des signaux de qualité pour un projet.

Compte tenu du rôle majeur joué par le risque perçu entre la phase d'information et la phase d'achat (Bezès, 2011), nous faisons l'hypothèse suivante :

H7 : Pour les individus percevant un risque élevé, l'influence positive de la valeur perçue de l'expérience de participation sur le montant et le nombre d'investissements est plus forte que pour les individus percevant un risque faible.

4.3.1.1 Le rôle modérateur de la sophistication subjective de l'investisseur

Nous avons évoqué la notion de sophistication de l'investisseur dans notre revue de littérature (page 51). Pour rappel, cette notion est utilisée dans la réglementation financière américaine pour distinguer les investisseurs « standards » des investisseurs « sophistiqués » qui ont le droit d'accéder à des produits financiers plus complexes (et plus risqués)⁶⁸. Plusieurs caractéristiques déterminent le caractère sophistiqué d'un investisseur : il doit avoir des connaissances en finance et doit prouver un certain niveau de revenu ou de patrimoine. Un corollaire à cette seconde caractéristique est que l'investisseur, pour être considéré comme sophistiqué et éligible à l'achat de certains produits financiers risqués, doit pouvoir assumer une perte totale de son investissement sans que cela impacte son épargne personnelle.

Dans le contexte de l'ECF, le degré de sophistication des *crowdinvestors* est encore débattu (Ahlers, et al., 2015 ; Vismara, 2016 ; Wallmeroth, 2017), pourtant nous pensons que cette caractéristique pourrait jouer un rôle modérateur dans l'effet de la valeur perçue d'une expérience de participation sur la valeur globale retirée des différents investissements réalisés par un *crowdinvestor*. En effet, nous pouvons aisément concevoir que plus le degré de sophistication d'un individu augmente, plus il se « professionnalise » et moins la dimension participative, communautaire et hédonique du CF (la dimension *fun*) aura d'effet sur la valeur globale qu'il retire de son investissement.

⁶⁸ SEC (Securities and Exchange Commission), Rule 506(b).

Toutefois, la mesure de la sophistication de l'investisseur n'est pas aisée puisqu'elle n'est définie que dans la réglementation américaine et pour des niveaux de patrimoines très élevés, peut-être supérieurs à ceux des *crowdinvestors* (dont nous ne connaissons pas le niveau de sophistication). Nous avons donc opté pour introduire la notion de sophistication subjective, c'est-à-dire la sophistication que le *crowdinvestor* croit avoir.

Nous émettons l'hypothèse suivante :

H8 : Le niveau de sophistication subjective de l'investisseur influence négativement la relation entre la valeur perçue de l'expérience de participation et la valeur globale de l'investissement.

4.3.2 Modèle théorique retenu

Le Tableau 26 récapitule les hypothèses de recherche de cette étude empirique, synthétisées sur le modèle théorique en Figure 13.

Figure 13 - Modèle théorique de l'étude empirique

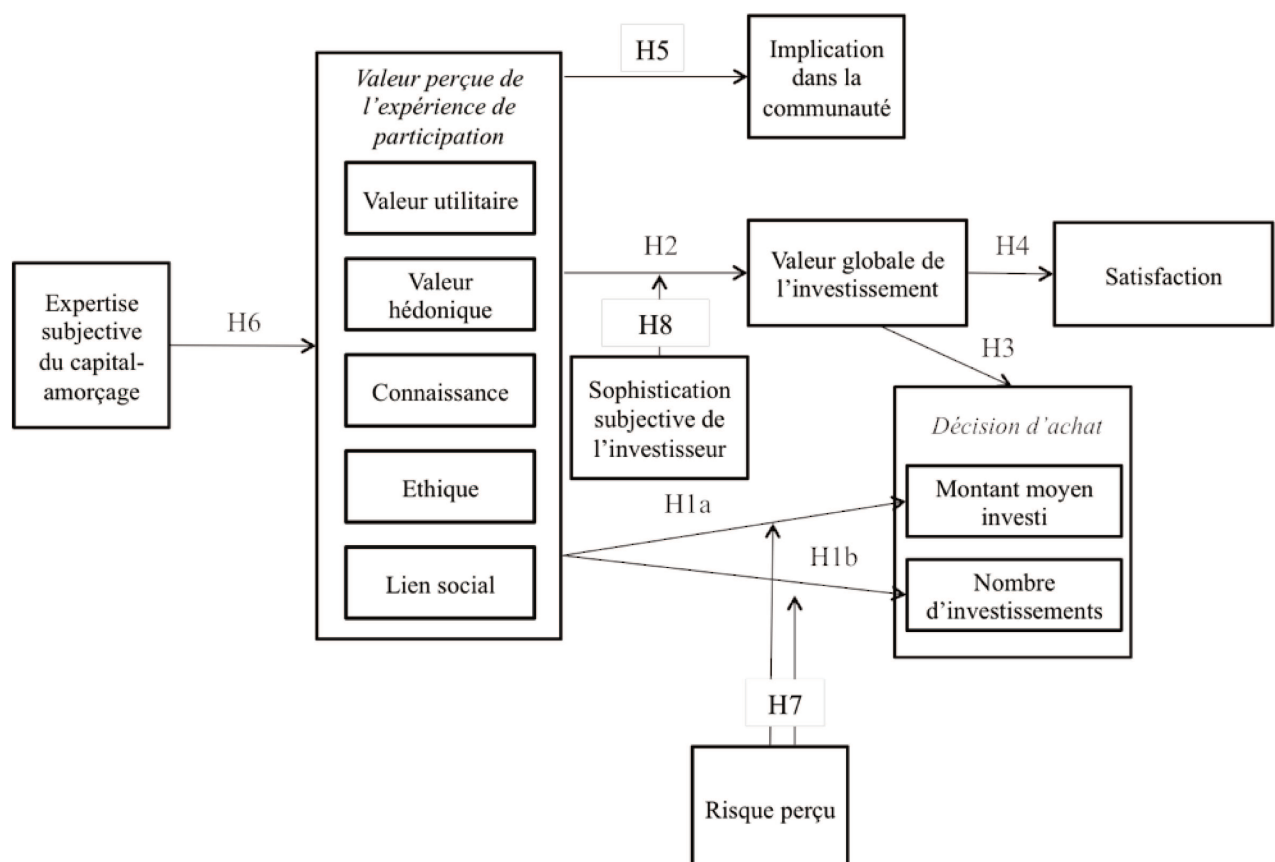


Tableau 26 - Récapitulatif des hypothèses testées

Hypothèse	Formulation
H1	La valeur perçue de l'expérience de participation a une influence positive sur la décision d'investissement.
H2	La valeur perçue de l'expérience de participation a une influence positive sur la valeur globale de l'investissement.
H3	La valeur globale de l'investissement a un effet positif sur la décision d'achat.
H4	La valeur globale de l'investissement a un effet positif sur la satisfaction cumulée
H5	La valeur perçue de l'expérience de participation a une influence positive sur l'engagement envers la communauté.
H6	L'expertise subjective du capital-amorçage a une influence positive sur la valeur perçue de l'expérience de participation.
H7	Pour les individus percevant un risque élevé, l'influence positive de la valeur perçue de l'expérience de participation sur le montant et le nombre d'investissements est plus forte que pour les individus percevant un risque faible.
H8	Le niveau de sophistication subjective de l'investisseur a une influence négative sur la relation entre la valeur perçue de l'expérience de participation et la valeur globale de l'investissement

Encadré 18 - Synthèse de la section 4.3

En résumé

En nous appuyant sur la théorie de la valeur de consommation, un modèle théorique a été construit, faisant notamment le lien entre la valeur perçue de l'expérience de participation, la valeur globale de l'investissement et la décision effective d'investissement. Deux modérateurs du modèle sont envisagés : le risque perçu et la sophistication subjective.

4.4 Méthodologie de la recherche

Plusieurs étapes ont été nécessaires pour atteindre notre objectif de recherche :

1. Les construits mobilisés dans le modèle théorique ont été opérationnalisés et nous avons sélectionné les échelles de mesure sur la base de travaux existants : Aurier et al. (2004) pour mesurer la valeur perçue, la valeur globale et la satisfaction ; Flynn et Goldsmith (1999) pour mesurer l'expertise subjective ; et Jacoby et Kaplan (1982) pour mesurer le risque perçu. Nous avons également utilisé un proxy pour l'engagement (nombre d'interactions avec la communauté).
2. La fiabilité des construits a été testée. La validité faciale a été vérifiée auprès de 5 experts (2 académiques et 3 professionnels de l'ECF). Nous avons ensuite administré un prétest à un échantillon de membres de la plateforme WiSEED (n=52) puis une épuration des échelles a été effectuée afin d'en assurer une bonne fiabilité interne.
3. Les hypothèses du modèle théorique ont été testées sur un échantillon de 436 membres de la plateforme WiSEED en utilisant la méthode des *partial least square* (PLS) sous SmartPLS.

Les étapes 1 et 2 sont présentées dans le présent chapitre. L'étape 3 fait quant à elle l'objet du chapitre suivant. Nous présentons ci-après le terrain d'étude (plateforme WiSEED) (4.4.1) et la méthode de collecte des données (4.4.2).

4.4.1 Terrain d'étude : la plateforme WiSEED

Le choix du terrain d'étude est d'abord justifié (4.4.1.1) avant de présenter la plateforme retenue (4.4.1.2).

4.4.1.1 Choix du terrain d'étude

Notre terrain d'étude est la plateforme française d'ECF WiSEED. Le choix de la plateforme WiSEED comme terrain d'étude semble pertinent pour cette étude à plusieurs titres.

Premièrement, cette plateforme d'ECF dégage dans l'ensemble une impression de sérieux et génère de la confiance chez les personnes interrogées lors de l'étude exploratoire. Elle a un

fonctionnement professionnel, un site Internet stable, une certification d'un organisme étatique affiché sur la page d'accueil (Statut de Prestataire de Services d'Investissement) et un service de paiement en ligne sécurisé *via* un prestataire régulé. Dans ces conditions, le risque perçu par les individus est bien un risque inhérent à la nature du produit (achats d'actions dans le non coté) et non un risque induit par l'activité d'investissement en ligne sur le site de WiSEED (Bezes, 2011).

Deuxièmement, avec une communauté de plus de 100 000 membres inscrits sur la plateforme, une réelle dynamique existe et les échanges sur les forums sont nourris. L'expérience de participation en est enrichie.

Troisièmement, WiSEED a la spécificité de dissocier la phase de sélection de la phase d'investissement. Les membres de la plateforme votent pour sélectionner des projets qui seront, après analyses de WiSEED, proposés à l'investissement ou non (nous y reviendrons en détail). Plusieurs semaines voire plusieurs mois séparent ces deux événements. La plateforme permet ainsi d'observer et de distinguer le moment où l'individu cherche de l'information, évalue le projet, interagit avec les autres membres ou le porteur de projet, et le moment où il décide ou non d'investir. (Nous décrivons le processus de façon linéaire et schématique pour simplifier, néanmoins, lorsque le projet est ouvert à l'investissement, de nouveaux documents sont disponibles et la personne peut continuer à poser des questions et chercher de l'information). Ainsi, seulement 21 % des investisseurs pour un projet ont participé préalablement au vote pour ce même projet (Cumming et al., 2017) et beaucoup de membres préfèrent ne devenir actifs qu'au moment du lancement de la campagne de collecte de fonds.

En d'autres termes, le choix de WiSEED nous permet d'isoler l'expérience de participation à la communauté de l'acte d'achat en lui-même. De plus, cette expérience n'est pas contraignante puisque la personne peut y participer sans jamais devenir investisseur *in fine* (Bessière et Stéphany, 2014).

4.4.1.2 Présentation du terrain d'étude

Nous avons déjà présenté de manière générale la plateforme WiSEED qui est également le terrain d'étude de notre enquête exploratoire (*cf.* p.96). Nous revenons ici sur certains de ses fonctionnements et sur les particularités qu'elle présente, notamment sur son positionnement (4.4.1.2.1) et sur la nature de l'expérience de participation qu'elle propose à ses membres (4.4.1.2.2).

4.4.1.2.1 Positionnement de la plateforme

Le positionnement de la plateforme dépend à la fois des montants moyens levés par projet qu'elle propose à l'investissement (qui en définissent sa capacité de financement) (4.4.1.2.1.1) et le choix de son modèle de collecte, entre *all-or-nothing* et *keep-it-all* (4.4.1.2.1.2).

4.4.1.2.1.1 Montants moyens levés et montants moyens investis

La plateforme WISEED exerce son activité avec le statut de Prestataire de Services d'Investissement qui l'autorise à collecter jusqu'à 5 millions d'euros par projet (là où le statut de Conseiller en Investissement Participatif, qui est le standard du marché, limite les levées à 2,5 millions d'euros)⁶⁹. Le montant minimum qu'un projet doit collecter est fixé par la plateforme à 100 k€.

Le montant moyen de fonds recherché par les entrepreneurs est de 312 203 € pour un montant moyen collecté effectivement de 261 300 € auprès de 450 investisseurs (en moyenne). Ces chiffres sont à mettre en perspective avec le montant moyen d'intentions émises par les membres de la plateforme avant l'entrée en collecte officielle d'un projet qui est de 210 516 €. Autrement dit, les *startups* lèvent un multiple de 1,60 des intentions émises (Cumming et al., 2017).

Le ticket minimum d'investissement est de 100 € (sans limite maximale), quel que soit le projet. Le ticket moyen par investisseur est quant à lui de 1 123 € pour l'investissement dans des *startups* (Cumming et al., 2017) et de 1 507 € pour l'ensemble des produits financiers de la plateforme⁷⁰. La plateforme adopte un modèle d'investissement par *holding*, qui permet de syndiquer l'ensemble des actionnaires particuliers dans des véhicules d'investissement constitués *ad hoc* pour chaque levée de fonds. Chaque *holding* regroupe en moyenne 282 personnes.

4.4.1.2.1.2 Modèle hybride entre *all-or-nothing* et *keep-it-all*

Concernant l'objectif de collecte, il existe deux approches qui ont des implications différentes pour les entrepreneurs (Cumming et al., 2014) (cf. page 26). L'une est le modèle de « *keep-it-all* » (quel que soit le montant collecté par le projet, l'entrepreneur garde la totalité de la somme, même si son objectif n'est pas atteint) et l'autre, le modèle « *all-or-*

⁶⁹ Source : Autorité des Marchés Financiers [en ligne], www.amf-France.fr, « Plateformes de financement participatif : entrée en vigueur du dispositif réglementaire le 1er octobre 2014 », publié le 18/09/2014.

⁷⁰ Source : WiSEED [en ligne], www.wiseed.com/fr/statistiques, consulté le 16/09/2018.

nothing » (si le montant objectif de collecte n'est pas atteint, les fonds retournent aux investisseurs et la collecte est annulée)⁷¹.

La plateforme WiSEED applique un modèle de collecte hybride entre les deux modèles. Un minimum de collecte est fixé par les analystes de WiSEED, en fonction des prévisions financières du projet, afin d'éviter le risque de sous-capitalisation. Il est de 100 k€ au minimum. En deçà de ce seuil, les fonds récoltés sont remboursés aux investisseurs ; au-delà, le modèle de *keep -it-all* s'applique. La part de capital cédée aux investisseurs est alors déterminée en fonction de la valorisation définie et du montant des fonds collectés.

4.4.1.2.2 Nature de l'expérience de participation proposée sur la plateforme

La communauté de la plateforme joue un rôle important dans le processus de sélection des projets qui seront ensuite proposés à l'investissement. La sélection des projets se fait en trois temps, avec à chaque étape la possibilité d'écarter le dossier. Chaque projet est 1) présenté en comité de sélection interne composé par des salariés de WiSEED et pré-audité, 2) présenté au vote de la communauté, en ligne, pendant un mois puis, 3) audité par les analystes de WiSEED, avant d'être éventuellement 4) mis en collecte sur la plateforme.

L'étape 2, appelée « e-vote » par la plateforme, constitue un temps fort de l'expérience de participation sur la plateforme WiSEED.

Nous présentons ci-après son principe (4.4.1.2.2.1), ses particularités (4.4.1.2.2.2) et les autres modes d'animation de la communauté (4.4.1.2.2.3).

4.4.1.2.2.1 Principe de l'e-vote

L'étape d'e-vote consiste à présenter aux membres de la plateforme des projets pré-sélectionnés, pendant un mois, afin de conserver les projets qui suscitent le plus d'engouement et d'intentions d'investissement. L'idée sous-jacente de cette expérience de vote est d'éclairer un même projet d'une multitude de visions différentes afin de faire émerger un avis à 360 degrés. De plus, le montant des intentions d'investissement émises permet à la plateforme d'estimer le montant de collecte espérée.

Si un projet n'est pas plébiscité par les membres pendant la phase de vote, le processus s'arrête à cette étape et le projet ne sera ni audité (étape 3) ni proposé à l'investissement (étape 4). Les seuils attendus pour qu'un projet soit audité sont : plus de 100 votants, plus de 100 k€ d'intentions d'investissements, dont au moins 25 k€ d'intentions dites qualifiées –

⁷¹ Cf. point 2.1.2.3 page 26 pour le détail de ces deux modèles.

c'est-à-dire émises par des investisseurs déjà actifs sur WiSEED (afin d'éviter un « faux positif » lié aux votes des proches de l'entrepreneur).

Au cours de cette étape, les membres ont accès au profil de l'entreprise en ligne et peuvent consulter une vidéo, une description de la société et de l'équipe ainsi que les principales données chiffrées du prévisionnel financier.

Figure 14 - Capture d'écran de la fenêtre *pop-in* de vote sur WiSEED.com

Votez pour TIMETONIC - O MAILEY

Une base de données visuelle cloud et mobile aussi flexible qu'un tableur qui permet de tout gérer en équipe au bureau comme sur le terrain.

Note * ★★★★★

Combien seriez-vous prêt à investir ? 0 €

Votre commentaire sur ce projet

J'accepte d'être contacté par le dirigeant de ce projet s'il entre en financement sur la plateforme

Propriété intellectuelle	👍	👎	Produits / Services	👍	👎
Action commerciale	👍	👎	Modèle économique	👍	👎
Entrepreneur / Equipe	👍	👎	Cohérence financière	👍	👎
Marché	👍	👎	Clients	👍	👎
Concurrence	👍	👎	Réglementation	👍	👎
Responsabilité sociale	👍	👎			

Ce vote ne vous engage à rien. Vous recevrez toutes les actualités du projet et pourrez choisir d'investir ou non.

Comme validé lors de votre inscription, nous vous rappelons que l'investissement dans les sociétés non-cotées et particulièrement dans les jeunes entreprises innovantes est un investissement risqué avec perte potentielle de la totalité du capital investi (en savoir plus sur les facteurs de risques)

VALIDER →

Les membres sont alors invités à émettre une intention d'investissement pour un projet donné, à lui attribuer une note sur onze critères objectifs (produit, équipe, réglementation, marché, concurrence, propriété intellectuelle, modèle économique, client, responsabilité sociale, cohérence financière et action commerciale) et à laisser éventuellement un commentaire (Figure 14).

Cette étape est hautement interactive puisque les membres peuvent poser des questions au dirigeant de l'entreprise, consulter les commentaires de leurs pairs et y réagir. Tous ces messages sont visibles sur une page de forum dédiée à l'entreprise en vote.

Quelques précisions sont nécessaires pour appréhender au mieux cette phase d'e-vote.

4.4.1.2.2 Particularités de l'e-vote

La phase d'e-vote a été pensée comme une expérience collaborative en ligne afin de faire émerger une « intelligence collective ». La plateforme tente de proposer une expérience d'investissement en empruntant aux codes du e-commerce. La présence d'un « panier » d'investissement, de témoignages d'investisseurs ou encore la présentation des caractéristiques de l'investissement (type d'investissement, rentabilité attendue, durée de détention des titres) en témoignent.

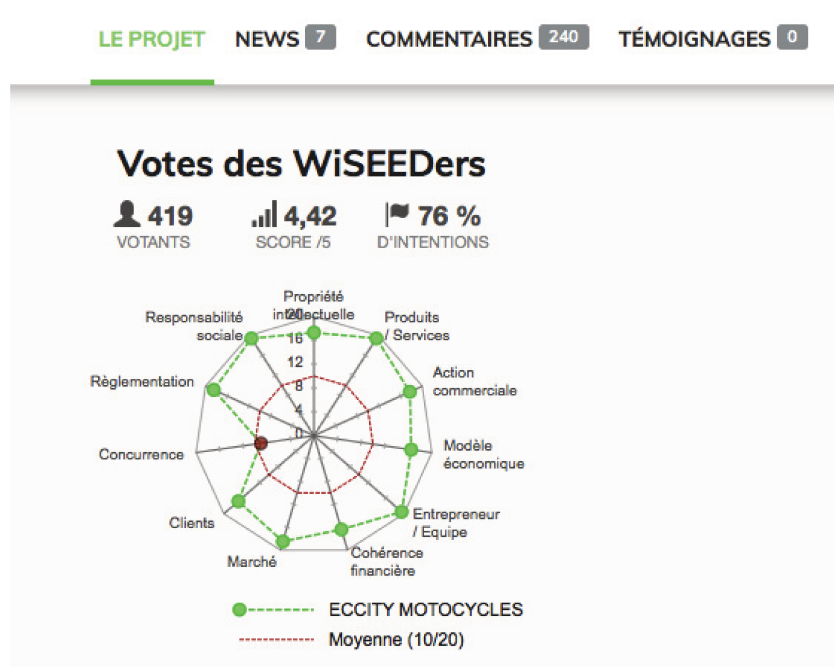
La décision du vote « j'aime », « je n'aime pas » ne se fonde pas nécessairement sur des perspectives de plus-values potentielles, mais plutôt sur la portée commerciale et opérationnelle du projet telles qu'elles sont perçues par les membres de la foule (Bessière et Stéphany, 2014). Ce système de note et d'avis s'apparente selon Beauvisage et al., 2013) à « l'expression libre de l'évaluation de la qualité des biens par les consommateurs, combinant une dimension arithmétique (l'agrégation des notes) et une dimension expressive (la rédaction libre d'un avis) ».

Les membres restent anonymes, seuls le prénom et la première lettre du nom de famille sont visibles. En naviguant sur la photo d'un membre, il est possible de voir quel est son historique sur la plateforme (nombre de votes, nombre d'investissements, montants investis). Les membres indiquent à cette étape une intention d'investissement (multiple de 100 €) qui n'a aucun caractère engageant. Au moment de la mise en collecte du projet, ils devront réaliser une souscription, totalement indépendante de l'intention qu'ils avaient indiquée. Il est d'ailleurs mentionné lors du vote que « ce vote ne vous engage à rien. Vous recevrez toutes les actualités du projet et pourrez choisir d'investir ou non » (voir Figure 14).

Lors de leur vote, les membres ne voient pas les notes ni le montant des intentions émises. Ils votent « à l'aveugle » en toute indépendance et peuvent consulter les résultats agrégés après avoir voté (Figure 15).

En revanche, ils peuvent consulter à tout moment la page de commentaires (que nous appellerons ici le *forum*). Le forum est très peu modéré par WiSEED et les commentaires se poursuivent pendant la phase d'audit et pendant la phase de collecte.

Figure 15 - Capture d'écran du résultat d'un vote visible par le membre après avoir voté



4.4.1.2.2.3 Autres modes d'animation de la communauté

L'interactivité de la plateforme et l'animation de la communauté sont assurées par WiSEED au travers d'autres outils sur lesquels nous ne nous attarderons pas, mais dont il convient de mentionner l'existence :

- Les *news* : ce sont des informations ponctuelles que le porteur de projet peut rédiger et poster sur la plateforme. Elles sont reçues par les membres inscrits sur la plateforme qui ont marqué un intérêt pour le projet (en votant, en le mettant dans leur « panier », en commentant dans le forum du projet). Elles ont vocation à aider l'entrepreneur en recherche de fonds à fédérer une communauté autour de lui et à envoyer des signaux positifs d'implication, de confiance et de dynamisme.
- Les *live* : ce sont des visioconférences organisées à l'initiative des équipes de WiSEED. Chaque porteur de projet peut tenir une visioconférence pendant la durée de la collecte de fonds. Les membres de la plateforme peuvent assister à ces *live* sans inscription préalable. Ils se connectent au lien fourni et peuvent interagir avec l'entrepreneur en lui posant des questions *via* une messagerie instantanée.
- Les rencontres physiques : les équipes de WiSEED organisent ponctuellement des rencontres physiques entre les porteurs de projets en phase de collecte de fonds et des membres de la plateforme. Ces rencontres ont un ancrage local et réunissent

les membres qui se trouvent à proximité géographiques des projets présentés sur la plateforme.

- Le *blog* : depuis la plateforme WiSEED, il est possible pour n'importe quel visiteur du site de rejoindre le blog WiTHINK⁷². Les articles sont principalement écrits par des salariés de la plateforme, mais plusieurs tribunes ont été rédigées par certains des membres les plus actifs.

4.4.2 Méthode de collecte de données

La présentation de la méthode de collecte de données consiste à introduire le design de recherche (4.4.2.1), les mesures utilisées (4.4.2.2), présenter les résultats des prétests (4.4.2.3), le mode d'administration du questionnaire (4.4.2.4) et, pour finir, la récolte de données secondaires auprès de la plateforme (4.4.2.5).

4.4.2.1 Design de recherche

La collecte des données utilisées dans cette étude empirique s'est déroulée en deux temps. Les données primaires ont été recueillies en mettant en place un questionnaire administré auprès de membres de la plateforme WiSEED, qu'ils soient déjà investisseurs ou non. Les données secondaires concernant les montants investis, le nombre de commentaires et le nombre de votes effectués par les répondants depuis leur inscription sur WiSEED ont ensuite été fournies par la plateforme.

Le questionnaire a été élaboré en français étant donné que la plateforme est francophone.

4.4.2.2 Les mesures utilisées

Plusieurs variables principales ont été mesurées (4.4.2.2.1), ainsi que des variables de contrôle qui sont venues compléter le questionnaire (variables démographiques et d'activité sur la plateforme) (4.4.2.2.2).

4.4.2.2.1 Opérationnalisation des variables principales

Nous présentons dans cette sous-section les différentes mesures retenues pour chacune des huit variables principales du modèle théorique : la *valeur perçue de l'expérience de participation* (4.4.2.2.1.1), la *valeur globale de l'investissement* (4.4.2.2.1.2), la *satisfaction cumulée* (4.4.2.2.1.3), l'*expertise subjective du capital-amorçage* (4.4.2.2.1.4), l'*engagement*

⁷² WiTHINK [en ligne] : <https://blog.wiseed.com> (actif au 16/09/2018).

dans la communauté (4.4.2.2.1.5), le risque perçu de l'investissement en ECF (4.4.2.2.1.6), la sophistication subjective de l'investisseur (4.4.2.2.1.7) et, pour finir, la décision d'investissement (4.4.2.2.1.8).

4.4.2.2.1.1 La mesure de la valeur perçue de l'expérience de participation (VPVOTE)

4.4.2.2.1.1.1 Utilisation de l'expérience d'e-vote comme proxy

L'expérience de participation à la communauté correspond à la phase d'e-vote dans le processus de la plateforme WISEED (cf. 4.4.2.2.). Nous cherchons donc à opérationnaliser la variable *valeur perçue de la participation au vote*, codée VPVOTE dans un souci de simplification.

4.4.2.2.1.1.2 Opérationnalisation de la variable valeur perçue de l'expérience de participation

L'un des courants de recherche en valeur de consommation explore le développement d'échelles quantitatives de mesure des dimensions de la valeur telles qu'elles ont été établies par Holbrook (1994) (Filser, 2007). Nous avons identifié plusieurs échelles pour mesurer la valeur perçue de l'expérience de participation :

- L'échelle PERVAL de Sweeney et Soutar (2001) contient 19 *items* et mesure la valeur perçue de biens durables à l'échelle d'une marque.
- L'échelle EVS (Experiential Value Scale) de Mathwick et al. (2001) est basée sur la typologie d'Holbrook (1994). Elle mesure quatre dimensions de la valeur expérientielle : le retour sur investissement du consommateur (*Consumer Return on Investment*), l'excellence du service, le caractère plaisant et amusant de l'expérience (*playfulness*) et l'apparence esthétique. Elle a été testée dans le contexte du *shopping* en ligne.

Ces deux échelles ont un caractère généralisable et un potentiel élevé pour caractériser des profils de valeur (Filser, 2008), mais l'opérationnalisation du construit est difficile à cause de sa complexité théorique (Rivière et Mencarelli, 2012).

- L'échelle d'Aurier, Evrard, et N'Goala, (2004) mesure 6 dimensions différentes de la valeur (*utilitaire, connaissance, stimulation expérientielle, lien social, expression de soi, spirituelle-pratique sociale*) dans le contexte de la consommation de cinéma en salle. Elle a pour avantage de produire un score reflétant un jugement global de la valeur (Rivière et Mencarelli, 2012).

Nous avons fait le choix d'adopter l'échelle d'Aurier, Evrard, et N'Goala (2004), car elle a été testée sur un objet par nature expérientiel (le cinéma). De plus, cette échelle adopte une analyse à l'échelle d'une catégorie d'objets, conformément à la vision d'Holbrook (1994), ce qui correspond à notre besoin : nous nous intéressons de façon générique aux produits financiers en ECF et non pas à un projet en particulier. Enfin, les qualités psychométriques de cette échelle sont bonnes (coefficients de fiabilité des dimensions compris entre 0,67 et 0,90).

Pour ces différentes raisons, le choix de cette échelle nous semble pertinent. Cependant, plusieurs éléments nous incitent à l'adapter.

Le développement de l'échelle dans le contexte de la consommation de cinéma en salle rend délicate la transposition des *items* en l'état au champ de l'expérience de participation dans un contexte de consommation de produits financiers.

De plus, la dimension utilitaire a dû être adaptée spécifiquement au contexte de la consommation de cinéma, car dans le cas d'un produit ou service expérientiel elle ne peut être dissociée du produit étudié (Aurier et al., 2000).

Concernant les dimensions de la valeur, notre enquête exploratoire n'a pas révélé que *l'expression de soi* pouvait être une dimension de la valeur de l'expérience de participation. De même, la dimension stimulation expérientielle de l'échelle (quand je regarde un film au cinéma, j'oublie tout ce qui m'entoure/j'éprouve une sensation de bien-être) ne nous semble pas pertinente dans le contexte de notre étude.

Nous avons donc fait un travail d'adaptation de l'échelle à notre contexte d'étude et aux dimensions de la valeur perçue de l'expérience de participation que nous avons identifiées dans la sous-section 4.3.1.1.2. Nous avons reformulé les *items* sur la base des *verbatim*s issus de notre enquête exploratoire (cf. Annexe 5).

Nous avons retenu 3 *items* pour la dimension utilitaire, 4 pour la dimension de connaissance, 4 pour la dimension hédonique, 4 pour la dimension pratique sociale (*éthique* dans la typologie d'Holbrook, 1994) et 4 pour la dimension *lien social*. Nous n'avons pas utilisé la dimension *expression de soi*.

4.4.2.2.1.2 *La mesure de la valeur globale de l'investissement en ECF (VALGLOB)*

La valeur globale de l'investissement en ECF a été mesurée en adaptant les *items* utilisés dans les travaux d'Aurier et al. (2000) (Tableau 27). Elle comprend 3 *items*, formulés simplement et qui prennent en comptes la dimension sacrificielle de la valeur globale.

Tableau 27 - Adaptation de la formulation des *items* de l'échelle de valeur globale d'Aurier et al. (2004)

Formulation selon Aurier et al. (2004)	Formulation adaptée à notre contexte d'étude	Code
Globalement, je considère qu'aller au cinéma, ça vaut bien l'énergie que j'y consacre	Globalement, je considère <i>qu'investir en crowdfunding</i> , ça vaut bien l'énergie que j'y consacre	VALGLOB1
Globalement, le cinéma, ça vaut bien les sacrifices que je consens	Globalement, <i>investir en crowdfunding</i> ça vaut bien les sacrifices que je consens	VALGLOB2
Globalement, je considère qu'aller voir un film au cinéma, ça vaut bien le temps et l'argent que je consomme	Globalement, je considère <i>qu'investir dans un projet en crowdfunding</i> , ça vaut bien le temps et l'argent que je dépense	VALGLOB3

4.4.2.2.1.3 La mesure de la satisfaction cumulée (SATISF)

De même que pour la mesure de la valeur globale de l'investissement, nous avons emprunté la mesure de la satisfaction cumulée à Aurier et al. (2004). Elle contient également 3 *items* que nous avons adaptés (Tableau 28).

Tableau 28 - Adaptation de la formulation des *items* de l'échelle de satisfaction cumulée d'Aurier et al. (2004)

Formulation selon Aurier et al (2004)	Formulation adaptée à notre contexte d'étude	Code
Par rapport à ce que j'en attends, je suis un peu déçu par les films que je vais voir	Par rapport à ce que j'en attends, je suis un peu déçu par les projets dans lesquels j'ai investi en <i>equity crowdfunding</i>	SATISF1
Je suis plus souvent déçu que content par les films que je vais voir au cinéma	Je suis plus souvent déçu que content par les projets dans lesquels j'ai investi en <i>equity crowdfunding</i>	SATISF2
Globalement, je suis vraiment satisfait des films que je vais voir au cinéma	Globalement, je suis vraiment satisfait des projets dans lesquels j'ai investi en <i>equity crowdfunding</i>	SATISF3

4.4.2.2.1.4 La mesure de l'expertise subjective du capital-amorçage (EXPINV)

L'expertise subjective du capital-amorçage a été mesurée grâce à l'échelle en 9 *items* de Flynn et Goldsmith (1999). Nous l'avons traduite et adaptée à notre objet d'observation (*cf.* Annexe 6). Cette échelle présente un bon ratio simplicité de mesure/pouvoir explicatif

(Passebois et Aurier, 2011) et Flynn et Goldsmith (1999) montrent que l'expertise subjective a une meilleure validité nomologique que l'expertise objective.

Notons que nous avons envisagé d'utiliser l'échelle développée par Bloch, Ridgway, et Sherrell (1989), mais ses deux *items* ne nous permettaient pas d'appréhender la complexité de l'expertise autoattribuée par des individus dans un domaine aussi vaste que le capital-risque.

4.4.2.2.1.5 *La mesure de l'engagement dans la communauté (ENGAGEMENT)*

Afin de mesurer l'engagement dans la communauté, nous avons utilisé des indicateurs proxies que sont *le nombre de commentaires postés* et *le nombre de votes réalisés* par un individu entre la date de son inscription (que nous ignorons) et le 19/01/2018.

L'utilisation d'un « proxy du web », selon l'expression de Belvaux et Flores (2010), nous semble pertinente, car « *les technologies liées au réseau Internet s'intégrant de plus en plus dans la vie quotidienne des individus, il semble relativement intuitif de penser que les activités réalisées sur le web peuvent devenir de véritables proxies des phénomènes d'attention ou d'intérêt portés par les individus* » (Belvaux et Flores, 2010).

Pour chaque individu, nous avons affecté un score d'engagement qui est la somme du nombre de votes et du nombre de commentaires postés, c'est-à-dire la totalité des interactions enregistrées entre l'individu et la communauté, au sein de la plateforme.

4.4.2.2.1.6 *La mesure du risque perçu (RISQ)*

Afin de mesurer le risque perçu de l'achat de produits financiers en ECF, nous avons adopté l'échelle de Jacoby et Kaplan (1992) dont les 5 dimensions du risque sont inspirées des travaux de Bauer (1960). L'échelle finale est une échelle de Likert en 9 points qui comprend quatre *items* permettant d'appréhender le risque financier, le risque de performance, le risque psychologique et le risque social. Un cinquième *item* mesure le risque perçu global. Chacun est mesuré par une échelle allant de 1 - très improbable, à 9 - très probable.

Les *items* de ces échelles permettent de mesurer le risque perçu dans l'utilisation d'une marque non familière de produits de consommation et ont été testés par ses créateurs sur 12 catégories de produits. Aucune cependant ne concerne l'achat de produits financiers. Nous avons donc adapté l'échelle à ce contexte spécifique (*cf.* Tableau 29) et avons retiré la dimension risque physique qui n'est pas pertinente dans le cas présent.

Tableau 29 - Traduction et adaptation de la formulation des *items* de l'échelle de mesure du risque perçu de Jacoby et Kaplan (1972)

Formulation selon Jacoby et Kaplan (1972)	Traduction et formulation adaptée à notre contexte d'étude	Code
What are the chances that you stand to lose money if you try an unfamiliar brand of ___ ?	Quelles sont les chances que vous perdiez de l'argent en investissant dans un projet via une plateforme de <i>crowdfunding</i> ?	RISQ1
What is the likelihood that there will be something wrong with unfamiliar brand of ___ or that it will not work properly ?	Quelle est la probabilité que le développement du projet financé via une plateforme de <i>crowdfunding</i> ne se passe pas bien ?	RISQ2
What are the chances that an unfamiliar brand of ___ will not fit in well with your self-image or self-concept (i.e., the way you think about yourself) ?	Quelle est la probabilité que le fait d'investir sur une plateforme de <i>crowdfunding</i> affecte négativement la façon dont vous vous percevez ? (baisse d'estime de soi)	RISQ3
What are the chances that an unfamiliar brand of ___ will affect the way others think of you ?	Quelle est la probabilité que le fait d'investir sur une plateforme de <i>crowdfunding</i> affecte négativement la façon dont les autres vous perçoivent ?	RISQ4
On the whole, considering all sorts of factors combined, about how risky would you say it was to buy an unfamiliar brand of ___ ?	Globalement, en considérant tous ces facteurs, à quel point considérez-vous que c'est risqué d'investir dans un projet via une plateforme de <i>crowdfunding</i> ?	RISQ5

4.4.2.2.1.7 La mesurer la sophistication subjective (SOPHISTIC)

L'une des caractéristiques principales d'un investisseur sophistiqué est sa capacité à accepter une perte totale de son investissement sans que cela affecte son épargne totale.

Cette variable est inspirée de notre enquête exploratoire. Elle ne comporte qu'un *item* formulé ainsi : « *J'ai un patrimoine ou un revenu suffisant pour pouvoir me permettre de perdre de l'argent* » (et codée SOPHISTIC). La formulation choisie pour cet *item* permet de mesurer une représentation subjective de la sophistication que l'individu pense avoir.

Tableau 30 - Récapitulatif de l'opérationnalisation des variables et choix des échelles de mesures

Code	Concept mesuré	Source	Nombre d'items (nombre de dimensions)	Format
VPVOTE	Valeur perçue de l'expérience de participation au vote	Questionnaire	19 (5)	Échelle de Likert en 7 points
RISQ	Risque perçu de l'investissement en ECF	Questionnaire	5 (5)	Échelle en 9 points
EXPINVEST	Expertise subjective du capital-amorçage	Questionnaire	9 (1)	Échelle de Likert en 7 points
ENGAGEMENT	Engagement dans la communauté	Base de données WiSEED	-	-
VALGLOB	Valeur globale de l'investissement en ECF	Questionnaire	3 (1)	Échelle de Likert en 7 points
SATISF	Satisfaction cumulée	Questionnaire	3 (1)	Échelle de Likert en 7 points
SOPHISTIC	Sophistication subjective	Questionnaire	1 (1)	Question fermée oui/non

4.4.2.2.1.8 La mesure de la décision d'achat (INVEST)

L'objet de notre recherche est d'expliquer l'influence de la valeur perçue d'une expérience de participation sur la valeur globale de l'investissement et la décision effective d'achat de produits financiers. Il s'agit d'une variable manifeste qui peut être mesurée directement. Par « achat », nous entendons deux dimensions : le montant moyen investi et le nombre d'investissements réalisés sur la plateforme.

Les données *montant moyen investi* et *nombre d'investissements* proviennent de la base de données de WiSEED et représentent la somme totale investie et le nombre total d'investissements réalisés par la personne entre sa date d'inscription et le 19/01/2018.

Nous n'avons pas à notre disposition le détail des montants et des dates d'investissement ce qui aurait pu nous permettre de réaliser une segmentation Récence Fréquence Montant

(RFM), segmentation qui permet de classer les clients en types de profil (bon client, client sceptique, futur non-client, etc.).

Nous gardons donc ces deux éléments de la décision d'achat dissociés (Tableau 31).

Tableau 31 - Opérationnalisation de la décision effective d'investissement

Code	Concept mesuré	Source	Items	Format
Nb_invest	Nombre d'investissements	Base de données WiSEED	-	-
Invest_moyen	Montant moyen investi	Base de données WiSEED	-	-

Étant donné que les répondants devaient communiquer leur email pour pouvoir être identifiés dans la base de données de WiSEED, il y a un risque de perte d'information (faux mail, mail différent de celui enregistré sur la plateforme, champ non renseigné). Nous avons donc introduit deux questions fermées portant sur le montant investi et le nombre d'investissements :

Combien de fois avez-vous investi dans des projets sur la plateforme ? 0/1 fois/entre 2 et 5 fois/entre 5 et 10 fois/entre 10 et 20 fois/plus de 20 fois.

Quelle somme avez-vous investie dans des projets sur la plateforme ? 100 €/entre 200 € et 1 000 €/1 100 € et 5 000 €/entre 5 100 € et 10 000 €/entre 11 000 € et 50 000 €/plus de 50 000 €.

Cette mesure déclarative nous a permis de compléter les données secondaires fournies par la plateforme dans le cas où les données primaires étaient manquantes.

4.4.2.2.2 Opérationnalisation des variables de contrôle

Des variables de contrôle liées aux répondants ont été introduites et mesurées dans le questionnaire. Nous avons mesuré les variables démographiques *âge* et *genre*, une variable *secteur d'activité professionnelle*.

Dans le but d'éviter d'introduire des biais de réponses, et comme la littérature le suggère Kaye et Johnson (1999), nous avons placé ces *items* en fin de questionnaire. Les variables socio-démographiques utilisées sont récapitulées dans le Tableau 32.

Tableau 32 - Récapitulatif de l'opérationnalisation des variables de contrôle de l'étude empirique

Code	Concept mesuré	Source	Items	Format
GENRE	Genre	Questionnaire	2	fermé
AGE	Âge	Base de données WiSEED	-	-
SAP	Secteur d'activité professionnelle	Questionnaire	6	Liste

4.4.2.3 Prétests et ajustements

Une première version du questionnaire, comprenant 43 *items*, a été présentée à cinq experts (deux académiques et trois membres de WiSEED) afin d'en vérifier la validité faciale. Ils avaient à leur disposition les définitions des construits et une liste de lignes directrices pour analyser les *items*. Nous nous sommes également assurés d'une articulation cohérente du questionnaire et d'une visualisation optimale. Deux *items* ont été retirés et un *item* a été reformulé.

Nous avons ensuite prétesté ce questionnaire auprès d'un échantillon de convenance de 52 personnes, ayant déjà participé à l'expérience de vote sur la plateforme.

L'analyse des coefficients alpha de Cronbach nous a conduits à retirer 3 *items* à l'échelle EXPINV et 1 *item* à l'échelle RISQ afin d'améliorer leur fiabilité.

Le construit VALGLOB présente une bonne fiabilité ($\alpha = 0,916$) tandis que celle de la variable SATISF n'est pas bonne ($-0,687$). Pour cette dernière, nous avons décidé de ne garder que l'*item* permettant de mesurer la satisfaction globale (« Globalement, je suis vraiment satisfait des projets dans lesquels j'ai investi en ECF »).

De même, la fiabilité des 5 dimensions de la variable *valeur perçue de l'expérience de participation* (codée VPVOTE) n'était pas satisfaisante après le prétest (alpha compris entre -0,34 pour la dimension lien social et 0,69 pour la dimension connaissance) pour un alpha de 0,58 pour la VPVOTE globale.

Après test des alphas, nous avons gardé deux *items* pour chaque dimension, soit un total de 8 *items* pour la variable VPVOTE (cf. Annexe 6).

Le récapitulatif de la fiabilité des construits suite à ce pré-test est indiqué dans le Tableau 33.

La fiabilité de la dimension utilitaire de la VPVOTE est fragile ($\alpha = 0,54$), due à une formalisation des *items* particulièrement délicate. Nous la conservons cependant, car elle se

rapproche d'un seuil acceptable pour une approche exploratoire (>0,6) selon Hair et al. (1998) et Nunnally et Bernstein (1994) et qu'elle est associée à d'autres dimensions qui, combinées, permettent d'obtenir une fiabilité du construit VPVOTE acceptable (0,648).

Tableau 33 - Récapitulatif de la fiabilité des construits après prétest (n=52)

Code	Variable	Échelle	Nombre d' <i>items</i> retenus après prétest (/par rapport au nombre d' <i>items</i> initiaux)	Alpha de Cronbach après épuration des <i>items</i>
EXPINV	<i>Expertise subjective du capital-amorçage</i>	Flynn et Goldsmith (1999)	5 (/9)	0,912
RISQ	<i>Risque perçu de l'investissement en ECF</i>	Jacoby et Kaplan (1992)	4 (/5)	0,782
VALGLOB	<i>Valeur globale de l'investissement en ECF</i>	Adaptée d'Aurier, Evrard, et N'Goala (2000)	3 (/3)	0,916
SATISF	<i>Satisfaction cumulée</i>		1 (/3)	-
VPVOTE	<i>Échelle valeur perçue de l'expérience de participation</i>		12 (/19)	0,648
SOPHISTIC	<i>Sophistication subjective de l'investisseur</i>	Issue de l'enquête exploratoire	1 (/1)	-

4.4.2.4 Mode d'administration du questionnaire final

Le questionnaire final (*cf.* Annexe 8) a été administré aux membres de la plateforme WiSEED du 14 février 2017 au 31 mars 2017 (2 réponses ont été enregistrées ultérieurement, le 02/04/17 et 19/05/17) en utilisant une fenêtre *pop-in* qui s'ouvrait après 5 secondes d'activité sur le site et un bandeau en bas de la page cliquable à n'importe quel moment au cours de la navigation pour les personnes inscrites et connectées à leur compte (*cf.* Annexe 7 – Message d'accompagnement du questionnaire en ligne). Le clic reconduisait au questionnaire hébergé sur le site Google form, personnalisé aux couleurs de la plateforme.

Un message de présentation introduisait le questionnaire et précisait que seulement 5 minutes étaient nécessaires pour y répondre. Une vidéo-*interview* de la doctorante accompagnait et présentait le questionnaire.

La réponse à chaque question était nécessaire pour passer à la suivante.

Bien qu'anonyme, le questionnaire contenait un dernier champ non obligatoire demandant l'adresse email du répondant. Parmi les 440 répondants, 392 ont communiqué une adresse email ce qui a permis de vérifier leur inscription effective sur la plateforme.

Ainsi la communication s'est faite exclusivement auprès des membres inscrits de la plateforme (aucune communication sur les réseaux sociaux), mais il n'était pas impossible à un non-membre de remplir le questionnaire s'il avait connaissance du lien. Dans notre échantillon de répondants, aucune personne n'a ni voté ni investi. Tous les répondants sont donc des membres de la plateforme.

4.4.2.5 Collecte de données secondaires auprès de WiSEED

Une proportion importante de nos données sont les données primaires récoltées en réponse à notre questionnaire en ligne et donc au travers d'une seule méthode. Nous avons conscience qu'il est possible que cela génère un biais de méthode commune (*common method bias*). En présence de ce biais, les variances générées peuvent être provoquées par la méthode de collecte et non pas par les phénomènes étudiés (Podsakoff, et al., 2003).

Nous considérons avoir limité l'existence de ce biais en introduisant dans notre base de données des données secondaires issues d'autres sources que le questionnaire en ligne (à savoir la base de données de WiSEED). De plus, nous avons fait varier le nombre de points dans les échelles de Likert pour la mesure du *risque perçu*.

Étant donné que le questionnaire a été géré *via* Google Form, hors de l'environnement de la plateforme, le lien entre les répondants au questionnaire et la base de données WiSEED a été créé a posteriori en utilisant le mail des répondants.

Pour chacun des répondants, WiSEED a fourni le nombre d'investissements réalisés, le nombre de votes et le nombre de commentaires réalisés par chaque personne depuis la date de son inscription.

Encadré 19 - Synthèse de la section 4.4

En résumé

Les construits mobilisés dans le modèle théorique ont été opérationnalisés. Les échelles de mesure retenues s'appuient sur des échelles existantes, mais ont été adaptées à notre contexte d'étude. VPVOTE, SATISF, VALGLOB se basent sur Aurier et al. (2000) ; EXPINV se base sur Flynn et Goldsmith (1999), RISQ s'appuie sur Jacoby et Kaplan (1972).

Un prétest du questionnaire a été réalisé (n=52) afin de vérifier la fiabilité et la validité faciale des échelles. Des données secondaires issues de la base de données de WiSEED sont venues enrichir les données primaires.

4.5 Conclusion du chapitre

Au cours de ce chapitre, nous avons présenté la construction d'un modèle théorique et formulé nos hypothèses de recherche afin de répondre à notre problématique : la valeur perçue de l'expérience de participation est-elle un antécédent de la décision d'investissement et de la valeur globale de l'investissement en ECF ?

Nous avons mobilisé comme cadre conceptuel le courant de la valeur de consommation qui nous permet de distinguer la valeur perçue de l'expérience de participation et la valeur globale de l'investissement.

Nous avons ainsi construit un modèle théorique sur la base de notre enquête exploratoire (chapitre 2) et de la littérature en valeur de consommation. Nous proposons que la valeur perçue retirée de l'expérience de participation puisse être un antécédent :

- de la décision d'investissement (H1),
- de la valeur globale de l'investissement (H2), elle-même influençant la satisfaction (H4), et la décision d'investissement (H3),
- de l'engagement futur dans la communauté en ligne de la plateforme d'ECF (H5).

Nous faisons également la proposition que l'expertise subjective du capital-risque (et plus précisément du capital-amorçage) est un antécédent à valorisation de l'expérience de participation par le membre de la plateforme (H6).

Enfin, nous proposons que la relation entre la valeur perçue de l'expérience de participation et la décision d'achat est modérée par le risque perçu de l'investissement en ECF (H7) et que la relation entre la valeur perçue de l'expérience de participation et la valeur globale de l'investissement est modérée par la sophistication subjective de l'individu (H8).

Pour finir, nous avons expliqué comment a été menée l'opérationnalisation des variables mobilisées et nous avons justifié le choix des échelles de mesures. Nous avons prétesté le questionnaire pour nous assurer de la validité faciale et de la fiabilité interne des construits.

Concernant la récolte des données. Le choix a été fait de diffuser un questionnaire en ligne sur la plateforme française d'ECF WiSEED auprès de ses membres inscrits pour tester les hypothèses et vérifier l'adéquation entre le modèle théorique et l'échantillon de données. Des données secondaires ont été extraites de la base de données de la plateforme.

Le chapitre suivant présente l'analyse des données recueillies, les différents tests menés afin de vérifier la validité des construits et la cohérence de notre modèle. Nous présenterons ensuite les résultats des tests d'hypothèses et les discuterons.

5. Analyses et principaux résultats de l'étude empirique

Nous avons précédemment présenté le modèle théorique construit, les outils de mesure mobilisés et la façon dont le questionnaire a été diffusé, permettant la récolte des données nécessaires au test des hypothèses proposées.

Nous exposons dans le présent chapitre les analyses préliminaires menées sur les données (5.1). L'ajustement du modèle théorique est ensuite testé et un enrichissement de celui-ci est proposé et justifié, ce qui constitue l'un des apports majeurs du présent chapitre à notre travail doctoral (5.2). Nous présentons les raisons de ce choix et les résultats des tests du modèle d'équations structurelles menés avec la méthode PLS (*partial least square*) (0). Nous interprétons ces résultats statistiques (5.4) avant de conclure.

5.1 Analyses préliminaires

Nous présentons dans cette section les données récoltées et les premières constatations que nous pouvons en tirer quant au profil des *crowdinvestors* de notre échantillon (5.1.1). La méthodologie adaptée est présentée (5.1.2), ainsi que les analyses nécessaires afin de vérifier la pertinence des échelles de mesure employées et la validité et de la fiabilité des mesures des construits de notre modèle théorique (5.1.3).

5.1.1 Présentation des données

Cette section présente succinctement les résultats de la collecte de données (5.1.1.1) avant de décrire l'échantillon de données (5.1.1.2).

5.1.1.1 Résultat de la collecte des données par questionnaire

Le questionnaire final a été administré au travers de la plateforme WiSEED du 14 février 2017 au 31 mars 2017 (2 réponses ont été enregistrées le 02/04/17 et 19/05/17). Nous avons collecté 436 réponses complètes. Une adresse mail a été communiquée par 392 personnes ce qui a permis de les rattacher à la base de données WiSEED. Pour les 44 autres, nous avons utilisé les mesures de *nombre d'investissements* et *montants investis* déclarées dans le questionnaire.

5.1.1.2 Statistiques descriptives de l'échantillon de données

Notre échantillon est composé de trois types de membres de la plateforme WiSEED (cf. Tableau 34) : ceux qui ont déjà voté, mais jamais investi (11,7 %), ceux qui ont investi, mais jamais voté (18,6 %) et ceux qui ont déjà voté et déjà investi (68,7 %).

Tableau 34 - Composition de l'échantillon de l'étude empirique

Profil	Caractéristiques	N	%
Votants n'ayant jamais investi	Vote >0/investissement =0	51	11,7
Investisseur n'ayant jamais voté	Vote=0/investissement >0	81	18,6
Investisseur ayant déjà voté	Vote>0/investissement >0	304	68,7
TOTAL		436	100 %

Nous décrivons ci-après les caractéristiques socio-démographiques de l'échantillon (5.1.1.2.1) et plus particulièrement les secteurs d'activité professionnelle représentés (5.1.1.2.2) avant d'établir le profil des membres de la plateforme en fonction des montants qu'ils ont investis (5.1.1.2.3).

5.1.1.2.1 Descriptions des caractéristiques socio-démographiques

L'âge médian des individus est de 48 ans et la majorité des répondants sont des hommes (à 90,6 %), ce qui est conforme aux résultats de Cumming et al. (2017) à partir de la totalité de la base de données de la plateforme WiSEED. Cela permet de penser que la structure de notre échantillon est représentative de la structure de la base WiSEED.

Les données liées à la participation sur la plateforme (nombre de votes, nombre d'investissements, montants investis, en moyenne ou en totalité, à l'échelle d'un individu) sont très dispersées (cf. Tableau 35). Certains répondants n'ont jamais investi alors que l'un d'entre eux a investi 940 k€ à lui seul (ce qui est le montant maximum investi dans l'échantillon). Les médianes nous donnent des informations plus facilement interprétables. Le nombre d'investissements médian est de 8 (contre 16,6 en moyenne), le montant total investi médian est de 5 300 € et le montant investi par individu médian est de 541 € (1 433 € en moyenne).

Les 386 investisseurs de l'échantillon représentent un montant total d'investissement de 10 040 947 € ce qui correspond à 7,72 % du montant total de fonds collecté sur WiSEED

depuis sa création (130 millions d'euros)⁷³. Ils présentent de fortes disparités de profils puisque les 10 investisseurs les plus actifs ont investi à eux seuls 29,7 % de ce montant.

Le Tableau 35 présente l'ensemble des statistiques descriptives des données concernant les membres de la plateforme.

Tableau 35 - Statistiques descriptives des individus de l'échantillon et de leur activité sur la plateforme

		Échantillon (n=436)
Âge	Moyenne	48,3
	Médiane	48
	<i>min/max</i>	21/84
Genre	Hommes	90,6 %
	Femmes	9,4 %
Nombre d'investissements*	Moyenne	16,6
	Médiane	8
	<i>min/max</i>	0/129
Montant total investi* (en €)	Moyenne	23 030
	Médiane	5 300
	<i>min/max</i>	0/940 000
Montant moyen investi* (en €)	Moyenne	1 433
	Médiane	541
	<i>min/max</i>	0/30 500
Nombre de votes*	Moyenne	25,96
	Médiane	10
	<i>min/max</i>	0/385
Nombre de commentaires*	Moyenne	15,01
	Médiane	2
	<i>min/max</i>	0/499

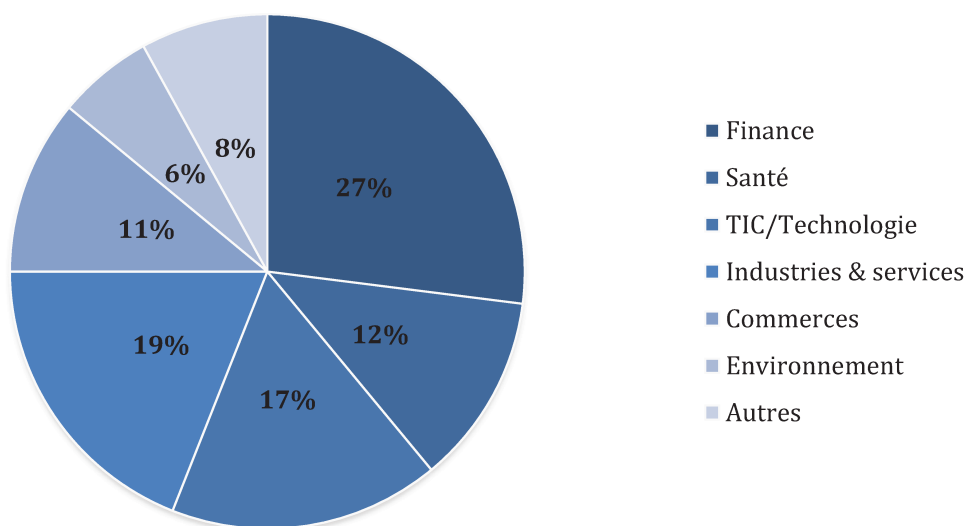
*depuis l'inscription de l'individu sur la plateforme WiSEED.com jusqu'au 19/01/2018

⁷³ À la date du 02/09/2018.

5.1.1.2.2 Secteur d'activité professionnelle

Les répondants ont été interrogés sur leur secteur d'activité professionnelle. Le diagramme suivant donne une représentation visuelle de la répartition des secteurs d'activité des individus présents dans l'échantillon.

Figure 16 - Répartition des répondants par secteur d'activité professionnelle



Près d'un tiers des individus de notre échantillon travaille dans le secteur financier. Ces membres de la plateforme ont probablement une appétence pour les thématiques financières sans pour autant être nécessairement des connaisseurs du capital-risque. De notre expérience au sein de la plateforme, nous savons qu'une partie des membres de la plateforme sont des conseillers en gestion de patrimoine et des représentants de banques privées. Ils sont inscrits et investissent pour mieux comprendre le fonctionnement de l'ECF et pouvoir mieux conseiller leur clientèle. À notre sens, ce type de profil n'est pas le plus courant, mais il nous semble intéressant d'apporter cet éclairage à l'analyse des données.

Les trois autres secteurs d'activité les plus représentés sont le secteur « industrie et services », le secteur « TIC » (technologies de l'information et de la communication) et le secteur « santé ».

L'importance relative de ce dernier secteur dans notre échantillon est expliquée par le fait que la plateforme WiSEED propose régulièrement à l'investissement des projets portant sur des thématiques de biotechnologies, de pharmacologie ou de paramédical.

5.1.1.2.3 Profil des membres en fonction du montant investi

Pour compléter ces analyses préliminaires, nous avons entrepris de mieux comprendre quels sont les différents profils de *crowdinvestors* présents dans l'échantillon. Nous avons évoqué l'existence de profils variés dans le chapitre 1 (2.3.1). Afin de vérifier s'ils sont identifiables dans l'échantillon de données, nous l'avons partitionné en trois groupes d'individus, selon le montant d'investissement sur la plateforme.

Pour ce faire, les données ont été classées sur des groupes de centiles puis nous avons affecté les observations en dessous du 33^e centile au groupe « *small investors* » (n=146), celles comprises entre le 33^e et le 66^e centile au groupe « *medium investors* » (n=140) et celles au-dessus du 66^e centile au groupe « *large-amount investors* » (n=149). La notion de « *large-amount investors* » et ses déclinaisons sont empruntées à Wallmeroth (2017).

Tableau 36 - Partition de l'échantillon en fonction des montants investis et test des différences de moyennes

Profil	N	Montant total investi par individu (€)		Montant moyen investi par individu (€)		Nombre d'investissements		Nombre de votes		Nombre de commentaires	
		Moyenne	<i>Ec-type</i>	Moyenne	<i>Ec-type</i>	Moyenne	<i>Ec-type</i>	Moyenne	<i>Ec-type</i>	Moyenne	<i>Ec-type</i>
<i>Small investors</i>	148	578	652	236	350	2,8	3,9	7,95	15,8	3,4	7,7
<i>Medium investors</i>	140	6 310	3 387	793	1034	14,4	12,1	24,3	42,5	12,3	50,3
<i>Large-amount investors</i>	149	61298	94261	3236	4459	32,4	25,7	42,5	65	27	52

Nous avons effectué des tests de moyennes entre chaque groupe deux par deux (procédure TTEST sous SAS). Les différences de moyennes entre chacun des groupes et pour chaque mesure sont significatives à $p < 0,005$ (cf. Annexe 9).

Nous observons une nette différence entre les montants moyens investis (au total depuis l'inscription de la personne ou par investissement) entre ces trois groupes (cf. Tableau 36). Un des résultats particulièrement intéressants de cette partition est la mise en évidence d'une participation à la communauté (votes et commentaires) beaucoup plus intense chez les *crowdinvestors* qui investissent le plus.

Afin de caractériser chacun de ces trois groupes, nous avons réalisé des tests de Chi-deux entre chacun d'entre eux et des variables socio-démographiques (genre, âge, secteur d'activité professionnelle). Les résultats de ces tests (*cf.* Annexe 9 pour le détail) indiquent que les « *large-amount investors* » sont en grande majorité des hommes et plutôt des individus ayant une grande expertise de l'investissement. En revanche, ils n'appartiennent pas à une tranche d'âge en particulier ni n'exercent une activité professionnelle particulière (notamment en finance, comme nous aurions pu le penser).

De manière symétrique, la majorité des femmes de notre échantillon appartiennent au groupe des « *small investors* ». Ces derniers sont, hommes et femmes, plutôt novices en capital-risque.

5.1.2 Méthodologie employée

Afin de tester notre modèle théorique et de répondre à la problématique de recherche, une modélisation par équations structurelles à variables latentes (SEM) a été utilisée afin de mettre à jour des liens de causalité entre les variables tout en prenant en compte les erreurs de mesure (Bagozzi, 1981). L'estimation des paramètres du modèle a été faite avec la méthode PLS (*Partial Least Square*) qui repose sur l'analyse de la variance et l'approche des moindres carrés partiels.

Pour citer le travail de Mourre (2013), « *l'objectif de la modélisation PLS est de maximiser la variance expliquée de la variable latente dépendante alors que celui des méthodes basées sur la covariance est de reproduire la matrice théorique de covariances.* »

Cette méthode est particulièrement adaptée à notre recherche puisqu'elle s'affranchit des conditions de normalité des données qui n'est pas toujours vérifiée alors qu'elle est un prérequis d'autres méthodes (LISREL entre autres) (Barnes, et al., 2001). De plus, PLS est une méthode plus appropriée pour le test de modèles « *développés sur une base théorique limitée* » (Jöreskog et Wold, 1982). Jöreskog et Wold (1982) recommandent également la procédure PLS dans le cas où l'objectif de la recherche serait de nature davantage exploratoire que confirmatoire et que le modèle de mesure et/ou structurel n'est pas fermement établi (Mourre, 2013).

Nous avons suivi la procédure en 5 étapes, recommandée par Vinzi, Trinchera, et Amato (2010) dans le cadre d'équations structurelles selon la méthode PLS :

1. Évaluation de la fiabilité
2. Vérification de l'unidimensionnalité

3. Évaluation de la validité convergente
4. Évaluation de la validité discriminante
5. Évaluation du modèle structurel

La section suivante présente le détail de la mise en œuvre de cette procédure.

5.1.3 Évaluation du modèle de mesure

Notre modèle propose des relations de cause à effet entre des variables latentes qui ne sont pas directement mesurables. Nous avons vérifié *a priori* la validité de contenu des échelles de mesure de notre modèle en les soumettant à 5 experts (2 académiques et 3 professionnels de l'ECF).

Nous devons procéder à la validation *a posteriori* des qualités psychométriques du modèle de données. Nous avons d'abord testé de la cohérence interne des mesures (5.1.3.1) puis nous avons vérifié l'unidimensionnalité des mesures (5.1.3.2), ainsi que la validité de trait (5.1.3.3), elle-même appréciée en évaluant la validité convergente et la validité discriminante des mesures. Une fois ces analyses menées, l'ajustement du modèle théorique est testé (5.1.3.4).

5.1.3.1 Évaluation de la fiabilité des mesures

La fiabilité est appréciée au moyen d'indicateurs empiriques.

Le coefficient alpha de Cronbach permet de mesurer la variance partagée par les *items* composant l'échelle par rapport à la variance totale de l'échelle. Un alpha dont la valeur est supérieure à 0,6 dans le cadre d'une recherche exploratoire, 0,7 pour une recherche confirmatoire et 0,9 pour être décliné dans n'importe quelle recherche, assure que les questions posées permettent bien d'éclairer le même sujet et qu'elles sont corrélées (Hair et al., 1998 ; Hundleby et Nunnally, 1968).

Le coefficient Rho de Joreskog mesure sensiblement la même chose que l'alpha de Cronbach, à cela près qu'il est calculé à partir d'un modèle structurel et qu'il prend en compte le terme d'erreur associé à chaque *item* d'une échelle. Le coefficient doit être supérieur ou égal à 0,7.

Les résultats du test de Cronbach et les coefficients Rho de Joreskog pour chaque échelle de mesure mobilisée dans notre travail de recherche sont présentés dans le Tableau 37.

Tableau 37 - Alpha de Cronbach et Rho de Joreskog des échelles mobilisées dans notre modèle

Variable	Alpha de Cronbach	Rho de Joreskog
VPVOTE	0,695	0,782
EXPINV	0,927	0,933
VALGLOB	0,914	0,918

Nous voyons que les mesures présentent une bonne fiabilité interne, hormis la variable VPVOTE qui présente un alpha de Cronbach légèrement inférieur à 0,7, seuil attendu pour une étude confirmatoire. Nous considérons tout de même que la fiabilité de cette variable reste acceptable étant donné le caractère exploratoire de notre démarche.

Rappelons que les variables *satisfaction*, *sophistication subjective* et *engagement dans la communauté* ne contiennent qu'une mesure chacune. Leurs coefficients alpha de Cronbach et rho de Joreskog sont donc sans objet.

5.1.3.2 Vérification de l'unidimensionnalité des mesures

Nous avons mené une analyse en composantes principales avec rotation varimax afin de vérifier que les variables manifestes sont davantage corrélées avec la variable latente qu'elles sont supposées mesurer (Mourre, 2013).

D'après le tableau 38, l'unidimensionnalité est bien assurée pour l'ensemble des échelles, sauf pour la dimension *éthique* de la VPVOTE (0,197).

Nous poursuivons les tests en la conservant, mais il est fort probable que la qualité psychométrique de la variable VPVOTE ne sera pas satisfaisante si cette dimension est conservée.

Tableau 38 - Matrice des corrélations principales, après rotation varimax

Composantes			
	Expertise subjective	Valeur globale	Valeur perçue
EXPINV1	0,849	0,085	0,070
EXPINV2	0,797	0,096	0,074
EXPINV3	0,832	0,084	0,176
EXPINV4	0,905	0,124	0,093
EXPINV5	0,801	0,126	0,129
VALGLOB1	0,137	0,855	0,182
VALGLOB2	0,130	0,786	0,212
VALGLOB3	0,136	0,865	0,196
Valeur_éthique	-0,101	0,099	0,197
Valeur_utilitaire	0,066	0,140	0,650
Valeur_lien_social	0,222	0,094	0,575
Valeur_connaissance	0,079	0,134	0,644
Valeur_hédonique	0,237	0,103	0,669

5.1.3.3 Évaluation de la validité de trait

La validité de trait consiste à vérifier si les indicateurs construits sont une représentation adéquate du phénomène étudié (Evrard, et al. 2009). Elle se décline sous deux modalités : la validité convergente (5.1.3.3.1) et la validité discriminante (5.1.3.3.2).

5.1.3.3.1 Vérification de la validité convergente des mesures

La validité convergente des mesures consiste à vérifier la corrélation des indicateurs qui sont censés mesurer le même phénomène (Evrard et al., 2009). Pour cela, il convient d'examiner les corrélations (appelées *loading factors*) des *items* avec la variable latente à laquelle ils sont rattachés. Un *loading* supérieur à 0,7 est attendu.

Le Tableau 39 présente les corrélations existantes entre chaque *item* et sa variable associée pour notre modèle de données.

Dans l'ensemble, tous les *loadings* sont bien supérieurs à 0,7 et il existe une bonne validité convergente des trois échelles mobilisées.

La seule dimension qui pose problème est *valeur_éthique*. Avec un *loading* de 0,183, elle n'est que très peu corrélée avec la variable VPVOTE. Nous devons donc l'exclure de la variable, car elle ne mesure pas le même phénomène que les autres.

La fiabilité de la dimension *éthique* de la valeur perçue de l'expérience de participation est bonne, mais elle ne converge pas avec les autres dimensions ce qui signifie qu'elle mesure bien un phénomène, mais qui n'est pas lié à la valeur perçue de l'expérience de participation.

Une explication possible pour ce constat est que la plateforme WiSEED présente à l'investissement des projets ayant une dimension éthique particulièrement importante (développement durable, transition écologique, recherche médicale indépendante, inclusion sociale, etc.). Nous suggérons que les membres de cette plateforme ont une sensibilité marquée vis-à-vis de ces problématiques et que le fait de voter pour des projets ne confère pas plus de valeur éthique que le reste de l'activité sur la plateforme. Ainsi, la dimension éthique de la valeur perçue de l'expérience de participation ne « ressort » pas et ne converge pas avec les autres dimensions qui la composent.

Tableau 39 - Matrice des corrélations entre chaque *item* et les variables latentes de notre modèle

Dimensions	Variables		
	VPVOTE	VALGLOB	EXPINV
Valeur_liensocial	0,748		
Valeur_hedonique	0.833		
Valeur_connaissance	0,741		
Valeur_utilitaire	0,719		
Valeur_éthique	0,183		
Valeurglobale1		0,927	
Valeurglobale2		0,902	
Valeurglobale3		00.942	
Expertise_invest1			0,876
Expertise_invest2			0,836
Expertise_invest3			0,892
Expertise_invest4			0,932
Expertise_invest5			0,860

La seconde condition qui confirme la validité convergente des construits est une variance moyenne expliquée (AVE) supérieure ou égale à 0,5 (Chin et Newsted, 1999). C'est le cas pour toutes les variables de notre modèle (cf. Tableau 40).

Seul le construit VPVOTE présente un indice AVE inférieur à ce seuil (0,471). Nous décidons de retirer la dimension valeur_éthique dont le *loading* est problématique et fait baisser les qualités psychométriques de la variable à laquelle elle est supposée se rattacher. Suite à cette opération, l'AVE du construit VPVOTE est acceptable (0,580).

Tableau 40 - Récapitulatif des résultats des tests de validité convergente des échelles associées au modèle théorique

Construits	Alpha de Cronbach	AVE	loadings
Valeur perçue de l'expérience de participation (VPVOTE)	0,791	0,580	
Valeur_liensocial			0,743
Valeur_hedonique			0,829
Valeur_connaissance			0,743
Valeur_utilitaire			0,726
Valeur_éthique			Éliminé (0,214)
Valeur globale de l'investissement (VALGLOB)	0,914	0,782	
Valeurglobale1			0,927
Valeurglobale2			0,902
Valeurglobale2			0,942
Expertise subjective de l'investissement (EXPINV)	0,927	0,717	
Expertise_invest1			0,876
Expertise_invest2			0,836
Expertise_invest3			0,892
Expertise_invest4			0,932
Expertise_invest5			0,860

5.1.3.3.2 Vérification de la validité discriminante des mesures

Si plusieurs indicateurs sont censés mesurer des phénomènes différents, ils doivent être faiblement corrélés entre eux afin de pouvoir discriminer les phénomènes entre eux (Evrard et al., 2009). Les indicateurs doivent partager plus de variance avec le construit latent qu'avec

un autre construit (Fornell et Larcker, 1981). Le tableau suivant présente les corrélations entre les 3 variables latentes de notre modèle et montre que la validité discriminante est vérifiée.

Tableau 41 - Matrice Fornell-Larcker pour vérification de la validité discriminante des mesures

<u>AVE</u>	VPVOTE	VALGLOB	EXPINV
VPVOTE	<u>0,762</u>		
VALGLOB	0,314	<u>0,924</u>	
EXPINV	0,287	0,245	<u>0,880</u>

5.1.3.4L'ajustement empirique du modèle théorique

Vérifier l'ajustement empirique du modèle théorique consiste à analyser la pertinence prédictive du modèle (5.1.3.4.1) et à tester la significativité des coefficients de régression entre les variables du modèle (5.1.3.4.2).

5.1.3.4.1 Évaluation du modèle structurel

Nous venons de vérifier la fiabilité des construits de notre modèle théorique ainsi que leur validité convergente et discriminante des échelles de mesures. Selon la méthode suggérée par Vinzi, Trinchera, et Amato (2010), nous pouvons désormais nous atteler à l'évaluation du modèle structurel.

Nos analyses ont été réalisées avec l'outil SmartPLS. Ce logiciel propose deux indices d'ajustements principaux :

- L'indice SRMR (*Standardized Root Mean Squatre Residual*) est une mesure de la moyenne de la valeur absolue des résidus de la covariance. Une valeur inférieure à 0,10 ou à 0,08 dans une approche conservatrice est considérée comme la preuve d'un bon ajustement du modèle de données (Hu et Bentler, 1999).
- L'indice NFI (*Normed Fit Index*) est défini comme 1 retranché de la valeur du Chi^2 . Les résultats du NFI varient donc de 0 à 1 et les valeurs au-dessus de 0,9 représentent un ajustement acceptable (Lohmöller, 1989).

D'autres indices sont proposés par le logiciel (d_ ULS et d_ G), mais la littérature n'est pas harmonisée ni sur les seuils acceptables ni sur leurs conditions d'utilisation. Nous les laissons donc de côté pour cette recherche et nous utiliserons uniquement les deux indices présentés plus haut pour juger de l'ajustement des données avec le modèle théorique.

Tableau 42 - Indices d'ajustement du modèle de données

Indice	Seuil attendu	Modèle estimé
SRMR	< 0,8	0,104
NFI	> 0,9	0,832

Selon les indices d'ajustement présentés dans le Tableau 42, ce modèle n'est pas convenablement ajusté. L'indice SRMR est au-delà du seuil recommandé, y compris dans une approche non conservatrice à 0,1 et l'indice NFI (0,832) n'est pas non plus acceptable (bien inférieur à 0,9).

Cela signifie que ce modèle théorique ne constitue pas une bonne représentation de la « réalité » des données récoltées.

Avant de proposer des solutions d'amélioration du modèle, qui passeront par une proposition d'enrichissement du modèle initialement construit, nous avons réalisé les tests de significativité des coefficients de régression.

5.1.3.4.2 Test de la significativité des coefficients de régression

La significativité des coefficients de régression des liens entre les variables est à interpréter avec prudence puisque l'ensemble des données n'est pas correctement ajusté avec le modèle théorique.

Cependant, les résultats des régressions sont instructifs quant aux possibilités d'améliorations à notre disposition (Tableau 43).

Tableau 43 - Test de la significativité des coefficients de régression entre les variables du modèle théorique

Variable 1	Variable 2	Coefficient de régression	Significativité (P-value)
EXPINV	VPVOTE	0,239	0,000
VPVOTE	ENGAGEMENT	0,095	0,025
VPVOTE	VALGLOB	0,314	0,000
VPVOTE	Nb_invest	-0,053	0,420
VPVOTE	Montant_invest	-0,022	0,467
VALGLOB	SATISF	0,549	0,000
VALGLOB	Nb_invest	0,095	0,069
VALGLOB	Montant_invest	0,027	0,494

Le coefficient de régression entre la variable EXPINV et VPVOTE est de 0,239 et il est significatif. Cela signifie que lorsque la variable *expertise subjective du capital-amorçage* augmente d'une unité, la variable *valeur perçue de l'expérience de participation* augmente de 0,239 unité, ce qui vient conforter notre hypothèse H6 selon laquelle cette première variable est l'antécédente de la seconde.

De même, la variable *valeur perçue de l'expérience de participation* a bien une influence positive sur la *valeur globale de l'investissement* avec un coefficient de régression de 0,314 ($p < 0,001$). La relation entre la variable *valeur perçue* et *l'engagement dans la communauté*, bien qu'existante est faible avec un coefficient de régression de 0,095 ($p < 0,005$). Ces résultats auraient tendance à supporter l'hypothèse H2 et l'hypothèse H5, sous réserve d'un meilleur ajustement des données au modèle.

La *valeur globale de l'investissement* a également une influence positive, forte et significative sur la *satisfaction cumulée* (0,549 avec un $p < 0,001$). L'hypothèse H4 semble être validée.

En revanche, les hypothèses centrales de notre modèle sont rejetées.

L'hypothèse 1 proposait que la *valeur perçue de l'expérience de participation* ait une influence positive sur le nombre d'investissements (H1a) et le montant moyen investi (H1b). Ce n'est pas le cas. Non seulement les coefficients de régression sont négatifs, ce qui signifie que si la *valeur perçue de l'expérience de participation* augmente d'une unité, l'investissement moyen et le nombre d'investissements baisseraient respectivement de 0,022 et 0,053 unité, mais surtout ces relations ne sont pas significatives ($p\text{-value} = 0,467$ et $0,420$).

L'hypothèse 3 proposait parallèlement que la *valeur globale de l'investissement* avait une influence positive sur le nombre d'investissements (H3a) et le montant moyen investi (H3b). À l'instar des résultats précédents, ces relations ne sont pas significatives à $p < 0,05$ ($p\text{-value} = 0,069$ et $0,494$).

Afin d'améliorer l'ajustement du modèle théorique, un enrichissement est proposé dans la section suivante.

Encadré 20 - Synthèse de la section 5.2

En résumé

Les statistiques descriptives de l'échantillon de données montrent que l'âge médian est de 48 ans et que le secteur d'activité professionnelle le plus représenté est le secteur financier. Les 386 répondants ayant déjà investi sur WiSEED représentent à eux seuls 7,7 % des 130 millions d'euros collectés sur la plateforme. Les *crowdinvestors* ayant investi le plus (en termes de nombre et de montants) sont aussi ceux qui participent le plus (nombre de votes et de commentaires).

L'évaluation du modèle de mesure indique une bonne validité et fiabilité des échelles de mesures. La dimension *valeur_éthique* de la variable VPVOTE a toutefois dû être retirée.

Le test de la significativité des coefficients de régression montre que les deux hypothèses liant la VPVOTE à l'investissement et la VALGLOB à l'investissement ne sont pas significatives à $p < 0,05$.

L'ajustement empirique des données au modèle théorique se révèle également mauvais. Nous proposons dans la section suivante des solutions d'amélioration de l'ajustement.

5.2 Proposition d'enrichissement du modèle théorique

L'hypothèse centrale du modèle théorique construit au chapitre 3 reposait sur la théorie classique de la décision : la décision d'investissement étant risquée, l'investisseur sera d'autant plus réceptif à une expérience de participation — en partie source d'informations —, qu'il perçoit un risque élevé (hypothèse 1 et hypothèse 7). Or, les relations supposées entre la *valeur perçue de l'expérience de participation* et la décision d'achat, variables centrales du modèle théorique, ne sont pas significatives à 5 %.

Ainsi, le modèle théorique n'est que partiellement validé. Il nous semble donc nécessaire de le reformuler.

5.2.1 Modèle enrichi

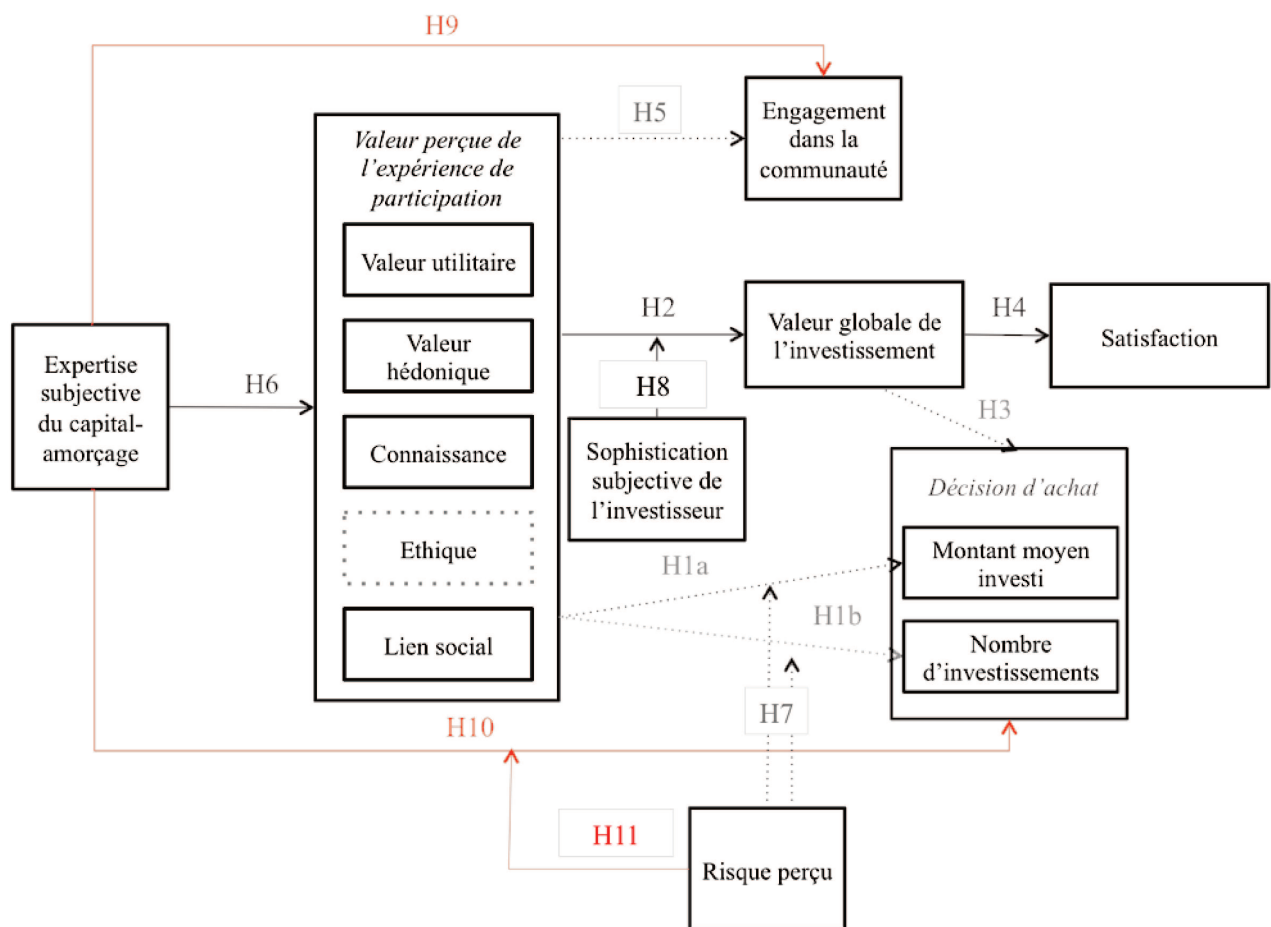
Notre proposition d'enrichissement du modèle théorique est présentée en Figure 17.

Ce modèle enrichi place l'expertise subjective des investisseurs comme antécédent de l'engagement dans la communauté (**H9**), de la décision d'achat (à la fois en ce qui concerne le nombre d'investissements (**H10a**) et le montant moyen investi (**H10b**) et de la *valeur perçue*

de l'expérience de participation (**H6** existant déjà dans le modèle théorique initial). Les hypothèses **H2** (influence positive de la *valeur perçue de l'expérience de participation* sur la *valeur globale de l'investissement*), **H4** (influence positive de la *valeur globale de l'investissement* sur la *satisfaction cumulée*) et **H8** (rôle modérateur de la *sophistication de subjective*) restent identiques.

Le rôle modérateur du *risque perçu* ne porte plus sur la relation entre la *valeur perçue de l'expérience de participation* et la *décision d'investissement* puisque nous avons vu précédemment que cette relation n'était pas significative. La nouvelle hypothèse **H11** propose que le *risque perçu* ait une influence sur la relation entre l'*expertise subjective* et la *décision d'investissement*.

Figure 17 - Proposition d'enrichissement du modèle théorique



Le Tableau 44 récapitule l'évolution des hypothèses de recherche, guidée par la recherche d'un meilleur ajustement des données au modèle théorique.

Tableau 44 - Récapitulatif des hypothèses du modèle théorique enrichi

Hypothèse	Formulation	Statut dans modèle enrichi
H1	La valeur perçue de l'expérience de participation influence positivement la décision d'investissement	<i>Retirée</i>
H2	La valeur perçue de l'expérience de participation a une influence positive sur la valeur globale de l'investissement	<u>Conservée</u>
H3	La valeur globale de l'investissement a un effet positif sur la décision d'achat	<i>Retirée</i>
H4	La valeur globale de l'investissement a un effet positif sur la satisfaction cumulée	<u>Conservée</u>
H5	La valeur perçue de l'expérience de participation a une influence positive sur l' engagement envers la communauté	<i>Retirée</i>
H6	L' expertise subjective du capital-amorçage influence positivement la valeur perçue de l'expérience de participation	<u>Conservée</u>
H7	Le degré de risque perçu influence positivement la relation de la valeur perçue de l'expérience de participation sur la décision d'investissement	<i>Retirée</i>
H8	Le degré de sophistication subjective de l'investisseur influence négativement la relation entre l' expérience subjective du capital-amorçage et la valeur perçue de l'expérience	<u>Conservée</u>
H9	L' expertise subjective du capital-amorçage a une influence positive sur l' engagement dans la communauté	Ajoutée
H10	L' expertise subjective du capital-amorçage a une influence positive sur la décision d'investissement	Ajoutée
H11	Le degré de risque perçu influence la relation de l' expertise subjective sur la décision d'investissement	Ajoutée

5.2.2 Ajustement du modèle théorique enrichi

Étant donné que nous n'introduisons aucune nouvelle variable dans ce modèle, la validité convergente et la validité discriminante des échelles ne sont pas modifiées. Nous avons toutefois retesté l'ajustement des données au nouveau modèle (Tableau 45).

Tableau 45 - Indices d'ajustement du modèle de données

Indice	Seuil attendu	Modèle estimé
SRMR	<0,8	0,070
NFI	>0,9	0,892

Le modèle théorique enrichi est mieux ajusté que le premier proposé. Bien que l'indice NFI soit un peu juste (0,892), il est tout de même proche du seuil attendu (0,9), d'autant plus si nous prenons en compte le caractère exploratoire de cette recherche. L'indice SRMR est quant à lui tout à fait convenable (0,070) et en dessous du seuil conservateur de 0,08 (Hu et Bentler, 1999).

Encadré 21 - Synthèse de la section 5.2

En résumé

La recherche de l'amélioration de l'ajustement des données au modèle théorique passe par une proposition d'enrichissement dans laquelle l'expertise subjective de l'investisseur est placée comme antécédent de la valeur perçue de l'expérience de participation (comme dans le modèle initial), mais également de la décision d'investissement et de l'engagement dans la communauté.

5.3 Résultats de l'étude empirique

Nous nous sommes assuré de la validité et de la fiabilité des mesures des construits mobilisés dans notre modèle théorique puis nous avons proposé un modèle théorique enrichi afin d'assurer un meilleur ajustement de l'échantillon de données. Nous présentons dans cette section les résultats des tests de significativité des coefficients de ce second modèle (5.3.1), l'analyse du rôle modérateur du risque perçu et de la sophistication subjective (5.3.2) et le test des variables de contrôle du modèle (5.3.4). L'ensemble de ces analyses permettront de mettre les hypothèses de recherche à l'épreuve et de mieux comprendre la nature et la force des liens directs supposés entre les variables du modèle.

Une synthèse des résultats est ensuite proposée (5.3.3), avant de les discuter (5.4).

5.3.1 Le modèle global

L'analyse des coefficients de régression des liens entre les variables du modèle global permet de mieux comprendre les conséquences de la valeur perçue de l'expérience de participation (5.3.1.1), de mettre en évidence le rôle central de l'expertise subjective des investisseurs (5.3.1.2), en particulier sur la décision d'investissement (5.3.1.3).

5.3.1.1 Les conséquences de la valeur perçue de l'expérience de participation

5.3.1.1.1 Valeur perçue de l'expérience de participation et valeur globale (H2)

L'hypothèse 2 postule que la *valeur perçue de l'expérience de participation* a une influence positive sur la *valeur globale de l'investissement*. Le coefficient est de 0,372 ($p < 0,000$), ce qui signifie que la relation qui lie les deux variables est bien positive, relativement importante et significative. Compte tenu de nos résultats, nous validons l'hypothèse 2 (cf. Tableau 46).

Tableau 46 - Coefficient de régression entre les variables VPVOTE et VALGLOB

Variable 1	Variable 2	Coefficient	Significativité (P-value)
VPVOTE	VALGLOB	0,372	00.000

5.3.1.1.2 Valeur globale et satisfaction (H4)

L'hypothèse H4 était inspirée des travaux d'Aurier et al. 2004 et postulait l'existence d'une relation positive entre la *valeur globale de l'investissement* et la *satisfaction globale* retirée des expériences d'investissements antérieures d'un individu. Conformément aux résultats d'Aurier et al. (2004), le coefficient qui lie ces deux variables est important (0,573) et significatif ($p=0,000$) (Tableau 47). L'hypothèse est validée.

Tableau 47 - Coefficient de régression entre les variables VALGLOB et SATISFACTION

Variable 1	Variable 2	Coefficient	Significativité (P-value)
------------	------------	-------------	---------------------------

VALGLOB	SATISFACTION	0,573	0,000
---------	--------------	--------------	-------

5.3.1.2 La mise en évidence du rôle central de l'expertise subjective du capital-amorçage

L'apport majeur de ce modèle enrichi est la mise en évidence du rôle central de l'expertise subjective en capital-amorçage des *crowdinvestors* sur la valeur perçue de leur expérience de participation (5.3.1.2.1), sur leur engagement dans la communauté (5.3.1.2.2) et sur leur décision d'investissement (5.3.1.3).

5.3.1.2.1 L'expertise subjective du capital-amorçage est un antécédent de la valeur perçue de l'expérience de participation (**H6**)

L'hypothèse 6, déjà présente dans le modèle théorique initial, postulait que plus *l'expertise subjective du capital-amorçage* augmentait et plus l'individu retirait une valeur perçue forte de l'expérience de participation. Cette hypothèse est validée, car les résultats montrent effectivement une relation forte (0,333) et significative ($p=0,000$) (Tableau 48).

Tableau 48 - Coefficients de régression entre la variable EXPINV et les variables liées (mise en évidence de la variable VPVOTE)

Variable 1	Variable 2	Coefficient	Significativité (P-value)
EXPINV	VPVOTE	0,333	0,000
EXPINV	ENGAGEMENT	0,277	0,000
EXPINV	Nb_invest	0,127	0,007
EXPINV	Invest_moyen	0,113	0,017

5.3.1.2.2 L'expertise subjective du capital-amorçage est un antécédent de l'engagement dans la communauté (**H9**)

L'hypothèse 5 du modèle théorique initial postulait que la *valeur perçue de l'expérience de participation* a une influence positive sur *l'engagement dans la communauté*. Dans le modèle initial, cette relation était significative ($p<0,025$) bien que très faible (coefficient = 0,095). Pour favoriser l'ajustement du modèle théorique, cette variable a été liée à *l'expertise subjective du capital-amorçage*.

La relation est positive et significative avec un coefficient de 0,277 ($p < 0,000$) (Tableau 49). Nous validons donc l'hypothèse 9, introduite *a posteriori*, et nous pouvons conclure qu'il existe une relation plus forte entre *l'expertise subjective du capital-amorçage* et *l'engagement*, qu'entre ce dernier et la *valeur perçue de l'expérience de participation*.

Tableau 49 - Coefficients de régression entre la variable EXPINV et les variables liées (mise en évidence de la variable ENGAGEMENT)

Variable 1	Variable 2	Coefficient	Significativité (P-value)
EXPINV	VPVOTE	0,333	0,000
EXPINV	ENGAGEMENT	0,277	0,000
EXPINV	Nb_invest	0,127	0,007
EXPINV	Invest_moyen	0,113	0,017

5.3.1.3 Expertise subjective et décision d'investissement (H10)

La variable à expliquer du modèle théorique (dans sa version initiale et enrichie) est la décision d'investissement prise par les membres d'une plateforme, à la fois en termes de nombre d'investissements et de montant moyen investi.

Nous avons vu que l'hypothèse centrale (**H1a** et **H1b**) du modèle théorique initial n'est pas validée puisque les coefficients de régression ne sont pas significatifs ($p = 0,420$ pour H1a et $p = 0,467$ pour H1b). De même, l'éventuel rôle médiateur de la *valeur globale de l'investissement* dans la décision d'investissement (**H3**) n'est pas démontré puisque la relation est non significative entre les deux variables.

Nous avons donc introduit l'hypothèse 10 qui propose que *l'expérience subjective du capital-amorçage* est la variable qui explique le mieux la décision d'investissement dans ce modèle.

Cette hypothèse est validée puisque lorsque *l'expertise subjective* augmente d'une unité, le nombre d'investissements augmente de 0,127 unité ($p < 0,01$) et l'investissement moyen augmente de 0,113 unité ($p < 0,05$) (Tableau 50).

Ainsi, l'expertise subjective de l'investissement, qui est, pour rappel, une spécificité liée à l'individu (Flynn et Goldsmith, 1999) et donc construite par l'individu avant sa participation sur la plateforme, est une variable explicative de la décision d'investissement.

Tableau 50 - Coefficients de régression entre la variable EXPINV et les variables liées (mise en évidence de la variable nb_invest et invest_moyen)

Variable 1	Variable 2	Coefficient	Significativité (P-value)
EXPINV	VPVOTE	0,333	0,000
EXPINV	ENGAGEMENT	0,277	0,000
EXPINV	Nb_invest	0,127	0,007
EXPINV	Invest_moyen	0,113	0,017

5.3.2 Le rôle modérateur du risque perçu et de la sophistication subjective

Deux modérateurs ont été introduits dans le modèle théorique. Deux analyses multi-groupes ont été menées afin de déterminer l'existence d'une modulation par le *risque perçu* (5.3.2.1) et par la *sophistication subjective* (5.3.2.2).

5.3.2.1 Effet modérateur du risque perçu de l'investissement en ECF (H11)

Afin de déterminer si le risque perçu joue un rôle modérateur dans la relation entre l'expertise subjective et la décision d'investissement (**H11**), nous avons réalisé une analyse multi-groupes.

Le Tableau 51 montre les résultats de l'analyse multi-groupes pour l'ensemble des relations entre les variables du modèle théorique enrichi et met en évidence la différence entre le groupe « risque perçu fort » et le groupe « risque perçu faible » pour la relation entre l'expertise subjective et la décision d'investissement.

Les individus ont été affectés à chacun de ces deux groupes en fonction de la moyenne des scores sur 9 indiqués pour chaque *item* de l'échelle de mesure du risque perçu. Le groupe « risque perçu faible » regroupe les individus dont la moyenne des scores est inférieure à 4,5.

Aucune des différences entre les deux groupes n'est significative. L'hypothèse 11 est rejetée : le risque perçu n'a pas d'influence significative sur la relation entre l'expertise subjective et le nombre d'investissements ou le montant moyen investi.

Tableau 51 - Résultats de l'analyse multi-groupes en fonction du risque perçu de l'investissement

	Risque perçu faible	Risque perçu fort		
N	210	226		
	<i>Paths coefficient</i>	<i>Paths coefficient</i>	<i>Différence</i>	<i>p-value</i>
EXPINV→VPVOTE	0,285	0,302	0,017	0,573
EXPINV→nb_invest	0,160	0,083	0,077	0,197
EXPINV→invest_moyen	0,133	0,087	0,046	0,307
EXPINV→ENGAGEMENT	0,258	0,275	0,017	0,581
VPVOTE→VALGLOB	0,391	0,259	0,132	0,108
VALGLOB→SATISF	0,538	0,564	0,026	0,616

5.3.2.2 Effet modérateur de la sophistication subjective de l'investisseur (H8)

Le deuxième modérateur que nous avons envisagé dans notre modèle théorique est la *sophistication subjective de l'investisseur*. Nous avons proposé que cette variable pouvait avoir une influence négative sur la *perception de la valeur de l'expérience de participation* et la *valeur globale de l'investissement* (H8). Autrement dit, nous avons fait l'hypothèse que plus l'individu considère qu'il a les moyens de perdre de l'argent (proxy de la sophistication subjective) et moins la valeur tirée du fait de participer à la communauté influence la valeur globale de ses investissements en ECF.

Le Tableau 52 détaille les résultats de l'analyse multi-groupes réalisée pour tester cette hypothèse.

Nous observons que pour les personnes considérant avoir un patrimoine suffisant pour se permettre de perdre de l'argent, l'effet de la *valeur perçue de l'expérience de participation* sur la *valeur globale de l'investissement* est moins élevé que pour l'autre groupe (différence de 0,175). La significativité est en dessous du seuil indicatif de 0,05, communément accepté en sciences humaines ($p=0,046$). Nous considérons que l'hypothèse est validée.

Les résultats de cette analyse multi-groupes montrent deux autres éléments intéressants. Le degré de *sophistication subjective de l'investisseur* a une influence négative sur la relation entre *l'expertise subjective* et *l'engagement dans la communauté*. Pour le groupe « sophistication faible », le coefficient de régression est de 0,411 contre seulement 0,215 pour le groupe « sophistication forte » ($p<0,05$). Plus les individus considèrent ne pas pouvoir se

permettre de perdre de l'argent et plus ils s'impliquent dans la communauté à mesure que leur expertise subjective augmente.

Tableau 52 - Résultats de l'analyse multi-groupes en fonction de la sophistication subjective de l'investisseur

	Sophistication subjective de l'investisseur faible	Sophistication subjective de l'investisseur forte		
N	113	323		
	<i>Paths coefficient</i>	<i>Paths coefficient</i>	<i>Difference</i>	<i>p-value</i>
EXPINV→VPVOTE	0,348	0,291	0,058	0,268
EXPINV→nb_invest	0,059	0,121	0,062	0,713
EXPINV→invest_moyen	0,045	0,109	0,064	0,704
EXPINV→ENGAGEMENT	0,411	0,215	0,197	0,032
VPVOTE→VALGLOB	0,455	0,280	0,175	0,046
VALGLOB→SATISF	0,671	0,507	0,164	0,023

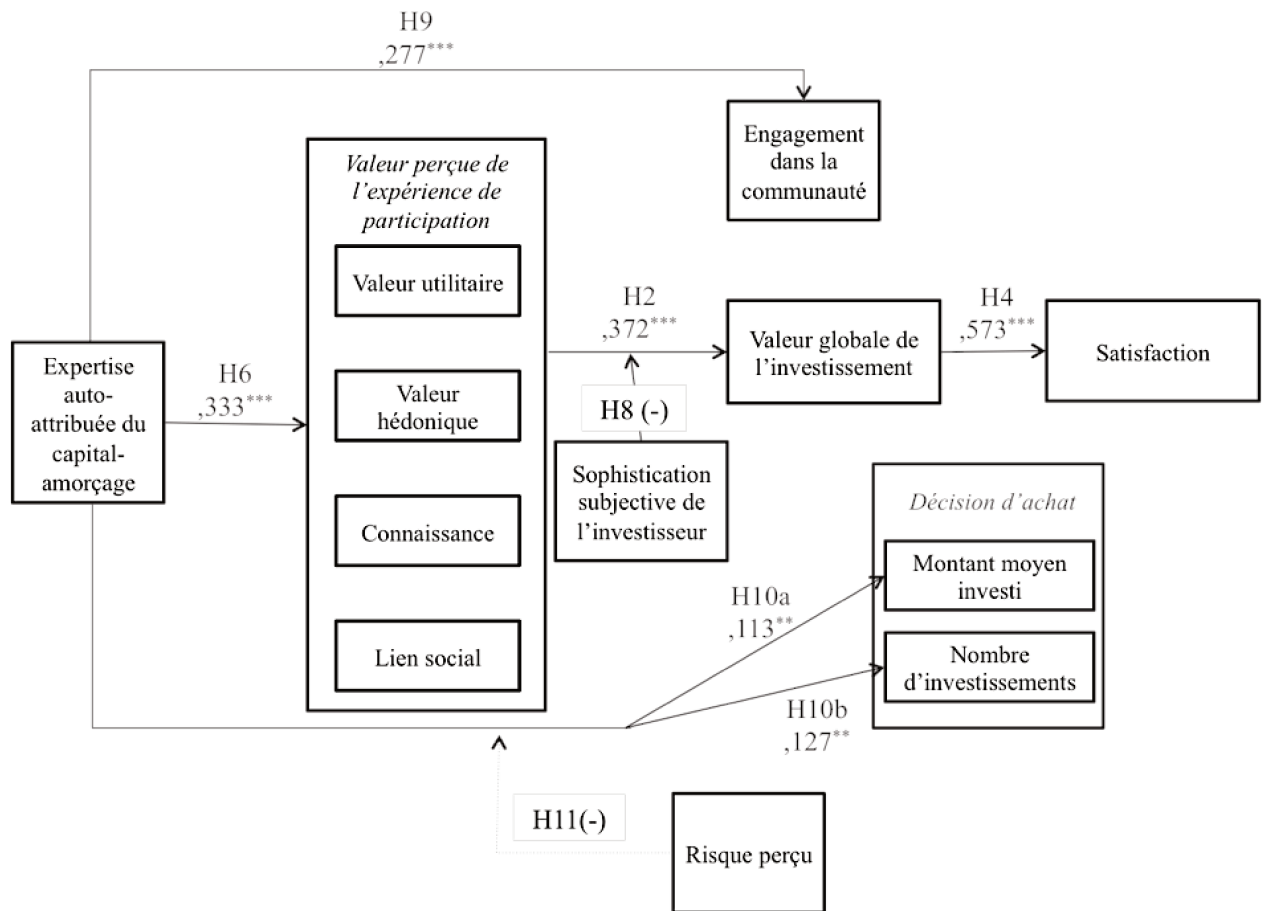
Nous n'avons pas de données concernant le patrimoine réel des individus de l'échantillon de données. Nous ne pouvons donc malheureusement pas vérifier si les individus qui se perçoivent comme les moins sophistiqués sont aussi les moins fortunés.

Pour terminer l'interprétation des résultats de cette analyse multi-groupes, moins les individus considèrent qu'ils peuvent se permettre de perdre de l'argent et plus la *valeur globale de leur investissement* est corrélée à leur niveau de *satisfaction cumulée* (coefficient de 0,671 pour le groupe « sophistication faible » contre 0,507 pour le groupe « sophistication forte »). La différence entre les deux groupes est de 0,174 et elle est significative ($p < 0,05$).

5.3.3 Synthèse des relations du modèle théorique

La Figure 18 présente le modèle théorique enrichi et les coefficients de régression entre les variables qui le constituent. Nous n'y avons pas fait figurer les liens non significatifs proposés par le modèle théorique initial. Seules les hypothèses conservées (*cf.* Tableau 44) y sont indiquées.

Figure 18 - Résultats des tests menés sur le modèle théorique enrichi



Légende :

*** : $p < 0,001$; ** : $p < 0,005$; * : $p < 0,05$

Le Tableau 53 ci-dessous récapitule l'ensemble des hypothèses testées ainsi que leur rejet ou leur validation, en fonction des résultats obtenus.

Tableau 53 - Résultats des tests d'hypothèses

Hypothèse	Formulation	Résultats
H1	La valeur perçue de l'expérience de participation influence positivement la décision d'investissement	<u>Rejetée</u> (lien non significatif dans le modèle théorique initial)
H2	La valeur perçue de l'expérience de participation a une influence positive sur la valeur globale de l'investissement	Validée
H3	La valeur globale de l'investissement a un effet positif sur la décision d'achat	<u>Rejetée</u> (lien non significatif dans le modèle théorique initial)
H4	La valeur globale de l'investissement a un effet positif sur la satisfaction cumulée	Validée
H5	La valeur perçue de l'expérience de participation a une influence positive sur l'engagement au sein de la communauté	<u>Rejetée</u> (lien non significatif dans le modèle théorique enrichi)
H6	L'expertise subjective du capital-amorçage influence positivement la valeur perçue de l'expérience de participation	Validée
H7	Le degré de risque perçu influence positivement la relation de la valeur perçue de l'expérience de participation sur la décision d'investissement	<u>Rejetée</u> (lien non significatif dans le modèle théorique initial)
H8	Le degré de sophistication subjective influence négativement la relation entre la valeur perçue de l'expérience et la valeur globale de l'investissement	Validée
H9	L'expertise subjective du capital-amorçage a une influence positive sur l'engagement dans la communauté	Validée
H10	L'expertise subjective du capital-amorçage a une influence positive sur la décision d'investissement	Validée
H11	Le degré de risque perçu influence la relation de l'expertise subjective sur la décision d'investissement	<u>Rejetée</u> (lien non significatif dans le modèle théorique enrichi)

5.3.4 Analyses complémentaires

Des analyses complémentaires ont été menées dans le but de tester la robustesse du modèle théorique (5.3.4.1) et pour vérifier si les individus les plus experts sont aussi les plus sophistiqués et les moins averses au risque (5.3.4.2).

5.3.4.1 Contrôle de l'âge et du genre des *crowdinvestors* sur la relation entre l'expertise subjective et l'investissement

Avant de discuter les résultats principaux issus du test du modèle théorique, nous avons voulu nous assurer de leur robustesse en nous assurant que les variables de contrôle n'influencent pas les effets constatés. Les variables de contrôle permettent d'éviter les biais dans l'estimation des paramètres (Gregor, 2006), c'est-à-dire qu'elles permettent de contrôler si une explication alternative aux effets étudiés existe.

Les variables de contrôle envisagées sont le *genre* et *l'âge* de l'individu. Ces deux variables pourraient éventuellement constituer des alternatives pour expliquer les relations entre les variables du modèle théorique, et principalement l'effet de l'expertise subjective vis-à-vis de la décision d'investissement. En effet, les femmes sont réputées être moins risco-philes que les hommes (Charness et Gneezy 2012 ; Dwyer, Gilkeson, et List 2002 ; Byrnes, Miller, et Schafer 1999), et les individus plus âgés sont plus enclins à faire de mauvais choix financiers que les investisseurs d'âge moyen (Agarwal et al., 2009).

Notre hypothèse H10 proposait que *l'expertise subjective du capital-risque* a une influence positive et significative sur l'investissement (nombre et montant moyen). Cette hypothèse est validée, mais nous pouvons raisonnablement nous demander si l'âge ou le genre des répondants ne pourraient pas modifier ces résultats. En effet, les « *small investors* » sont plutôt des individus de moins de 40 ans et des hommes, mais les femmes sont plus représentées dans ce groupe que parmi les « *medium* » et « *large-amount investors* ».

5.3.4.1.1 Contrôle de l'âge des répondants

Pour contrôler l'âge des répondants, nous avons partitionné notre échantillon en deux groupes autour de l'âge médian (48 ans) et avons réalisé une analyse multi-groupes sous smartPLS. Nous trouvons qu'il n'existe pas de différence significative entre le groupe des moins de 48 ans (n=170) et le groupe des plus de 48 ans (n=178) pour la relation entre l'expertise subjective et l'investissement, que ce soit en termes de montant moyen (différence

de coefficients de 0,012 ; $p=0,437$) ou de nombre d'investissements (différence de coefficients de 0,083 ; $p = 0,791$).

Afin de compléter ces analyses et pour s'assurer qu'une différence n'apparaîtrait pas en comparant les plus jeunes des répondants aux plus vieux, nous avons fait une seconde analyse multi-groupes en partitionnant notre échantillon en 5 classes d'âge (groupe 1 (n=64) [20-35]/groupe 2 (n=89) [35-45]/groupe 3 (n=92) [45-55]/groupe 4 (n=66) [65-75]/groupe 5 (n=38) [75+]) et en comparant les groupes 1, 3 et 5, soit les répondants les plus jeunes, ceux ayant l'âge médian et les plus vieux de notre échantillon. Comme précédemment, les différences de coefficients entre les groupes existent, mais elles ne sont pas significatives (cf. Tableau 54).

Tableau 54 - Résultats de l'analyse multi-groupes pour test de la variable ÂGE

	Différence de coefficient groupe 1-groupe 3	Différence de coefficient groupe 1-groupe 5	P-value groupe 1 vs groupe 3	P-value groupe 1 vs groupe 5
EXPINV→nb_invest	0,056	0,338	0,362	0,987
EXPINV→invest_moyen	0,221	0,137	0,880	0,724

5.3.4.1.2 Contrôle du genre des répondants

Pour contrôler le genre des répondants, nous avons partitionné logiquement notre échantillon en deux groupes (n=41 pour les femmes, n=395 pour les hommes). Il existe des différences de coefficients entre les deux groupes pour la relation entre l'expertise subjective et le nombre d'investissements (différence de 0,214), et pour la relation entre l'expertise subjective et l'investissement moyen (différences de 0,160). Cependant, ces différences ne sont pas significatives (respectivement $p=0,126$ et $p=0,221$) (cf. Tableau 55).

Tableau 55 - Résultats de l'analyse multi-groupes pour test de la variable GENRE

	Différence de coefficient groupe « hommes » - groupe « femmes »	P-value groupe « hommes » vs groupe « femmes »
EXPINV→nb_invest	0,214	0,126
EXPINV→invest_moyen	0,160	0,221

L'ensemble de ces vérifications nous permet de conclure à la robustesse de nos résultats.

5.3.4.2 Sophistication subjective et expertise subjective

Nous nous sommes posé la question de savoir si les individus se considérant comme les plus experts étaient aussi ceux qui se considéraient comme les plus sophistiqués.

Un niveau d'expertise subjective a été calculé pour chaque individu en fonction du score d'expertise mesurée préalablement puis ils ont été répartis en trois groupes correspondant aux 33e, 66e et dernier centile des données : novices (n=150), connaisseurs (n=150) et experts (n=136).

Nous avons ensuite généré un tableau de fréquence associé à une mesure de chi-deux entre le niveau de sophistication et le niveau d'expertise.

Tableau 56 - Comparaisons entre les individus avec une sophistication faible et forte en fonction de leur degré d'expertise

Indicateur	Groupes	N	Fréquence EXPINV faible	Khi-deux	ddl	p-value	<0,05 = *
EXPINV (=faible)	SOPHISTIC faible	113	47	5,611	2	0,061	*
	SOPHISTIC forte	323	103				

L'analyse des données de l'analyse multi-groupes indique que les individus ayant une sophistication subjective forte sont 47 à appartenir au groupe « expertise faible » contre 103 individus ayant une sophistication subjective forte. Toutefois, la différence entre les deux groupes n'est pas significative à $p < 0,05$ (Tableau 56, cf. Annexe 11 pour le détail des tests). **Nous pouvons donc conclure que la sophistication n'influence pas le degré d'expertise subjective.**

5.3.4.3 Expertise subjective et risque perçu

Compte tenu de l'absence de significativité de la différence entre le groupe « risque perçu » et le groupe « risque perçu faible » pour la relation entre l'expertise subjective et la décision d'investissement, nous nous sommes demandé si les individus les plus experts percevaient réellement un risque plus faible pour l'investissement en ECF.

D'après Bessière et Stéphany (2014, p.157), « *la familiarité joue un rôle important dans la perception du risque. En effet, les individus perçoivent comme moins risqués les actifs qu'ils connaissent* ».

Pour tester cette proposition, un tableau de fréquence a été généré, associé à une mesure de chi-deux (Tableau 57, cf. Annexe 11 pour le détail des tests).

Tableau 57 - Comparaisons entre les individus avec un risque faible et fort en fonction de leur degré d'expertise

Indicateur	Groupes	N	Fréquence RISQUEP faible	Fréquence RISQUEP fort	Khi-deux	ddl	p-value
RISQP (=faible)	EXPINV faible	150	46	46	10,846	4	0,028
	EXPINV modérée	150	44	43			
	EXPINV forte	136	31	62			

L'analyse des données de l'analyse multi-groupes indique que **les individus ayant une expertise subjective de l'investissement en capital-amorçage perçoivent un risque plus fort que les novices** et que cette différence est significative ($p < 0,05$).

Encadré 22 - Synthèse de la section 5.3

En résumé

L'ensemble des résultats permet de valider 6 des 11 hypothèses formulées au cours de cette étude empirique. La proposition d'enrichissement du modèle théorique est pertinente et met en évidence l'influence centrale de l'expertise subjective du capital-amorçage sur la décision d'investissement, sur l'engagement dans la communauté et sur la valorisation de l'expérience de participation. Cette dernière a par ailleurs un effet important et significatif sur la valorisation globale de l'investissement en ECF, bien que cette influence soit modérée négativement par le degré de sophistication subjective des *crowdinvestors*.

5.4 Discussions des résultats de l'étude empirique

Notre question de recherche QR3 portait sur les sources de valorisation de l'expérience de participation et ses effets, tant sur la valorisation globale de l'investissement en ECF que sur son comportement d'investissement, notamment sa décision d'investissement.

Ci-après, nous discutons les résultats relatifs aux liens entre la valeur de l'expérience de participation, la valeur globale de l'investissement et la satisfaction (5.4.1) avant de nous intéresser aux résultats concernant les liens entre l'expertise subjective du capital-amorçage,

l'engagement, la valeur perçue de l'expérience de participation et la décision d'investissement (5.4.2).

5.4.1 Influence de la valeur de l'expérience de participation sur la valeur globale de l'investissement et la satisfaction cumulée

Nous discutons dans cette section les résultats concernant les liens entre les variables VPVOTE, VALGLOB et SATISF (5.4.1.1) avant d'analyser plus spécifiquement le rôle modérateur de la variable SOPHISTIC pour cette relation (5.4.1.2).

5.4.1.1 Influence directe de la valeur perçue de l'expérience de participation sur la valeur globale de l'investissement

Aurier et al. (2004) ont testé et validé l'hypothèse selon laquelle les composantes de la valeur avaient une influence sur le jugement global de la valeur, dans le contexte de la consommation cinématographique. De même, Merle (2007) trouve une relation significative entre la valeur perçue de l'expérience de customisation de masse et la valeur globale perçue de celle-ci.

Dans le contexte de la consommation de produits financiers, les récents travaux de Moysidou et Spaeth (2016) s'appuient également sur la théorie de la valeur de consommation pour distinguer les sources de valorisation de l'investissement entre les différentes formes de CF (précommande, prêt et capital).

Cependant, à notre connaissance, aucune étude ne s'est intéressée à l'existence et à la valorisation d'une expérience de participation en ECF, qui, nous l'avons vu dans les résultats de l'enquête exploratoire, se distingue de l'expérience d'investissement à proprement parler.

De manière totalement exploratoire, nous avons formulé l'hypothèse selon laquelle la valeur perçue de l'expérience de participation avait une influence positive sur le jugement global de l'investissement en ECF défini en termes d'arbitrage bénéfiques/sacrifices (Aurier et al., 2004). Le test d'un modèle d'équations structurelles par la procédure PLS a montré la force du lien (0,372) et sa significativité ($p=0,000$).

Conformément à nos attentes, la valeur perçue de l'expérience de participation à une influence forte, positive et significative sur la valorisation globale de l'investissement en ECF.

Ce résultat nous semble être une avancée théorique importante dans le cadre de la recherche sur le CF et la consommation de produits financiers. À notre connaissance, c'est la

première fois que cette relation est testée. Nous contribuons donc à répondre à l'appel de Leclercq et al. (2016, p.22) qui encourageaient la poursuite d'études sur des plateformes d'engagement afin « *d'évaluer efficacement les dimensions expérientielles [de la consommation] et leurs impacts sur les comportements des participants* ».

5.4.1.2 Le rôle modérateur de la sophistication subjective de l'investisseur sur les relations entre la valeur perçue de l'expérience de participation, la valeur globale de l'investissement et la satisfaction

L'hypothèse H8 proposait de tester le rôle modérateur de la sophistication subjective de l'investisseur sur la relation entre la valeur perçue de l'expérience de participation et le jugement global de l'investissement en ECF (entendu comme un ratio coûts/bénéfices).

Cette hypothèse reposait sur l'idée selon laquelle plus les investisseurs se perçoivent comme sophistiqués, moins ils perçoivent d'intérêt à participer à une expérience communautaire et donc que la valeur perçue de cette activité a moins d'impact sur la valorisation globale de leur investissement.

Cette hypothèse est validée puisqu'il existe une différence significative de coefficient de régression pour cette relation entre le groupe « sophistication faible » et le groupe « sophistication forte ». Pour ce dernier, l'influence de la VPVOTE sur la VALGLOB est moins importante que pour le premier groupe.

Un résultat inattendu est l'existence de cette modération également pour la relation entre la valeur globale de l'investissement et la satisfaction cumulée.

Autrement dit, **les individus qui présentent le degré de sophistication subjectif le plus élevé, sont moins engagés dans la communauté (ils participent tout simplement moins) et retirent moins de satisfaction de leur investissement.** À l'inverse, les investisseurs les moins sophistiqués participent plus et retirent une plus grande satisfaction de leurs investissements.

5.4.2 Influence de l'expertise subjective sur le comportement d'investissement et la valorisation de l'expérience de participation

Nous discutons dans cette section les résultats concernant les liens entre les variables EXPINV et VPVOTE (5.4.2.1), entre EXPINV et ENGAGEMENT (5.4.2.2), entre EXPINV

et INVEST (5.4.2.3) avant d'analyser le rôle modérateur de la variable RISQUEP (5.4.2.4) et l'absence d'influence significative de VPVOTE et VALGLOB sur INVEST (5.4.2.5).

5.4.2.1 L'expertise subjective comme antécédent de la valeur perçue de l'expérience

Sur la base de la littérature et de l'étude exploratoire menée précédemment, nous avons supposé l'influence positive de l'expertise subjective du capital-amorçage sur la valorisation de l'expérience de participation (hypothèse H6). Nous validons cette hypothèse puisque la relation entre les deux variables est significative et que le lien est relativement important (coefficient de 0,333).

Ces résultats vont dans le sens d'Evrard et Aurier (2001) qui ont montré qu'une expérience peut être valorisée différemment selon le sentiment d'expertise subjective ressenti par les consommateurs.

Nous corroborons par ailleurs les travaux de Berger et Messerschmidt (2009) qui trouvent que la connaissance financière de l'individu est un antécédent de l'utilisation d'une communauté financière en ligne.

Pour résumer, **plus l'expertise subjective d'un membre d'une plateforme d'ECF augmente et plus il valorisera l'expérience qui lui est offerte de vivre autour de son investissement.**

5.4.2.2 Influence de l'expertise subjective sur l'engagement dans la communauté

Nos résultats indiquent qu'il existe une influence significative et positive entre l'expertise subjective du capital-amorçage et la participation dans la communauté de *crowdinvestors* hébergée par la plateforme d'ECF.

Nous nous sommes tournés vers la littérature sur le *crowdsourcing* afin d'identifier des articles de recherche éclairant ce résultat. Visiblement, les recherches mentionnant l'expertise dans le contexte du *crowdsourcing* l'abordent comme une raison pour laquelle les entreprises y font appel (Lobre et Lebraty, 2010 ; Thuan, Antunes, Johnstone, 2016) ou cherchent à mesurer le degré d'expertise des participants (Hosna et al, 2017).

Du côté des participants en *crowdsourcing*, le fait d'être reconnu pour son expertise est l'une des motivations à participer (Hars et Ou, 2002 ; Nardi et al., 2004).

Cependant, nous n'avons pas réussi à identifier des travaux s'intéressant à l'éventuel rôle de l'expertise des participants sur la décision de participation à des activités de *crowdsourcing*, ni sur leur engagement au sein de communautés virtuelles.

Ce résultat incite donc, *a priori*, à **envisager l'expertise de l'individu comme l'un des antécédents à sa participation au sein d'une communauté en ligne et à l'intensité de cette participation.**

5.4.2.3 L'expertise subjective comme antécédent de la décision d'investissement

L'influence de l'expertise subjective sur la décision d'investissement a fait l'objet de l'hypothèse H9, introduite *a posteriori* pour enrichir le modèle théorique. **Cette relation que nous n'avons pas anticipée lors de la construction du modèle initiale est positive et significative.**

Dans la littérature financière, l'expertise est étudiée comme un facteur influençant les prises de décisions des entreprises ou de leurs dirigeants. Par exemple, Güner, Malmendier et Tate (2008) s'intéressent à l'expertise financière des directeurs sur les décisions de la firme. De même, Hershey et al. (1990) mettent en évidence que le niveau d'expertise influence la façon de résoudre des problèmes financiers (les experts prennent leur décision en moins de temps et en moins d'étapes que les novices).

Ce résultat de notre étude empirique s'inscrit dans la lignée des travaux en prise de décision et contribue à une **meilleure compréhension de la prise de décision des investisseurs particuliers.**

5.4.2.4 Rôle modérateur du risque perçu sur la relation entre l'expertise subjective et la décision d'investissement

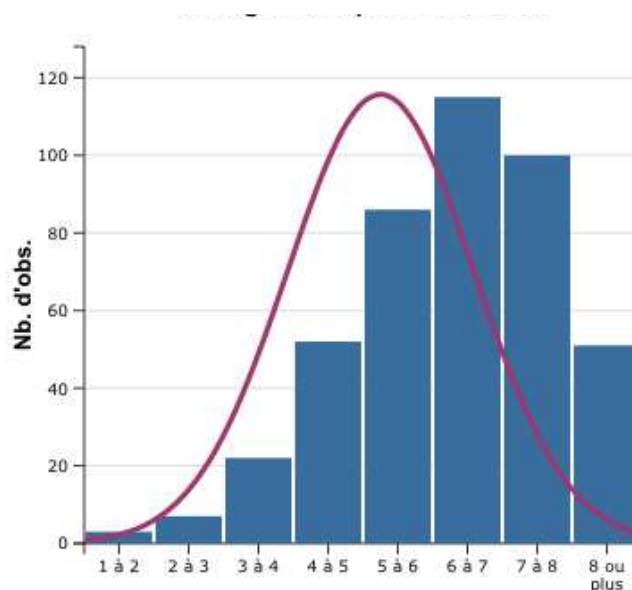
Le rôle modérateur du risque perçu sur la relation entre l'expertise subjective et la décision d'investissement (nombre et montant d'investissement) fait l'objet de l'hypothèse H11. L'analyse multi-groupes réalisée pour comparer le groupe « risque faible » au groupe « risque fort » montre qu'il n'existe pas de différence significative entre les deux groupes pour cette relation (que ce soit avec le nombre d'investissements, $p=0,197$, ou le montant moyen investi, $p=0,307$).

Nous concluons donc à l'absence d'effet modérateur du risque perçu sur la relation entre l'expertise subjective du capital-amorçage et l'investissement (montants et nombre) et rejetons l'hypothèse H11.

Cette absence d'effet peut être expliquée par le fait que le risque perçu est élevé pour la plupart des répondants (le score médian pour la mesure du risque perçu est de 6 sur une échelle allant jusqu'à 9 ; cf. Figure 19 - Histogramme des scores pour la mesure du risque perçu de l'investissement en ECF).

Alors que d'après Bessière et Stéphanie (2014) et Wang (2001), les individus les plus experts d'une certaine catégorie de produits financiers sont ceux qui perçoivent le moins de risque, nous trouvons des résultats opposés. Nous montrons que la perception d'un risque élevé est plutôt le signe d'un degré élevé d'expertise du capital-amorçage (cf. 5.3.4.3).

Figure 19 - Histogramme des scores pour la mesure du risque perçu de l'investissement en ECF



5.4.2.5 Absence d'influence de la valeur perçue de l'expérience de participation et de la valeur globale sur l'investissement

La formulation des hypothèses H1 et H3, portant respectivement sur l'influence de la valeur perçue de l'expérience de participation et celle de la valeur globale de l'investissement en ECF sur la décision d'investissement, répondaient à l'appel de Leclercq (2016) qui notaient « la nécessité de déterminer dans quelle mesure le type de valeur co-crée influence

les comportements réels, comme la volonté des acteurs d'acheter à nouveau ou d'intensifier leur engagement sur les plateformes inhérentes ».

Le test des relations entre ces variables et l'investissement réel montre qu'il n'existe pas de lien significatif entre la valeur perçue de l'expérience, la valeur globale de l'investissement et la décision d'achat de produits financiers.

Ce résultat tend à démontrer que l'expérience de participation est valorisée pour elle-même.

La valeur perçue de cette expérience peut contribuer à augmenter la valeur retirée globalement de l'investissement en ECF et augmenter la satisfaction cumulée des investisseurs, mais uniquement lorsqu'ils ont déjà pris leur décision d'investissement par ailleurs. Ce n'est pas parce que les membres valorisent leur expérience de participation que cela a un effet sur leur décision d'achat de produits financiers.

5.5 Conclusion du chapitre

Afin de tester le modèle théorique construit dans le chapitre précédent, des données primaires ont été récoltées en diffusant un questionnaire en ligne auprès de membres de la plateforme WiSEED. Nous avons collecté 436 questionnaires complets sur la base desquels nous avons mené différentes analyses dans le but de décrire les données, de vérifier les qualités psychométriques des échelles de mesure employées et de tester les relations entre les variables du modèle théorique.

Des analyses préliminaires ont permis de mieux appréhender le profil des répondants. Ce sont principalement des hommes (90,6 %), âgés en moyenne de 48 ans, dont un peu plus d'un quart (27 %) exercent une activité professionnelle dans le secteur de la finance. L'investissement moyen est de 1 433 €. Nous avons partitionné l'échantillon en trois groupes en fonction du montant d'investissement réalisé sur la plateforme. Cela nous a permis d'affiner les profils des « *small investors* », des « *medium investors* » et des « *large-amount investors* », notamment quant à leur niveau d'expertise moyen.

Nous avons ensuite appliqué la procédure recommandée par Vinzi, Trinchera, et Amato (2010) pour tester un modèle d'équations structurelles selon la méthode PLS. Nous avons donc d'abord vérifié la qualité psychométrique des échelles de mesure avant de procéder aux tests des hypothèses en elles-mêmes. Nous avons vérifié la fiabilité interne des construits (alpha de Cronbach), l'indépendance des construits vis-à-vis des autres (*via* une analyse ACP avec rotation varimax), et la validité convergente (vérifiée avec le test de la variance moyenne expliquée) et discriminante (vérifiée avec le test de partage de variance). Dans l'ensemble, les

construits présentait une bonne fiabilité et une bonne validité. Seule la dimension *éthique* de la variable *valeur perçue de l'expérience de participation* n'était pas assez corrélée avec les autres dimensions et a été retirée de la mesure.

Nous avons ensuite testé le modèle en lui-même. Les données se sont révélées relativement mal ajustées au modèle théorique. De plus, les hypothèses centrales qui proposaient que la *valeur perçue de l'expérience de participation* et la *valeur globale de l'investissement* pussent être des antécédents de la décision d'investissement ont été rejetées. Nous avons donc proposé d'enrichir ce premier modèle en attribuant un rôle central à *l'expertise subjective du capital-amorçage* de l'investisseur. Ce modèle enrichi n'introduit pas de nouvelle variable, mais reformule les liens entre elles.

Les résultats sont les suivants :

- la valeur perçue de l'expérience de participation a une influence positive sur la valeur globale perçue de l'investissement qui, elle-même, a une influence positive sur la satisfaction. Ainsi, la valeur retirée de l'expérience de participation joue un rôle dans l'évaluation globale de l'investissement par les *crowdinvestors* et *in fine* sur leur satisfaction. Cette valeur perçue est, trivialement, un « bonus » à l'expérience générale d'investissement, sans qu'elle explique la décision d'investissement. La valeur perçue de l'expérience n'a pas d'effet sur la décision d'investissement.
- L'expertise subjective de l'investisseur est un antécédent de la valeur perçue de l'expérience, de l'engagement dans la communauté, mais également, et là réside l'apport de ce modèle enrichi, un antécédent de la décision d'investissement (nombre et montant d'investissements), contrairement à la valeur perçue de l'expérience. C'est donc l'expérience préalablement acquise, du capital-risque (puisque le capital-amorçage n'en est qu'une sous-catégorie), par l'investisseur qui explique sa décision d'investissement effectif.
- Le risque perçu de l'investissement ne modère pas la relation entre l'expertise subjective et la décision d'investissement.
- La sophistication subjective de l'investisseur joue en revanche un rôle de modérateur dans la relation entre l'expertise subjective et l'engagement dans la communauté ainsi que dans la relation entre la valeur globale de l'investissement et la satisfaction (influence négative et significative dans les deux cas).

Nous discutons plus en détail ces résultats et les mettons en perspective avec la revue de littérature et les résultats de l'enquête exploratoire dans la partie suivante, qui tiendra lieu de conclusion générale. Cette partie nous permettra également d'aborder les limites de ce travail doctoral et d'envisager des voies de recherche futures pour approfondir la compréhension du comportement des *crowdinvestors*.

6. Conclusion générale

Pour conclure ce travail doctoral, nous répondons aux questions de recherches émises en introduction (6.1). Les apports théoriques à la littérature sur le *crowdfunding* et sur le comportement du consommateur sont ensuite exposés (6.2.1) ainsi que les apports managériaux destinés aux marketeurs et aux managers des plateformes d'ECF (6.2.2) et, enfin, les apports aux réflexions du régulateur du marché du CF (6.2.3). Une discussion des limites de ce travail doctoral est proposée (6.3) avant de discuter les voies de recherche futures (6.4).

6.1 Réponses aux questions de recherche

Nous avons présenté en introduction les questions de recherche qui guidaient le présent travail doctoral :

QR1 : Quels sont les bénéfices attendus et les sacrifices perçus que les crowdinvestors associent à l'investissement en ECF ?

QR2 : Comment et dans quelle mesure la dimension participative de l'expérience d'investissement en ECF influence-t-elle la décision d'investissement ?

QR3 : Comment le crowdinvestor valorise-t-il son expérience de participation et quels en sont les effets sur son comportement d'investissement ?

Pour tenter de répondre à ces interrogations, nous avons d'abord mené une étude exploratoire (n=13) puis une étude empirique (n=436) auprès de membres de la plateforme d'ECF française WiSEED.

Nous présentons ci-après les réponses apportées à ces questions de recherche.

6.1.1 Réponses à la question de recherche QR1

QR1 : Quels sont les bénéfices attendus et les sacrifices perçus que les *crowdinvestors* associent à l'investissement en ECF ?

Notre revue de littérature a permis d'identifier un certain nombre de motivations à investir en ECF, extrinsèques et intrinsèques. Cependant, les études identifiées au cours de cette revue sont, d'une part, peu nombreuses et, d'autre part, divergentes quant aux raisons

qui poussent un individu à investir en ECF. En outre, elles n'apportent pas non plus de pistes concernant les freins à l'investissement ; seuls Estrin et al. (2018) font des suggestions sur la base d'une étude exploratoire.

Ce manque dans la littérature nous a conduits à mener une enquête exploratoire (13 répondants) en nous appuyant sur le concept de valeur globale de l'investissement perçue par les *crowdinvestors*. Nous avons ainsi pu identifier les différents bénéfices attendus par les investisseurs, sources de valeur, lorsqu'ils utilisent ce mode d'investissement. Ceux-ci sont de différentes natures :

- Utilitaire (obtenir un retour sur investissement ; diversifier ses placements ; investir de petites sommes en capital-risque).
- Connaissance et découverte (expérimenter un nouveau mode d'investissement ; découvrir de nouveaux projets).
- Hédonique (participer à une aventure entrepreneuriale).
- Éthique (soutenir l'entrepreneuriat, investir de façon responsable).

La mobilisation du concept de valeur globale nous a également permis d'aborder la question des sacrifices perçus ou consentis des *crowdinvestors* et de répondre à la deuxième partie de cette question de recherche.

Le risque perçu est le sacrifice identifié de façon la plus marquée chez les *crowdinvestors*. Ce concept est omniprésent lors de l'analyse de contenu. L'investissement en ECF est perçu comme très risqué, le risque de perte financière et le risque de performance de l'investissement étant identifiés et acceptés par les investisseurs. Le risque d'évaluation est la troisième dimension du risque perçu de l'investissement en ECF et il est fortement lié au degré d'expertise sectorielle que les *crowdinvestors* pensent détenir.

6.1.2 Réponses à la question de recherche QR2

QR2 : Comment et dans quelle mesure la dimension participative de l'expérience d'investissement en ECF influence-t-elle le comportement d'investissement des *crowdinvestors* ?

Pour répondre à cette question, nous avons entrepris d'explorer la littérature sur le CF. Nous avons trouvé que la dimension participative du financement « participatif » était appréhendée selon peu d'angles différents, *a fortiori* concernant l'ECF. Dans les études identifiées, la dimension participative de l'investissement est abordée principalement sous

l'angle communautaire. Ces recherches traitent de l'influence de la communauté sur la décision d'investissement du *crowdinvestor*. Elles montrent que la communauté, par l'interaction de l'investisseur avec celle-ci, permet de réduire les asymétries d'information (Hornuf et Schwienbacher, 2015 ; Wallmeroth, 2017), mais peut également engendrer des biais cognitifs lors de la décision d'investissement de l'individu, jusqu'à provoquer des phénomènes moutonniers à l'échelle de la « foule » (*herding*) (Vismara, 2015).

Ces résultats permettent de répondre partiellement à la question de recherche QR2.

Afin d'enrichir ces résultats, nous avons étudié l'investissement en ECF comme une expérience d'investissement, induite par l'interaction entre un *crowdinvestor*, un projet entrepreneurial et une plateforme d'ECF, dans un contexte situationnel spécifique. Cette approche adoptée lors de l'enquête exploratoire a permis d'identifier la nature de ces interactions (hédoniques et affectives entre la personne et le projet entrepreneurial ; utilitaires et informationnelles entre la personne et la plateforme d'ECF).

Nous avons ensuite exploré l'effet de la dimension participative de cette expérience sur le comportement d'investissement des *crowdinvestors*. L'analyse de contenu réalisée montre que cette dimension participative constitue en réalité une expérience à part entière dont l'influence se matérialise premièrement pendant la recherche d'information pré-achat des individus en cela qu'ils attribuent une importance élevée à l'avis des autres membres.

Ce résultat est conforme avec les travaux fondateurs de Roselius (1971) sur les stratégies de réductions des risques adoptées par les consommateurs.

Le deuxième effet de l'expérience de participation touche à la décision d'investissement en elle-même, que certains investisseurs prennent en fonction des décisions des autres membres. Comme précédemment, ce résultat va dans le sens des travaux en finance entrepreneuriale à cela près que nous y apportons une nuance importante. Ce type de décision « socialisée » semble n'être prise que par les investisseurs les plus novices.

Enfin, l'expérience de participation semble avoir un effet sur l'engagement futur de la personne dans la communauté et, nous ne faisons que le supposer, pourrait avoir un rôle sur sa fidélité envers la plateforme sur laquelle il participe.

6.1.3 Réponses à la question de recherche QR3

QR3 : Comment le *crowdinvestor* valorise-t-il son expérience de participation et quels en sont les effets sur la valeur globale de son investissement et sur sa décision d'investissement ?

Pour répondre à notre troisième et dernière question de recherche, nous n'avons trouvé aucun élément dans notre revue de littérature en ECF. Les travaux récents de Moysidou et Spaeth (2016) s'intéressent aux dimensions de la valeur perçue de l'investissement en ECF, mais ne distinguent pas l'expérience de participation préachat et l'expérience d'investissement.

Nous nous sommes donc appuyés sur la littérature développée autour de la valeur de consommation pour identifier les dimensions de la valeur que l'individu peut retirer de son expérience de participation. La typologie d'Holbrook (1994) a servi de grille d'analyse et sur la base de l'enquête qualitative, nous avons établi que la valeur retirée de l'expérience de participation peut être orientée vers soi et vers les autres, intrinsèque et extrinsèque, mais toujours du fait d'un rôle actif de l'individu.

Sur cette base, nous avons proposé une modélisation des relations entre cette variable, les variables de comportement identifiées lors de l'enquête exploratoire (engagement dans la communauté, décision d'investissement) et la valeur globale de l'investissement. Afin de tester cette modélisation, une étude quantitative par questionnaires a été réalisée auprès de 436 membres de la plateforme d'ECF WiSEED.

Les dimensions de la valeur perçue de l'expérience de participation que nous avons retenues sont les dimensions hédonique, de lien social, de connaissance et utilitaire. Autrement dit, les membres de la plateforme d'ECF apprécient et tirent de la valeur de leur expérience de participation parce qu'elle leur permet de découvrir de nouveaux projets et se familiariser avec des projets (valeur de connaissance), d'augmenter la probabilité qu'ils puissent investir dans un projet qui les intéresse (utilitaire), de s'amuser et de prendre plaisir à échanger avec les autres investisseurs (hédonique), et, enfin, de soutenir une connaissance ou un proche (lien social).

Concernant la deuxième partie de notre troisième question de recherche, l'influence directe et positive de la valeur perçue de l'expérience de participation (pré-achat) sur la valeur globale d'investissement (post-achat) est très marquée dans notre modèle (coefficient de 0,372, significatif au seuil de 1 %). La valeur globale de l'investissement ayant elle-même une influence directe et positive sur la satisfaction cumulée de l'investisseur.

Deux nuances sont à apporter à ces relations. L'expertise subjective du capital-risque du *crowdinvestor* est un antécédent de la valeur perçue de l'expérience. Plus son expertise augmente et plus il tire de la valeur de son expérience. Par ailleurs, moins il se considère

comme sophistiqué et plus la valeur perçue de son expérience exerce une influence forte sur la valeur globale qu'il tire de son investissement.

En revanche, les relations que nous avons envisagées sur la base de notre enquête exploratoire entre la valeur perçue de l'expérience et l'engagement dans la communauté et la décision d'investissement ne sont pas significatives. **La valeur perçue de l'expérience de participation en ECF (pré-achat) n'exerce pas une influence significative sur la décision d'investissement effectif.**

Nous avons proposé un modèle enrichi afin d'identifier un antécédent de la décision d'investissement, variable à expliquer de notre modèle théorique. Il s'avère que l'expertise subjective du capital-amorçage en est un et que cette variable joue un rôle central dans notre modèle. **Plus l'expertise subjective du *crowdinvestor* s'accroît et plus son engagement dans la communauté, la valeur qu'il tire de l'expérience de participation, le montant moyen qu'il investit et le nombre d'investissements augmentent.**

6.2 Les apports de la recherche

Nous présentons ci-dessous les contributions théoriques (6.2.1) et managériales (6.2.2) de notre recherche avant d'en détailler les apports pour les instances de régulation de l'ECF (6.2.3).

6.2.1 Les contributions théoriques de la recherche

Notre travail doctoral s'inscrit dans le champ du comportement du consommateur. Notre sujet d'étude est néanmoins un consommateur un peu particulier, acheteur de produits financier en ligne sur des plateformes d'ECF. Nous avons en outre pris le parti d'explorer la littérature en finance entrepreneuriale, car c'est d'abord dans ce champ, que les recherches sur ce mode d'investissement, et ceux qui l'emploient, ont émergé.

Nos apports théoriques concernent donc ces deux champs disciplinaires.

6.2.1.1 Apports à la recherche en finance entrepreneuriale sur l'ECF

Notre travail doctoral permet **d'introduire la distinction entre l'expérience d'investissement et l'expérience de participation.** Nous avons remis en question l'approche purement financière de l'ECF et montré l'intérêt d'enrichir les modèles théoriques de la prise

de décision d'investissement en ECF en prenant en compte l'expérience d'investissement dans sa globalité (pré-achat et au moment de l'achat). L'investisseur particulier ne se focalise pas uniquement sur la recherche d'information et la maximisation de son utilité comme le suggère la tradition micro-économique (Carù et Cova, 2006). La perspective expérientielle introduit la vision d'un investisseur qui « *cherche moins à maximiser un profit qu'à revendiquer une gratification hédoniste dans un contexte social* » (Carù et Cova, 2006).

D'une part, en adoptant une approche par la valeur de consommation, nous avons **complété la littérature en finance entrepreneuriale sur la compréhension des sources de valorisation et des sacrifices associés à l'investissement en ECF** et donc sur la valeur globale retirée de ce type d'investissement.

D'autre part, notre recherche montre que **le *crowdinvestor* tire des bénéfices hédoniques, de lien social de connaissance, lors de son expérience de participation pré-achat** (prendre plaisir à voter, échanger avec les autres membres et découvrir de nouveaux projets).

Cette expérience de participation peut être appréciée en elle-même par les membres des plateformes, sans que cela influence leur décision d'investissement.

Les divergences concernant la nature des motivations à investir en ECF (Bretschneider et al., 2014 ; Cholakova et Clarysse, 2015 ; Estrin et al., 2018) ne sont donc pas contradictoires, les chercheurs ne se réfèrent peut-être tout simplement pas au même moment de l'expérience d'ECF. Ce résultat suggère qu'il serait pertinent d'adopter le processus de décision comme cadre, plutôt que de traiter la décision d'investissement comme ponctuelle et décorrélée de l'expérience globale d'investissement⁷⁴.

Deuxièmement, les résultats de notre recherche mettent en évidence **le rôle de l'expertise subjective comme antécédent de la décision d'investissement** ce qui remet en question la vision financière selon laquelle le risque est l'un des déterminants les plus importants de la prise de décision financière (Ganzah, 2000 cité par Ayadi, 2010).

Nous contribuons également à affiner la compréhension des **différences de comportement entre les *crowdinvestors* novices et experts**. Nous montrons que les experts investissent plus et participent plus sur la plateforme que les novices. Or, les experts sont plus persuasifs (Tractinsky et Srinivasan Rao, 2001) et ils influencent fortement les décisions de la

⁷⁴ La doctorante remercie le Professeur Marc Filser pour cette suggestion.

foule (Kim, 2014). Nous pensons qu'il est primordial pour les futures recherches sur le comportement de *crowdinvestors* de distinguer systématiquement les experts des novices.

Un troisième apport théorique est **l'introduction de la notion de sophistication subjective de l'investisseur**, distincte du concept d'expertise. Nous avons mesuré cette variable avec une seule question (« Je considère avoir une surface financière suffisante pour pouvoir me permettre de perdre de l'argent »), mais les chercheurs pourront trouver d'autres mesures. L'intérêt est, de nouveau, d'affiner les types de *crowdinvestors* qui composent la « foule ».

Pour finir, notre étude exploratoire a permis de confirmer le **rôle des pairs dans la décision d'investissement**. De plus, elle contribue à mieux comprendre quels signaux sont interprétés par les investisseurs. Nous trouvons que l'avis des pairs a une influence forte sur le *crowdinvestor*, particulièrement sur les investisseurs ayant une expertise sectorielle faible. **Plus que les notes ou les intentions d'investissement des autres** (qui n'ont pas d'influence significative sur l'investissement individuel d'après Cumming et al., 2016), **ce sont leurs commentaires qui semblent être une source d'informations**.

6.2.1.2 Apports à la recherche en comportement du consommateur

Les apports théoriques à la recherche en comportement du consommateur, s'ils sont modérés, apparaissent pour autant pertinents.

Tout d'abord, en nous adossant à la théorie de la valeur de consommation et en l'appliquant à une expérience de participation dans le contexte de l'ECF, nous avons contribué à **confirmer la validité externe du concept de valeur perçue** dans un contexte financier, et plus précisément dans celui de l'achat de produits financiers en ligne. De même, nous avons confirmé la force du lien entre la valeur perçue et la valeur globale (Aurier et al. 2004), dans un contexte différent des études sur la valorisation des expériences qui traitent principalement d'expériences culturelles (Charfi et Volle, 2011).

De plus, bien que la relation entre la valeur perçue de l'expérience de participation et la décision d'investissement ne soit pas significative, l'un des apports de notre recherche est d'avoir **testé cette relation en mesurant la décision effective d'investissement** et non pas seulement une intention d'investissement.

Les recherches en comportement du consommateur ont montré l'influence de l'expertise subjective, caractéristique individuelle de l'individu, sur toutes les phases du processus décisionnel, notamment sur la recherche d'information (Flynn et Goldsmith, 1999), sur le traitement des messages publicitaires, sur l'acceptation des prix et sur l'évaluation des produits. Cependant, son impact sur la valeur perçue durant l'expérience reste principalement étudié dans le contexte d'expériences culturelles (Passebois-Ducros et Aurier, 2004).

Notre travail doctoral montre que **l'expertise subjective est un antécédent de la valeur perçue de participation à une communauté en ligne** et contribue ainsi à enrichir la théorie sur la compréhension du rôle de l'expertise dans le processus de valorisation d'une expérience.

Enfin, notre enquête exploratoire permet de dresser le profil et les mobiles d'investissement d'un type de consommateurs de produits financiers en ligne que sont les *crowdinvestors*. Notre travail doctoral **contribue à la compréhension du comportement du consommateur de produits financiers**. À notre sens, le *crowdinvestor* fait écho au profil du consommateur postmoderne, du prosommateur ou du consom'acteur, selon le vocable employé (Cova et Cova, 2009) qui est « *vigilant, qui se bat pour la vérité, la transparence* » (Florès, 2008) et qui utilise son investissement en partie pour s'engager (Parodi, 2011). Ce sont des consommateurs qui doivent aussi manier les paradoxes de ce monde postmoderne (Decrop, 2008) : **ils participent ensemble, mais ils investissent seuls**.

6.2.2 Les contributions managériales de la recherche

Comme nous l'avons expliqué en introduction, la problématique de ce travail doctoral prend sa source dans des préoccupations managériales identifiées au sein des plateformes d'ECF. Ainsi, les dirigeants de plateformes et les praticiens en marketing bancaire trouveront des éléments les incitant à proposer des expériences de co-crédation de produits financiers (6.2.2.1), les encourageant à adapter leur offre de services et l'interface de leur plateforme pour encourager la formation de leurs membres (6.2.2.2) et leur permettant de segmenter leur communauté et leur clientèle par leur niveau d'expertise et de sophistication (6.2.2.3).

6.2.2.1 Justifier la création d'une expérience de co-production de produits financiers

Nous avons montré l'importance de la valeur perçue de l'expérience de participation (pré-achat) sur la perception de la valeur globale de l'investissement. Il paraît donc opportun pour les plateformes de créer des « contextes expérientiels » (Carù et Cova 2006) dans lesquels les membres de la communauté peuvent s'épanouir et d'accroître l'hédonisme, le lien social, la connaissance et l'utilité qu'ils tirent lors de leur participation en ligne.

Toutefois, nous avons montré que **l'expérience de participation, au travers de la valeur qu'elle induit, est appréciée en elle-même et n'a pas d'influence significative sur la décision d'investissement**. Ainsi, les plateformes auraient intérêt à capitaliser sur la participation de la communauté et « l'intelligence de la foule » en proposant des expériences de co-production de produits financiers, distinctes de l'expérience d'investissement.

Introduit par Prahalad et Ramaswamy (2004), la notion de co-création de valeur fait référence à une « *initiative conjointe à travers laquelle les fournisseurs et les bénéficiaires créent de la valeur ensemble* » (Leclercq et al., 2016). La plateforme pourrait jouer le rôle de « *support des interactions et de l'échange des ressources entre participants* » (Leclercq et al., 2016). La co-création interviendrait, dans ce cas de figure, au moment de la création de l'offre. En votant pour un projet, en posant des questions à l'entrepreneur, en interagissant avec les autres membres, le membre de la plateforme contribue déjà à la sélection des projets à financer, et donc des futurs produits financiers. Il existe un potentiel à développer par la plateforme pour créer une expérience de co-production de l'offre (Vargo et Lusch, 2004) qui générera de la valeur expérientielle pour le participant (or nous avons vu que la valeur de l'expérience influence positivement la valeur de l'investissement), et de la valeur pour la plateforme qui bénéficie de la sagesse collective et de l'expertise de la communauté.

Ces offres de produits financiers peuvent être développées pour être consommées par d'autres membres de la plateforme, qui ne sont pas contributeurs (Leclercq et al. 2016).

Ainsi, en améliorant l'expérience de participation de leurs membres, et en incitant certains à vivre une expérience de co-production de produits financiers, les plateformes pourraient capter et proposer une expérience décorrélée de l'investissement à leurs membres qui n'osent pas sauter le pas de l'investissement (par manque d'expertise notamment) ; capitaliser sur la sagesse collective pour sélectionner les projets entrepreneuriaux qui seront ensuite proposés à l'investissement ; augmenter la valeur globale de l'investissement et la satisfaction des membres qui investissent et qui participent à la communauté ; et enfin, de

manière plus hypothétique, profiter de l'expérience de co-production de produits financiers pour introduire des éléments pédagogiques en vue d'améliorer l'expertise du capital-risque des membres ce qui aurait pour effet d'augmenter la probabilité qu'ils investissent.

6.2.2.2 Adapter l'offre de service et l'interface de la plateforme pour encourager la formation de l'expertise de ses membres

La mise en évidence de l'influence de l'expertise subjective des investisseurs sur leur comportement d'investissement constitue l'un des apports majeurs de notre modèle.

Ce résultat est important d'un point de vue managérial puisqu'il suggère que plus l'expertise subjective de l'individu augmente, plus il investit (à la fois en nombre et en montant), plus il s'investit dans la communauté (notre étude exploratoire montre que les individus n'ayant pas une expertise subjective forte osent moins participer), et plus il perçoit de la valeur dans le fait de participer. Ainsi, **les plateformes d'ECF auraient tout intérêt à offrir à leurs membres un environnement leur permettant d'accroître leur expertise subjective de l'investissement** (nous n'avons pas testé notre modèle avec l'expertise objective du capital-risque).

En nous référant à la théorie de l'apprentissage par l'expérience, nous suggérons qu'il serait judicieux d'accroître l'expertise des membres de la plateforme en leur permettant de vivre des expériences d'investissement fictives, car l'expertise subjective que le consommateur a d'une catégorie de produit dépend de ses expériences passées avec (Park et al., 1994). Nous pensons notamment que la *gamification* (Kapp, 2012), et en particulier l'utilisation de *serious game*, concept étudié dans la recherche sur l'interaction homme-machine (Deterding, 2011), pourrait enrichir l'expérience de participation des membres tout en favorisant leur formation. De même, les plateformes pourraient créer des conditions de partage de connaissances au sein de la communauté virtuelle en capitalisant sur leur rôle de tiers de confiance.

Notre étude exploratoire a, par ailleurs, mis en évidence **que les interactions entre la personne et la plateforme d'ECF sont essentiellement utilitaires et liées à la recherche d'information**. Les dirigeants des plateformes devraient donc s'attacher à rendre leur interface utile, informative et claire en mettant en avant des éléments fonctionnels plutôt qu'hédoniques. Par contre, **la relation au projet entrepreneurial étant davantage affective et hédonique**, le fait d'accentuer les éléments hédoniques du projet (amusement, émotion et

engagement, d'après Allen et McGoun, 2002), par du *story-telling*, ou de sélectionner des projets qui le sont par nature, serait susceptible d'augmenter le plaisir des *crowdinvestors* et la valeur qu'ils tirent de leur investissement.

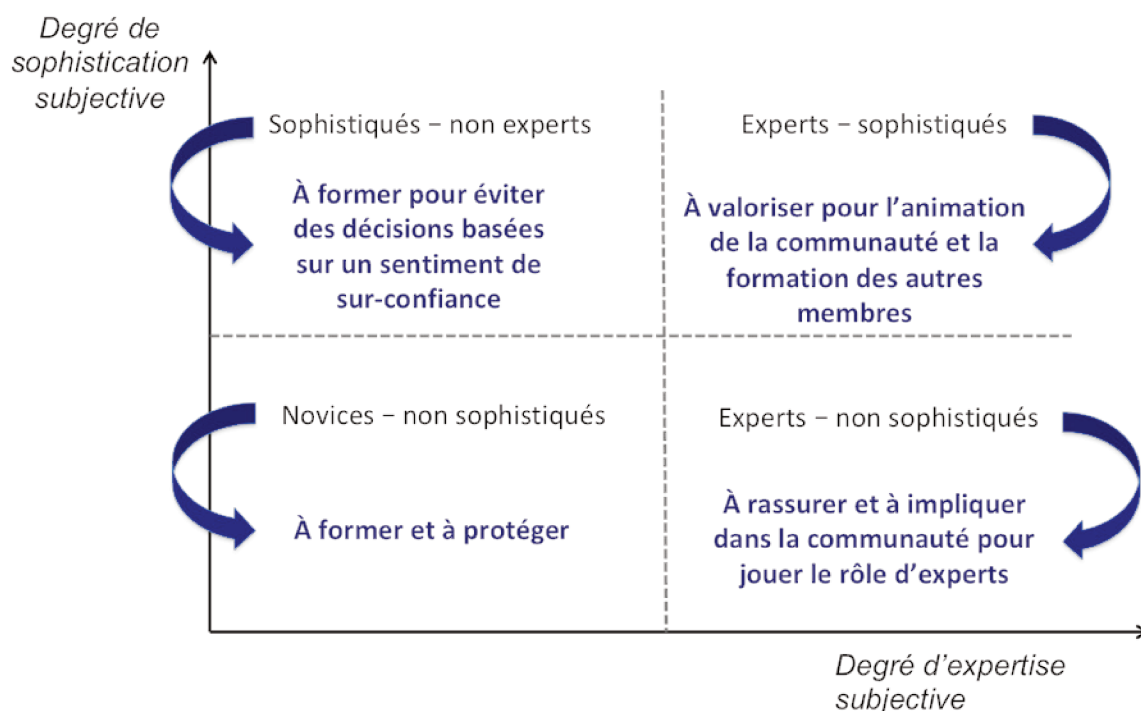
6.2.2.3 Segmenter les communautés des plateformes

Pour finir, nos résultats mettent en exergue **deux critères pertinents pour segmenter** les communautés des plateformes afin de mieux cibler les individus : l'expertise subjective du capital-risque et la sophistication subjective.

Nous avons montré que les individus les plus experts n'étaient pas nécessairement les plus sophistiqués (cf. 5.3.4.2, p.211).

Une segmentation des communautés sur la base de ces deux critères permet de mettre en lumière les actions que les plateformes peuvent prendre en fonction des profils qui en découlent. Une proposition de segmentation et d'actions est suggérée en Figure 20.

Figure 20 - Proposition de segmentation et d'actions selon les profils des membres des plateformes d'ECF



6.2.3 Les contributions réglementaires de la recherche

Les recherches portant sur l'ECF concluent fréquemment sur la mention des apports qu'elles offrent pour le régulateur (les *policy makers*) de ce marché récent. Nous ne dérogeons

pas à cette pratique et présentons ci-dessous les résultats de notre travail doctoral qui nous permettent de préconiser aux instances régulatrices d'améliorer l'éducation financière des *crowdinvestors*.

6.2.3.1 Améliorer l'éducation financière des *crowdinvestors*

Devant la multiplication des acteurs et la croissance du marché, plusieurs autorités de régulation financières se sont penchées sur les pratiques des plateformes et se sont attachées à les réguler. L'objectif affiché est la défense des intérêts des investisseurs particuliers contre les risques de fraude et d'incompétence (Agrawal et al., 2013 ; Griffin, 2012).

Les chercheurs se sont interrogés récemment sur les effets que pouvait avoir une telle régulation sur le marché. En effet, les instances de régulation, quel que soit le pays, sont partagées entre deux missions : d'un côté, favoriser le financement des entreprises et, de l'autre, protéger les investisseurs contre les fraudes et de trop grandes pertes financières.

Pour assurer la protection des investisseurs particuliers, certains régulateurs ont spécifié dans la loi des critères nécessaires « d'éducation » de l'investisseur que les plateformes d'ECF sont censés vérifier. La Grande-Bretagne indique seulement que les clients particuliers « doivent chercher des conseils financiers »⁷⁵. Aux États-Unis, les plateformes doivent « fournir des informations liées aux risques encourus et d'autres matériaux de formation des investisseurs »⁷⁶. En France, les investisseurs particuliers doivent répondre à questionnaire sur la plateforme pour déterminer leur profil de risque, en fonction duquel la plateforme doit leur proposer des produits financiers qui leur correspondent⁷⁷.

Pourtant, une surprotection des investisseurs pourrait nuire aux initiatives entrepreneuriales et au développement de l'ECF (Hornuf et Schwienbacher, 2017). En outre, les informations fournies ne sont pas suffisantes si les investisseurs ne sont pas éduqués pour les interpréter (Friesz, 2015), ce qui est d'autant plus vrai dans le contexte de l'ECF (Siegel, 2012).

Nos résultats ouvrent une troisième voie pour le régulateur. En effet, nos résultats montrent que le risque perçu ne modère pas la relation entre l'expertise subjective et la décision d'investissement et que l'expertise subjective est un antécédent important de la

⁷⁵ Réglementation PS14/4 2014 mentionnée par Hornuf et Schwienbacher (2017).

⁷⁶ JOBS act (Title III) 2012 : « *Funding portal or broker-dealer needs to provide disclosures, including disclosures related to risks and other investor education materials.* », *ibid.*

⁷⁷ Ordonnance n°2014-559 du 30 mai 2014 ; Décret d'application n°2014-1053 du 16 septembre 2014.

décision. **S'assurer de la compréhension du capital-risque et de l'expertise des investisseurs sur ce sujet garantirait une meilleure protection de ces derniers.**

Friesz (2015) milite d'ailleurs pour le développement, aux États-Unis, d'un programme qui « *autonomiserait les investisseurs pour identifier les risques, prendre des décisions intelligentes et détecter des offres frauduleuses* ».

L'approche par l'expertise (subjective) et non par le profil de risque de l'investisseur permettrait, pour finir, d'assurer les intérêts des entrepreneurs en recherche de fonds tout en protégeant les investisseurs. En effet, nos résultats montrent que l'augmentation de l'expertise subjective conduit à une augmentation du nombre et des montants investis (et donc une augmentation des fonds alloués à des projets entrepreneuriaux). Des individus bien (in) formés assureraient un meilleur financement aux projets en recherche de fonds tout en étant relativement équipés pour détecter des fraudes éventuelles. Pour compléter ce cercle vertueux que nous suggérons, cette approche permettrait de conserver les principes démocratiques prônés par les plateformes et l'essence même du financement participatif, en ne limitant pas l'investissement aux individus aux surfaces financières les plus élevées, mais en l'ouvrant aux experts. Or, l'expertise, dans une certaine mesure, s'acquiert.

Selon nous, et pour conclure, la démocratisation de l'investissement, le « futur de la finance » (Terry et al., 2015) et la « socialisation de la finance entrepreneuriale » (Estrin et Khavul, 2016) passeront avant tout par la vulgarisation de la finance et la formation financière des particuliers (Fanto, 1998).

6.3 Les limites de la recherche

Malgré nos précautions, cette recherche doctorale n'est pas exempte de limites. Nous les avons mentionnées au fur et à mesure, nous les récapitulons dans cette section. Elles ont trait à la méthodologie (6.3.1), à la validité interne (6.3.2) et à la validité externe (6.3.3) de nos résultats.

6.3.1 Les limites méthodologiques

La première limite méthodologique concerne l'instrument de mesure de la valeur perçue de l'expérience de participation. Nous nous sommes appuyés sur les travaux d'Aurier et al. (2004) pour la formulation des *items*, que nous avons fortement adaptée à notre champ d'études. Nous avons dû en écarter beaucoup après épuration et mesure des alphas de

Cronbach. Ainsi, chaque dimension de la valeur perçue de l'expérience ne présente que deux *items* ce qui est faible pour espérer mesurer toutes les facettes de chaque dimension. Nous avons donc mesuré le construit de manière globale, sans pouvoir vérifier les liens entre chaque dimension et les autres variables du modèle. Nous avons également dû retirer la dimension éthique de la mesure de cette variable, car elle posait un problème de validité convergente.

La seconde limite méthodologique a trait à la proximité du chercheur avec le terrain. En tant que salariée de la plateforme WiSEED, la doctorante a fait de réels efforts pour se détacher du terrain et prendre du recul. Toutefois, nous reconnaissons qu'il est possible que cela ait introduit un biais de subjectivité dans notre méthodologie. Cette proximité constitue une limite, mais également une force de ce travail puisqu'elle a permis d'acquérir une vaste connaissance opérationnelle de la plateforme et du comportement de ses membres, ce qui nous a permis de comprendre certains résultats qui auraient pu sembler obscurs à qui ne connaissait pas la plateforme de l'intérieur.

6.3.2 Les limites en termes de validité interne

Au cours de ce travail doctoral, nous nous sommes attachés à respecter les préconisations de Drucker-Godard et al. (2003, p.273) selon qui « *le chercheur doit se demander dans quelle mesure son inférence est exacte et s'il n'existe pas d'explications rivales* », c'est-à-dire dans quelle mesure la validité interne des résultats est assurée. Nous avons introduit des variables de contrôle (âge et expertise sectorielle) et réalisé des analyses multi-groupes afin de montrer la stabilité de nos résultats.

Néanmoins, des limites en termes de validité interne existent. Nous n'avons pas mesuré l'attachement à la marque pour vérifier si cette variable pouvait avoir une incidence sur la valeur perçue induite de l'expérience de participation sur une plateforme donnée.

La mesure de la valeur perçue de l'expérience de participation telle que nous l'avons construite est associée au vote pour un projet (« voter pour un projet est stimulant », par exemple), et ne permet pas d'isoler la valeur perçue de l'expérience associée à la plateforme (« voter sur la plateforme X est stimulant »). Ce choix constitue une limite de validité interne de notre travail.

6.3.3 Les limites en termes de validité externe

Une recherche présente une validité externe lorsque le chercheur en a examiné « *les possibilités et les conditions de généralisation et de réappropriation* » (Drucker-Godard et al., 2003 p.280). L'échantillon retenu pour notre étude empirique est représentatif de la communauté de la plateforme WiSEED et le profil des investisseurs interrogés dans notre enquête exploratoire est conforme au profil du *crowdfunder* que dressent Ordanini et al (2011). Il existe cependant des limites à la validité externe de nos résultats concernant le type de plateforme (6.3.3.1.1), le type de produits financiers (6.3.3.1.2) et le type d'expérience de participation (6.3.3.1.3).

6.3.3.1.1 Type de plateforme

Pour des raisons pragmatiques et pratiques que nous avons exposées en introduction, nous avons mené notre enquête exploratoire et notre étude empirique sur une unique plateforme d'ECF (WiSEED). Ce choix nous a permis d'isoler l'expérience de participation en ECF sous la forme d'une phase de vote proposée par cette plateforme, ce qui était primordial pour la conduite de notre étude. Toutefois, le fait de ne pas avoir testé notre modèle avec un échantillon plus diversifié constitue la limite principale à la validité externe de notre recherche.

De plus, la plateforme WiSEED possède des caractéristiques particulières qui peuvent influencer nos résultats. Tout d'abord, elle présente une bonne réputation et elle fournit des éléments rassurants pour l'investisseur (immatriculation auprès des autorités de régulation françaises, paiement en ligne sécurisé *via* un prestataire de service de paiement indépendant, etc.). Ces éléments peuvent expliquer pourquoi nous n'avons pas identifié un risque perçu par les répondants lié à l'achat de produits financiers en ligne ou à un risque de défaut de la plateforme. Par ailleurs, WiSEED affiche un positionnement marqué quant à la nature des projets qu'elle propose à l'investissement (qui sont prioritairement des projets ayant un impact social, sociétal ou environnemental positif). La dimension éthique de l'investissement est apparue comme particulièrement marquée dans notre enquête exploratoire alors qu'elle s'est avérée faiblement corrélée aux dimensions de la valeur perçue de l'expérience de participation dans notre étude empirique. Nous pensons que cette dimension est surreprésentée dans notre échantillon, ce qui limite la validité externe de nos résultats.

6.3.3.1.2 Type de produits

Les résultats de notre enquête exploratoire laissent entendre que les bénéfices attendus et les sacrifices consentis par les investisseurs en *startup* (actions) et les investisseurs en

immobilier (obligations) ne sont pas les mêmes. Le poids des dimensions de la valeur perçue de l'investissement et la valorisation de l'expérience de participation peuvent également différer. Notre enquête empirique en revanche s'intéresse spécifiquement à la participation pour la sélection des *startups* (phase de vote) et ne permet donc pas de généraliser nos résultats à toutes les catégories de produits financiers.

6.3.3.1.3 Type d'expérience de participation

Nous n'avons étudié qu'un type d'expérience de participation en ECF, représenté par la phase de vote sur WiSEED, qui a pour caractéristiques sa facilité d'accès pour les individus (il suffit de s'inscrire par mail sur la plateforme), sa rapidité de réalisation (quelques clics et quelques minutes suffisent pour émettre son avis et poser une question sur le forum), et sa faible complexité (quiconque peut participer et donner son avis sur la base d'éléments vulgarisés. La complexité tient à la profondeur des questions posées par les membres aux entrepreneurs et aux réponses apportées, parfois très pointues).

Nos résultats ne peuvent pas être généralisés à des expériences plus subtiles de co-production de produits financiers, telles que nous les envisagions dans le point 6.2.2.1, ni à des expériences plus implicantes sur des plateformes qui fonctionnent comme des clubs d'investissement fermés.

6.4 Les voies de recherche ouvertes

Notre travail doctoral ouvre plusieurs voies de recherche, à la fois dans la continuité de notre étude et sur des questionnements plus précis que nous avons soulevés au fil de l'eau. Ces voies de recherche concernent l'amélioration du modèle théorique proposé (6.4.1), l'identification des sources de l'expertise des *crowdinvestors* (6.4.2), la réalisation d'une étude similaire en distinguant les différentes dimensions de la valeur perçue de l'expérience de participation (6.4.3) et l'ouverture de cette recherche à d'autres types de communautés et de décisions (6.4.4).

6.4.1 Amélioration du modèle théorique proposé

Notre modèle théorique, bien qu'enrichi, n'envisage qu'un seul antécédent à la décision d'investissement. Une piste de recherche ouverte est l'amélioration du modèle théorique que nous avons proposé afin de tester l'effet d'autres variables sur la décision, comme

l'implication de l'investisseur, l'expertise objective de l'investissement et des variables attitudinales (vis-à-vis de la marque ou vis-à-vis d'un projet spécifique).

Introduire une autre mesure de la variable sophistication subjective pourrait également être intéressant⁷⁸.

6.4.2 Exploration des modalités de la formation de l'expertise chez les *crowdinvestors*

Nous avons mis en évidence le rôle central de l'expertise subjective des investisseurs et nous avons expliqué de quelle manière les managers et marketeurs des plateformes d'ECF, ainsi que les régulateurs, peuvent s'enrichir de cet apport.

Une voie de recherche induite par ces résultats est l'exploration des modalités de la formation de l'expertise des investisseurs particuliers. Farrel (2018) pose la question : « *les BAs apprennent-ils ou sont-ils nés ainsi ?* »

Nous posons la question de façon similaire : comment apprendre à des internautes à investir en capital-risque pour transformer les cyber-visiteurs en cyber-acheteurs (Bezes, 2011) ?

Les pistes à explorer sont multiples. Nous avons mentionné précédemment la théorie de l'apprentissage par l'expérience et le principe de *gamification* dans la section concernant les apports managériaux. L'apprentissage social des *crowdinvestors* (Bandura, 1971) serait également une piste pertinente compte tenu du rôle important des commentaires et de l'avis des pairs dans la décision d'investissement (ces résultats sont exploratoires).

6.4.3 Étude de l'effet de l'expertise subjective du consommateur sur les dimensions de la valeur perçue

L'expertise subjective a été mobilisée comme modérateur de la valeur perçue dans plusieurs études empiriques portant sur l'expérience culturelle (le cinéma pour Evrard et Aurier 2001 ; les musées pour Passebois-Ducros et Aurier, 2004 ; les spectacles vivants pour Pulh, 2002). Ces études montrent que selon le type de compétences (familiarité ou expertise) et le degré d'expertise (novice ou expert) mobilisés par le consommateur les sources de valeurs divergent (Passebois-Ducros et Aurier, 2004).

⁷⁸ En prenant, par exemple, les critères établis par la réglementation américaine pour définir un investisseur « accrédité », comme mesure objective de la sophistication.

Nos résultats suggèrent que l'expertise subjective influence positivement la valeur perçue de l'expérience de participation en ECF, mais nous n'avons pas isolé chaque dimension de la valeur. Il serait intéressant d'étudier la relation entre l'expertise subjective et objective des *crowdinvestors* sur chacune des dimensions de la valeur pour déterminer quelles sont les sources de valeur les plus appréciées par les novices et par les experts.

6.4.4 Étude de l'effet de l'expérience de participation communautaire sur la décision d'achat et la valeur perçue dans d'autres contextes d'études

Le contexte de l'ECF a fait l'objet de notre attention durant ce travail doctoral, mais une voie de recherche ouverte est la poursuite de la présente étude sur dans d'autres contextes.

En effet, l'effet de la valeur perçue de l'expérience de participation à une communauté sur la décision d'achat pourrait se décliner à différents types de communautés (communauté de marque, communauté de citoyens, communauté scientifiques, communauté virtuelle, etc.) et différents types de décision (décision d'adoption d'un service ou d'une pratique, décision de prise de risque, décision d'achat de produits non-impliquants, etc.).

BIBLIOGRAPHIE

A.

- Agarwal, S., Driscoll, J. C., Gabaix, X., & Laibson, D. (2009). The Age of Reason: Financial Decisions over the Life Cycle and Implications for Regulation. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2009, 51-101.
- Agrawal, A., Catalini, C., & Goldfarb, A. (2011). Offline Relationships, Distance, and the Internet: The Geography of Crowdfunding, 58.
- Agrawal, A., Catalini, C., & Goldfarb, A. (2013). Some Simple Economics of Crowdfunding. *Innovation Policy and the Economy*, 24.
- Agrawal, A., Catalini, C., & Goldfarb, A. (2015). Are Syndicates the Killer App of Equity Crowdfunding? *MIT Sloan School of Management, working paper*(5126-15).
- Ahlers, G. K. C., Cumming, D., Günther, C., & Schweizer, D. (2015). Signaling in Equity Crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(4), 955-980.
- Ahlers, G. K. C., Cumming, D. J., Guenther, C., & Schweizer, D. (2013). Equity Crowdfunding. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2362340>
- Akerlof, G. A. (1970). The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. In *Uncertainty in Economics* (p. 235-251). Elsevier.
- Aldás- Manzano, J., Lassala- Navarré, C., Ruiz- Mafé, C., & Sanz- Blas, S. (2009). The role of consumer innovativeness and perceived risk in online banking usage. *International Journal of Bank Marketing*, 27(1), 53-75. <https://doi.org/10.1108/02652320910928245>
- Allen, D. E., & McGoun, E. G. (2002). Hedonic investment. *Financial Services Review*, 9 (4), 389–403.
- Allen, F., & Santomero, A. M. (2001). What do financial intermediaries do? *Journal of Banking & Finance*, 25(2), 271-294.
- Allison, T. H., Davis, B. C., Short, J. C., & Webb, J. W. (2015). Crowdfunding in a Prosocial Microlending Environment: Examining the Role of Intrinsic Versus Extrinsic Cues. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(1), 53-73. <https://doi.org/10.1111/etap.12108>
- Andrieu, G., & Groh, A. (2013). Active hot hands investors vs. the crowd: trading-off investment horizon, support quality and the allocation of control rights in entrepreneurial Finance. Présenté à conference paper, multinational finance conference.
- Anselme, P., & Robinson, M. J. F. (2013). What motivates gambling behavior? Insight into dopamine's role. *Frontiers in Behavioral Neuroscience*, 7. <https://doi.org/10.3389/fnbeh.2013.00182>

- Anteblian, B., Filser, M., & Roederer, C. (2013). L'expérience du consommateur dans le commerce de détail. Une revue de littérature. *Recherche et Applications en Marketing*, 28(3), 84-113. <https://doi.org/10.1177/0767370113497868>
- Arnould, E. J., & Thompson, C. J. (2005). Consumer Culture Theory (CCT): Twenty Years of Research. *Journal of Consumer Research*, 31(4), 868-882. <https://doi.org/10.1086/426626>
- Astebro, T., Fernandez, M., Lovo, S., & Vulkan, N. (2017). Herding in Equity Crowdfunding. *Working Paper*, 41.
- Aurier, P., Evrard, Y., & N'Goala, G. (1998). La valeur du produit du point de vue du consommateur. In *Valeur, marché et Organisation* (Presses Académiques de l'Ouest, p. 199-212). J.-P. Bréchet.
- Aurier, P., Evrard, Y., & N'Goala, G. (2000). Valeur de consommation et valeur globale: une application au cas de la consommation cinématographique. *Actes du 16 congrès de l'Association Française de Marketing*, 151-162.
- Aurier, P., Evrard, Y., & N'Goala, G. (2004). Comprendre et mesurer la valeur du point de vue du consommateur. *Understanding and measuring consumption value.*, 19(3), 1-20.
- Aurier, P., & Ngobo, P.-V. (1999). Assessment of consumer knowledge and its consequences: A multi-component approach. *ACR North American Advances*.
- Aurier, P., & Passebois, J. (2002). Comprendre les expériences de consommation pour mieux gérer la relation client. *Décisions Marketing*, 43-52.
- Avery, C. N., Chevalier, J. A., & Zeckhauser, R. J. (2015). The "CAPS" prediction system and stock market returns. *Review of Finance*.
- Ayadi, N. (2010). L'expérience de prise de risque par les consommateurs: rôle des émotions anticipées positives. *Recherche et Applications En Marketing*, 25(2), 31-49. <https://doi.org/10.1177/076737011002500202>

B.

- Ba, S. (2001). Establishing online trust through a community responsibility system. *Decision support systems*, 31(3), 323-336.
- Babin, B. J., Darden, W. R., & Griffin, M. (1994). Work and/or Fun: Measuring Hedonic and Utilitarian Shopping Value. *Journal of Consumer Research*, 20(4), 644-656.
- Bagozzi, R. P. (1981). Evaluating Structural Equation Models with Unobservable Variables and Measurement Error: A Comment. *Journal of Marketing Research*, 18(3), 375-381. <https://doi.org/10.2307/3150979>
- Bakos, Y. (1998). The emerging role of electronic marketplaces on the Internet. *Communications of the ACM*, 41(8), 35-42.
- Bandura, A. (1971). Social Learning Theory. *General Learning Press*.

- Bandura, A. (1977). Self-efficacy: toward a unifying theory of behavioral change. *Psychological review*, 84(2), 191.
- Banerjee, A. V. (1992). A Simple Model of Herd Behavior. *The Quarterly Journal of Economics*, 107(3), 797-817. <https://doi.org/10.2307/2118364>
- Bapna, S. (2015). The Independent and Combined Effects of External Endorsements on Equity Investments: Evidence from a Randomized Field Experiment.
- Barasinska, N., & Schäfer, D. (2010). Does gender affect funding success at the peer-to-peer credit markets? Evidence from the largest German lending platform. In *DIW Discussion Papers, No. 1094*. Berlin.
- Barnes, J., Cote, J., Cudeck, R., & Malthouse E. (2001). Checking Assumptions of Normality before Conducting Factor Analyses. *Journal of Consumer Psychology*, 10(1/2), 79-81.
- Barnett, C. (1998). Virtual communities and financial service: on-line business potentials and strategies choice. *The International Journal of Bank Marketing*, 16(4), 161-169.
- Bartkus, J. R., & Hassan, K. M. (2011). The Importance of Distance and Location in Venture Capital Finance. *Southwestern Economic Review*, 37, 75-88.
- Bauer, R. (1960). Consumer Behavior as Risk Taking. In: *Hancock, R.S., Ed., Dynamic Marketing for a Changing World, Proceedings of the 43rd. Conference of the American Marketing Association*, 389-398.
- Baum, J. A., & Silverman, B. S. (2004). Picking winners or building them? Alliance, intellectual, and human capital as selection criteria in venture financing and performance of biotechnology startups. *Journal of business venturing*, 19(3), 411-436.
- Beauvisage, T., Beuscart, J.-S., Cardon, V., Mellet, K., & Trespeuch, M. (2013). Notes et avis des consommateurs sur le Web: Les marchés à l'épreuve de l'évaluation profane. *Réseaux*, 177(1), 131. <https://doi.org/10.3917/res.177.0131>
- Bechter, C., Jentzsch, S., & Frey, M. (2011). From wisdom to wisdom of the crowd and crowdfunding.
- Becker, G. S. (2013). *The economic approach to human behavior*. University of Chicago press.
- Beckett, A., Hewer, P., & Howcroft, B. (2000). An exposition of consumer behaviour in the financial services industry. *International Journal of Bank Marketing*, 18(1), 15-26. <https://doi.org/10.1108/02652320010315325>
- Belk, R. W. (1981). Determinants of Consumption Cue Utilization in Impression Formation: an Association Derivation and Experimental Verification. *Na- Advances in Consumer Research*, 8, 170-175.
- Belk, R. W., Wallendorf, M., & Sherry, J. F. (1989). The Sacred and the Profane in Consumer Behavior: Theodicy on the Odyssey. *Journal of Consumer Research*, 16(1), 1-38.

- Belleflamme, P., Lambert, T., & Schwienbacher, A. (2010). Crowdfunding: An industrial organization perspective. In *Prepared for the workshop Digital Business Models: Understanding Strategies', held in Paris on June* (p. 25–26).
- Belleflamme, P., Omrani, N., & Peitz, M. (2015). The economics of crowdfunding platforms. *Information Economics and Policy*, 33, 11-28.
- Belvaux, B., & Flores, L. (2010). L'utilisation de «proxies» du Web pour la prédiction des marchés : Une application au marché cinématographique. *Décisions Marketing*, (57), 9-18.
- Benavent, C., & Evrard, Y. (2002). Extension du domaine de l'expérience. *Décisions marketing*, 7-11.
- Bendapudi, N., Singh, S. N., & Bendapudi, V. (1996). Enhancing helping behavior: An integrative framework for promotion planning. *The Journal of Marketing*, 33-49.
- Benjamin, G. A., Margulis, J., & Margulis, J. B. (2000). *Angel financing: How to find and invest in private equity* (Vol. 75). John Wiley & Sons.
- Bergadaà, M. (1988). Le temps et le comportement de l'individu: Première partie. *Recherche et Applications en Marketing (AFM c/o ESCP-EAP)*, 3(4), 57-72.
- Berger, A. N., & Udell, G. F. (1995). Relationship lending and lines of credit in small firm finance. *Journal of business*, 351-381.
- Berger, P. D., Weinberg, B., & Hanna, R. C. (2003). Customer lifetime value determination and strategic implications for a cruise-ship company. *Journal of Database Marketing & Customer Strategy Management*, 11(1), 40-52.
- Berger, S. C., & Messerschmidt, C. M. (2009). Babbling before banking? Online communities and pre-purchase information seeking. *International Journal of Bank Marketing*, 27(6), 446-466. <https://doi.org/10.1108/02652320910988320>
- Bessière, V., & Stéphany, E. (2014). Le financement par crowdfunding. Quelles spécificités pour l'évaluation des entreprises? *Revue française de gestion*, 40(242), 149-161. <https://doi.org/10.3166/rfg.242.149-161>
- Beuscart, J.-S., & Peerbaye, A. (2006). Histoires de dispositifs. *Terrains & travaux*, 11(2), 3-15.
- Bezes, C. (2011). Types de risques perçus et réducteurs de risques dans le commerce électronique : le cas du site Fnac.com, Abstract. *Management & Avenir*, (48), 404-422. <https://doi.org/10.3917/mav.048.0404>
- Bickart, B., & Schindler, R. M. (2001). internet forums as influential sources of consumer information. *Journal of interactive marketing*, 15(3), 31-40.
- Bieri, D. S. (2015). Crowdfunding the city: the end of 'cataclysmic money'? *Environment and Planning A*, 47(12), 2429-2435.
- Bikhchandani, S., Hirshleifer, D., & Welch, I. (1992). A theory of fads, fashion, custom, and cultural change as informational cascades. *Journal of Political Economy*, 100(5), 992.

- Bloch, P. H., Ridgway, N. M., & Sherrell, D. L. (1989). Extending the concept of shopping: An investigation of browsing activity. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 17(1), 13-21. <https://doi.org/10.1007/BF02726349>
- Block, J., Hornuf, L., & Moritz, A. (2018). Which updates during an equity crowdfunding campaign increase crowd participation? *Small Business Economics*, 50(1), 3-27.
- Bonnin, G. (2000). L'expérience de magasinage: conceptualisation et exploration des rôles du comportement physique et de l'aménagement de l'espace.
- Bouncken, R. B., Komorek, M., & Kraus, S. (2015). Crowdfunding: The Current State Of Research. *International Business & Economics Research Journal (IBER)*, 14(3), 407. <https://doi.org/10.19030/iber.v14i3.9206>
- Bourdieu, J., Cœuré, B., & Sédillot, B. (1997). Investissement, incertitude et irréversibilité Quelques développements récents de la théorie de l'investissement. *Revue économique*, 48(1), 23-53. <https://doi.org/10.2307/3502751>
- Boyer, K., Chevalier, A., Léger, J.-Y., & Sannajust, A. (2016). *Le crowdfunding*. Paris: La Découverte. Consulté à l'adresse <https://www.cairn.info/le-crowdfunding--9782707188106.htm>
- Brabham, D. C. (2010). Moving the Crowd at Threadless. *Information, Communication & Society*, 13(8), 1122-1145. <https://doi.org/10.1080/13691181003624090>
- Bradford, C. S. (2012). Crowdfunding and the federal securities laws. *Colum. Bus. L. Rev.*, 1.
- Bretschneider, U., Knaub, K., & Wieck, E. (2014). Motivations for Crowdfunding: What Drives the Crowd to Invest in Start-ups? (p. 12). Présenté à Twenty Second European Conference Information Systems.
- Bretschneider, Ulrich, & Leimeister, J. M. (2017). Not just an ego-trip: Exploring backers' motivation for funding in incentive-based crowdfunding. *The Journal of Strategic Information Systems*, 26(4), 246-260. <https://doi.org/10.1016/j.jsis.2017.02.002>
- Bridges, E., & Florsheim, R. (2008). Hedonic and utilitarian shopping goals: The online experience. *ResearchGate*, 61(4), 309-314. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2007.06.017>
- Brown, T. L., & Gentry, J. W. (1975). Analysis of Risk and Risk-Reduction StrategiesA Multiple Product Case. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 3(2), 148-160.
- Brucks, M. (1985). The Effects of Product Class Knowledge on Information Search Behavior. *Journal of Consumer Research*, 12(1), 1-16.
- Budescu, D. V. (2005). Confidence in Aggregation of Opinions from Multiple Sources. *Information sampling and adaptive cognition*, 327.
- Budescu, D. V., & Chen, E. (2015). Identifying Expertise to Extract the Wisdom of Crowds. *Management Science*, 61(2), 267-280. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1909>
- Burch, G. (2011). Herding Behavior as a Network Externality (p. 16). Présenté à Thirty Second International Conference on Information Systems, Shanghai.

Burtch, G., Ghose, A., & Wattal, S. (2013). An Empirical Examination of the Antecedents and Consequences of Contribution Patterns in Crowd-Funded Markets. *Information Systems Research*, 24(3), 499-519. <https://doi.org/10.1287/isre.1120.0468>

Burtch, G., Ghose, A., & Wattal, S. (2014). The Hidden Cost of Accommodating Crowdfunder Privacy Preferences- a Randomized Field Experiment. *Management Science*. *Management Science*.

Busenitz, L. W., & Barney, J. B. (1997). Differences between entrepreneurs and managers in large organizations: Biases and heuristics in strategic decision-making. *Journal of business venturing*, 12(1), 9-30.

Byrnes, J. P., Miller, D. C., & Schafer, W. D. (1999). Gender differences in risk taking: A meta-analysis. *Psychological Bulletin*, 125(3), 367-383. <https://doi.org/10.1037/0033-2909.125.3.367>

C.

Cadenhead, G. M., Weber, J., Brettel, M., Jaugey, C., & Rost, C. (2000). Business angels in Germany: How business angels in Germany help new entrepreneurs. *The Journal of Private Equity*, 50-58.

Carù, A., & Cova, B. (2006). Expériences de consommation et marketing expérientiel, Consumption experiences and experience based marketing. *Revue française de gestion*, no 162(3), 99-113. <https://doi.org/10.3166/rfg.162.99-115>

Cassar, G. (2004). The financing of business start-ups. *Journal of business venturing*, 19(2), 261-283.

Cefis, E., & Marsili, O. (2005). A matter of life and death: innovation and firm survival. *Industrial and Corporate change*, 14(6), 1167-1192.

Chan, C. R., & Parhankangas, A. (2017). Crowdfunding innovative ideas: How incremental and radical innovativeness influence funding outcomes. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 41(2), 237-263.

Charness, G., & Gneezy, U. (2012). Strong Evidence for Gender Differences in Risk Taking. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 83(1), 50-58. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2011.06.007>

Chen, H., De, P., Hu, Y. (Jeffrey), & Hwang, B.-H. (2014). Wisdom of Crowds: The Value of Stock Opinions Transmitted Through Social Media. *Review of Financial Studies*, 27(5), 1367-1403. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhu001>

Chen, K. C., Chen, Z., & Wei, K. J. (2009). Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 15(3), 273-289.

Chin, W. W. (1998). The partial least squares approach to structural equation modeling. *Modern methods for business research*, 295(2), 295-336.

- Chin, W. W., & Newsted, P. R. (1999). Structural equation modeling analysis with small samples using partial least squares. In *Statistical strategies for small sample research* (R. H. Hoyle, p. 307-341). Thousand Oaks: CA: Sage Publications.
- Cholakova, M., & Clarysse, B. (2015). Does the Possibility to Make Equity Investments in Crowdfunding Projects Crowd Out Reward-Based Investments? *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(1), 145-172. <https://doi.org/10.1111/etap.12139>
- Cieply, S., & Nadant, A.-L. L. (2016). Le crowdfunding : modèle alternatif de financement ou généralisation du modèle de marché pour les startups et les PME? *Revue d'économie financière*, (122), 255-272. <https://doi.org/10.3917/ecofi.122.0255>
- Collins, L., & Pierrakis, Y. (2012). The venture crowd: crowdfunding equity investments into business.
- Colombo, M. G., Franzoni, C., & Rossi-Lamastra, C. (2015). Internal Social Capital and the Attraction of Early Contributions in Crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(1), 75-100. <https://doi.org/10.1111/etap.12118>
- Corbin, J., & Strauss, A. (2008). *Basics of qualitative research* (Vol. 3eme éditions). Los Angeles: SAGE Publications, Inc.
- Cosh, A., Cumming, D., & Hughes, A. (2009). Outside entrepreneurial capital. *The Economic Journal*, 119(540), 1494-1533.
- Cova, B., & Cova, V. (2009). Les figures du nouveau consommateur: une genèse de la gouvernementalité du consommateur. *Recherche et Applications en Marketing*, 24(3), 81-100. <https://doi.org/10.1177/076737010902400305>
- Cova, Bernard, & Rémy, E. (2001). Comment et où classer la valeur de lien en marketing. *Actes du 17ème Congrès International de l'Association Française du Marketing*, 1-15.
- Cova, Bernard, & Remy, E. (2014). Consumption Seen From the Gift: State of the Art and Prospective. *Revue du MAUSS*, (44), 187-208.
- Cox, D.. (1967d). Risk taking and Information Handling, Risk Taking and Information Handling in Consumer Behavior (Harvard University Press, p. 604-639). Boston: Cox ed.
- Cronin Jr., J. J., Brady, M. K., & Hult, G. T. M. (2000). Assessing the Effects of Quality, Value, and Customer Satisfaction on Consumer Behavioral Intentions in Service Environments. *Journal of Retailing*, 76(2), 193.
- Croutsche, J.-J. (2002). Étude des relations de causalité: Utilisation des modèles d'équations structurelles (approche méthodologique). *La Revue des Sciences de Gestion: Direction et Gestion*, (198), 81.
- Cumming, D., Hervé, F., Schwenbacher, A., & Manthé, E. (2017). Hypothetical Bias Social Capital and Gender JPE.pdf. *working paper*.
- Cumming, D. J., Leboeuf, G., & Schwenbacher, A. (2014). Crowdfunding models: Keep-it-all vs. all-or-nothing. In *Paris December 2014 finance meeting EUROFIDAI-AFFI paper*.

Cunningham, L. F., Gerlach, J. H., Harper, M. D., & Young, C. E. (2005). Perceived risk and the consumer buying process: internet airline reservations. *International Journal of Service Industry Management*, 16(4), 357-372. <https://doi.org/10.1108/09564230510614004>

Cunningham, S. . (1967). The Major Dimensions of Perceived Risk. *Risk Taking and Information Handling in Consumer Behavior.*, 82-108.

D.

Da, Z., & Huang, X. (2015). Harnessing the Wisdom of Crowds. *Available at SSRN 2731884*.

Dabholkar, P. A. (1996). Consumer evaluations of new technology-based self-service options: an investigation of alternative models of service quality. *International Journal of research in Marketing*, 13(1), 29-51.

Debos, F. (2009). Le site internet, centre de pilotage et d'investigation de la marque vers les micro-communautés virtuelles. (p. 1-18). Présenté à Colloque international EUTIC2009 Enjeux et usages des TIC. Stratégies du changement dans les systèmes et les territoires.

Decrop, A. (2008). Les paradoxes du consommateur postmoderne, Abstract. *Reflets et perspectives de la vie économique, Tome XLVII(2)*, 85-93. <https://doi.org/10.3917/rpve.472.0085>

Denis, D. J. (2004). Entrepreneurial finance: an overview of the issues and evidence. *Journal of corporate finance*, 10(2), 301-326.

DeSarbo, W. S., & Choi, J. (1998). A latent structure double hurdle regression model for exploring heterogeneity in consumer search patterns. *Journal of Econometrics*, 89(1-2), 423-455.

Deterding, S., Dixon, D., Khaled, R., & Nacke, L. (2011). From game design elements to gamefulness: defining « gamification ». In *Proceedings of the 15th International Academic MindTrek Conference on Envisioning Future Media Environments - MindTrek '11* (p. 9). Tampere, Finland: ACM Press. <https://doi.org/10.1145/2181037.2181040>

Dholakia, U. M. (1997). An investigation of the relationship between perceived risk and product involvement. *ACR North American Advances*.

Dholakia, U. M., Bagozzi, R. P., & Pearo, L. K. (2004). A Social Influence Model of Consumer Participation in Network- and Small-group-based Virtual Communities. *International Journal of Research in Marketing*, 21(3), 241-263. <https://doi.org/10.1016/j.ijresmar.2003.12.004>

Doney, P. M., & Cannon, J. P. (1997). An examination of the nature of trust in buyer-seller relationships. *the Journal of Marketing*, 35-51.

Doshi, A. (2014). *The impact of high performance outliers on two-sided platforms: evidence from crowdfunding*. SSRN Working Paper.

Drucker-Godard, C., Ehlinger, S., & Grenier, C. (1999). Validité et fiabilité de la recherche. *Méthodes de recherche en management. RA Thiétart. Paris, Dunod*.

Dushnitsky, G., Guerini, M., Piva, E., & Rossi-Lamastra, C. (2016). Crowdfunding in Europe: determinants of platform creation across countries. *California management review*, 58(2), 44-71.

Dwyer, P. D., Gilkeson, J. H., & List, J. A. (2002). Gender differences in revealed risk taking: evidence from mutual fund investors. *Economics Letters*, 76(2), 151–158.

E.

Engel, J. F., Roger, D., & Miniard, P. W. (1993). Consumer behavior (Vol. 7th ed., p. 298-316). Chicago: The Dryden Press.

Erturk, I., Froud, J., Johal, S., Leaver, A., & Williams, K. (2007). The Democratization of Finance? Promises, Outcomes and Conditions. *Review of International Political Economy*, 14(4), 553-575.

Estrin, S., Gozman, D., & Khavul, S. (2018). The evolution and adoption of equity crowdfunding: entrepreneur and investor entry into a new market. *Small Business Economics*. <https://doi.org/10.1007/s11187-018-0009-5>

Estrin, S., & Khavul, S. (2016). Equity Crowdfunding and the socialization of entrepreneurial finance. *Academy of Management Proceedings*, 2016(1), 13036. <https://doi.org/10.5465/ambpp.2016.13036abstract>

Evrard, Y., & Aurier, P. (1996). Identification and validation of the components of the person-object relationship. *Journal of business research*, 37(2), 127-134.

Evrard, Y., Pras, B., Dussaix, A.-M., & Lilien, G. (2009). *Market 4ème édition. Fondements et méthodes des recherches en marketing* (Dunod).

F.

Fanto, J. A. (1998). We're All Capitalists Now: The Importance, Nature, Provision and Regulation of Investor Education. *Case W. Res. L. Rev.*, 49, 105.

Farrell, E. (2006). Do Business Angels learn or are they born that way? *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 26(2), 2.

Feeney, L., Haines Jr, G. H., & Riding, A. L. (1999). Private investors' investment criteria: insights from qualitative data. *Venture Capital: An international journal of entrepreneurial finance*, 1(2), 121-145.

Festinger, L. (1954). A theory of social comparison processes. *Human relations*, 7(2), 117-140.

Fiedler, S., & Horsch, A. (2014). Crowdinvesting als Finanzierungsalternative. *ZfKE–Zeitschrift für KMU und Entrepreneurship*, 62(1), 91-98.

Filser, MARC. (2002). Le marketing de la production d'expérience: Statut théorique et implications managériales. *Décisions Marketing*, (28), 13-22.

Filser, Marc. (2007). Décision, expérience et valeur de consommation-esquisse d'un nouveau cadre théorique pour l'analyse du comportement du consommateur. *Revue Sciences de Gestion*, (64).

- Filser, Marc. (2008). The Experience of Consumption: Managerial Concepts, Models and Challenges. *Recherche et Applications En Marketing (English Edition)*, 23(3), 1-4. <https://doi.org/10.1177/205157070802300301>
- Filser, Marc, & Plichon, V. (2004). La valeur du comportement de magasinage. *Revue française de gestion*, no 158(1), 29-43. <https://doi.org/10.3166/rfg.148.29-43>
- Florès, L. (2008). Web 2.0 : Des études ayant du répondant ! *Décisions Marketing*, (50), 79-82.
- Flynn, L. R., & Goldsmith, R. E. (1999). A short, reliable measure of subjective knowledge. *Journal of business research*, 46(1), 57–66.
- Fornell, C., Johnson, M. D., Anderson, E. W., Cha, J., & Bryant, B. E. (1996). The American customer satisfaction index: nature, purpose, and findings. *the Journal of Marketing*, 7-18.
- Fornell, C., & Larcker, D. F. (1981). Evaluating Structural Equation Models with Unobservable Variables and Measurement Error. *Journal of Marketing Research*, 18(1), 39. <https://doi.org/10.2307/3151312>
- Francis, J. J., Johnston, M., Robertson, C., Glidewell, L., Entwistle, V., Eccles, M. P., & Grimshaw, J. M. (2010). What is an adequate sample size? Operationalising data saturation for theory-based interview studies. *Psychology and Health*, 25(10), 1229-1245.
- Friesz, C. R. (2015). Crowdfunding & Investor Education: Empowering Investors to Mitigate Risk & Prevent Fraud. *Suffolk University Law Review*, 48, 131.
- Frydrych, D., Bock, A. J., Kinder, T., & Koeck, B. (2014). Exploring entrepreneurial legitimacy in reward-based crowdfunding. *Venture Capital*, 16(3), 247-269.
- Füller, J. (2006). Why consumers engage in virtual new product developments initiated by producers. *ACR North American Advances*.
- Fullerton, G. (2005). How commitment both enables and undermines marketing relationships. *European journal of marketing*, 39(11/12), 1372-1388.
- G.**
- Galton, F. (1907). Vox populi (The wisdom of crowds). *Nature*, 75(7), 450-451.
- Ganzach, Y. (2000). Judging risk and return of financial assets. *Organizational behavior and human decision processes*, 83(2), 353-370.
- Gefen, D. (2000). E-commerce: the role of familiarity and trust. *Omega*, 28(6), 725-737.
- Gerber, E., & Hui, J. (2013). Crowdfunding: Motivations and Deterrents for Participation. *ACM Transactions on Computing-Human Interaction*, 20(6).
- Gierczak, M. M., Bretschneider, U., Haas, P., Blohm, I., & Leimeister, J. M. (2016). Crowdfunding: Outlining the New Era of Fundraising. In D. Brüntje & O. Gajda (Éd.), *Crowdfunding in Europe* (p. 7-23). Cham: Springer International Publishing. https://doi.org/10.1007/978-3-319-18017-5_2

- Giles, J. (2005). Internet encyclopaedias go head to head. *Nature*, 438, 900.
- Gilson, R. J. (2003). Engineering a venture capital market: lessons from the American experience. *Stanford Law Review*, 1067-1103.
- Ginglinger, E. (2002). L'actionnaire comme contrôleur. *Revue française de gestion*, (5), 37-55.
- Girard, C. (2007). Actionnariat: proposition d'une nouvelle typologie. *Gestion 2000*, 24(4).
- Gras, D., Nason, R. S., Lerman, M., & Stellini, M. (2017). Going offline: broadening crowdfunding research beyond the online context. *Venture Capital*, 19(3), 217-237. <https://doi.org/10.1080/13691066.2017.1302061>
- Greenleaf, E. A., & Lehmann, D. R. (1995). Reasons for Substantial Delay in Consumer Decision Making. *Journal of Consumer Research*, 22(2), 186-199.
- Griffin, Z. J. (2012). Crowdfunding: fleecing the American masses. *Case W. Res. J.L. Tech. & internet*, 4, 375.
- Guenther, C., Schweizer, D., & Johan, S. (2016). Is the Crowd Sensitive to Distance? — How Investment Decisions Differ by Investor Type. Unpublished. <https://doi.org/10.13140/rg.2.2.29389.23523>
- Güner, A., Malmendier, U., & Tate, G. (2008). Financial expertise of directors. *Journal of Financial Economics*, 88(2), 323-354. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.05.009>

H.

- Haas, P., Blohm, I., & Leimeister, J. M. (2014). An Empirical Taxonomy of Crowdfunding Intermediaries (p. 18). Présenté à Thirty Fifth International Conference on Information System, Auckland.
- Hagedorn, A., & Pinkwart, A. (2013). *Crowdinvesting as a financing instrument for startups in Germany. A critical platform analysis*. HHL Working Paper.
- Hair, J., & al. (1998). *Multivariate Data Analysis with Readings*, Upper Saddle Rivers, NJ : Prentice Hall.
- Härkönen, J. (2014). Crowdfunding and its utilization for startup finance in Finland—factors of a successful campaign, *working paper*.
- Harms, M. (2007). *What drives motivation to participate financially in a crowdfunding community?*
- Hars, A., S. O. (2002). Working for free? Motivations for participating in open-source projects. *International Journal of Electronic Commerce*, 6(3), 25-39.
- Hemer, J. (2011). *A Snapshot on Crowdfunding* (No. R2/2011). Working papers firms and region.
- Hershey, D. A., Walsh, D. A., Read, S. J., & Chulef, A. S. (1990). The effects of expertise on financial problem solving: Evidence for goal-directed, problem-solving scripts.

Organizational Behavior and Human Decision Processes, 46(1), 77-101.
[https://doi.org/10.1016/0749-5978\(90\)90023-3](https://doi.org/10.1016/0749-5978(90)90023-3)

- Hervé, F., Manthé, E., Sannajust, A., & Schwienbacher, A. (2016). Investor Motivations in Investment-Based Crowdfunding. *working paper*.
- Herzenstein, M., Sonenshein, S., & Dholakia, U. M. (2011). Tell me a good story and I may lend you money: the role of narratives in peer-to-peer lending decisions. *Journal of Marketing Research*, 48, 138–149.
- Hill, S., & Ready-Campbell, N. (2011). Expert stock picker: the wisdom of (experts in) crowds. *International Journal of Electronic Commerce*, 15(3), 73-102.
- Hirschman, E. C., & Holbrook, M. B. (1982). Hedonic Consumption: Emerging Concepts, Methods and Propositions. *Journal of Marketing*, 46(3), 92.
- Hirshleifer, D., & Teoh, S. H. (2003). Herd Behaviour and Cascading in Capital Markets: a Review and Synthesis. *European Financial Management*, 9(1), 25-66.
- Hoegen, A., Steininger, D. M., & Veit, D. (2017). An Interdisciplinary Review of Investor Decision-Making in Crowdfunding. In *in Leimeister, J.M.; Brenner, W. (Hrsg.): Proceedings der 13. Internationalen Tagung Wirtschaftsinformatik* (p. 664-667). St Gallen.
- Holbrook, M. B. (1994). The Nature of Customer Value: An Axiology of Services in the Consumption Experience. In *Service Quality: New Directions in Theory and Practice* (p. 21-71). SAGE Publications, Inc. <https://doi.org/10.4135/9781452229102.n2>
- Holbrook, M. B. (1999). *Consumer Value: A Framework for Analysis and Research*. Psychology Press.
- Holt, D. B. (1995). How consumers consume: A typology of consumption practices. *Journal of consumer research*, 22(1), 1–16.
- Hornuf, L., & Schwienbacher, A. (2014). The Emergence of Crowdfunding in Europe. *Available at SSRN 2481994*.
- Hornuf, L., & Schwienbacher, A. (2015). Funding Dynamics in Crowdfunding, *Annual Conference (Muenster): Economic Development – Theory and Policy* from Verein für Socialpolitik / German Economic Association.
- Hornuf, L., & Schwienbacher, A. (2017). Should securities regulation promote equity crowdfunding? *Small Business Economics*, 49(3), 579-593. <https://doi.org/10.1007/s11187-017-9839-9>
- Howe, J. (2006). The Rise of Crowdsourcing. *Wired magazine* 14(6), 1-4.
- Hu, L., & Bentler, P. M. (1999). Cutoff criteria for fit indexes in covariance structure analysis: Conventional criteria versus new alternatives. *Structural Equation Modeling: A Multidisciplinary Journal*, 6(1), 1-55. <https://doi.org/10.1080/10705519909540118>
- Huang, M.-H. (2003). Designing website attributes to induce experiential encounters. *computers in Human Behavior*, 19(4), 425-442.

Hundleby, J. D., & Nunnally, J. (1968). Psychometric Theory. *American Educational Research Journal*, 5(3), 431. <https://doi.org/10.2307/1161962>

I.

Ingene, C., & Hughes M.A. (1985). Risk Management by Consumers. *Research in Consumer Behavior*, 1, 103-158.

J.

Jacoby, J., & Kaplan, L. B. (1972). The Components of Perceived Risk. *SV - Proceedings of the Third Annual Conference of the Association for Consumer Research*.

Johnson, M. D., Anderson, E. W., & Fornell, C. (1995). Rational and adaptive performance expectations in a customer satisfaction framework. *Journal of consumer research*, 21(4), 695-707.

Johnson, M. S., Sivadas, E., & Garbarino, E. (2008). Customer satisfaction, perceived risk and affective commitment: an investigation of directions of influence. *Journal of Services Marketing*, 22(5), 353-362. <https://doi.org/10.1108/08876040810889120>

Joo, H. (2017). *The entrepreneur-investor relationship*. Universitat Autònoma de Barcelona, Barcelone.

Jöreskog, R. ., & Wold, H. (1982). The ML and PLS techniques for modeling with latent variables: Historical and comparative aspects. In *Systems under indirect observation: Part I* (p. 263-270). Amsterdam: North-Holland: K.G. Jöreskog et H. Wold (coord.).

K.

Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263-292.

Kaminski, J. C., Hopp, C., & Tykvova, T. (2016). New Technology Assessment in Entrepreneurial Financing-Can Crowdfunding Predict Venture Capital Investments? *Available at SSRN 2829777*.

Kapp, K. M. (2012). *The gamification of learning and instruction: game-based methods and strategies for training and education*. John Wiley & Sons.

Kaye, B. K., & Johnson, T. J. (1999). Research methodology: Taming the cyber frontier: Techniques for improving online surveys. *Social Science Computer Review*, 17(3), 323-337.

Kiesler, S., & Kittur, A. (2009). Regulation Behavior in Oline Communities. *Building Successful Online Communities: Evidence-Based Social Design*. MIT Press, Cambridge, MA.

Kim, H.-S. (2006). Using hedonic and utilitarian shopping motivations to profile inner city consumers. *Journal of Shopping Center Research*, 13(1), 57-79.

- Kim, K., & Viswanathan S. (2014). The Experts in the Crowd: The Role of Reputable Investors in a Crowdfunding Market, *working paper*, 33.
- Kirsch, D., Goldfarb, B., & Gera, A. (2009). Form or substance: the role of business plans in venture capital decision making. *Strategic Management Journal*, 30(5), 487-515.
- Kleemann, F., Voss, G., & Rieder, K. (2008). Un(der)Paid Innovators: The Commercial Utilization of Consumer Work through Crowdsourcing. *Science, Technology & Innovation Studies*, 4(1).
- Kollat, D. T., Blackwell, R. D., & Engel, J. F. (1972). The Current Status of Consumer Behavior Research: Developments During the 1968-1972 Period. In *SV - Proceedings of the Third Annual Conference of the Association for Consumer Research* (p. 576-585). Association for Consumer Research.
- Koning, R., & Model, J. (2013). Social Influence Mechanisms in Crowdfunding Cascades: When Nothing is Better than Something, 27.
- Kortleben, H., & Vollmar, B. (2012). Crowdfunding, an Innovative Option for Startup Financing? (p. 404-412). Présenté à Proceedings of the 7th European Conference on Innovation and Entrepreneurship Escola Superior de Gestão e Tecnologia Instituto Politécnico de Santarém.
- Korzaan, M. L. (2003). Going with the flow: Predicting online purchase intentions. *Journal of Computer Information Systems*, 43(4), 25-31.
- Koutun, A. (2016). Quality signals in equity-based crowdfunding., 48.
- Kuppuswamy, V., & Bayus, B. L. (2013). Crowdfunding Creative Ideas: The Dynamics of Project Backers in Kickstarter. *UNC Kenan-Flagler Research Paper No. 2013-15*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2234765>
- Kuppuswamy, V., & Bayus, B. L. (2018). Crowdfunding Creative Ideas: The Dynamics of Project Backers. In *The Economics of Crowdfunding* (p. 151-182). Palgrave Macmillan, Cham. https://doi.org/10.1007/978-3-319-66119-3_8

L.

- Lai, A. W. (1995). Consumer Values, Product Benefits and Customer Value: a Consumption Behavior Approach. *ACR North American Advances*, NA-22.
- Lallement, J. (2010). L'impact de la pression temporelle sur le traitement des informations. *Recherche et Applications en Marketing (AFM c/o ESCP-EAP)*, 25(4), 45-68.
- Lambert, T., & Schwienbacher, A. (2010). An Empirical Analysis of Crowdfunding. Social Science Research Network, 1578175, 1-23.
- Lambey, C. (1999). *Le comportement du consommateur face au prix: le concept du prix élargi* (Thèse de doctorat en sciences de gestion). Université d'Auvergne.
- Landström, H. (1992). The relationship between private investors and small firms: an agency theory approach. *Entrepreneurship & Regional Development*, 4(3), 199-223.

- Laurent, G., & Kapferer, J.-N. (1986). Les profils d'implication. *Recherche et Applications en Marketing*, 1(1), 41-57.
- Lebon, G. (1905). La psychologie des foules. *Paris, Alcan.*
- Leclercq, T., Hammedi, W., & Poncin, I. (2016). Dix ans de co-creation de valeur : une revue integrative. *Recherche et Applications en Marketing*, 31(3), 29-66. <https://doi.org/10.1177/0767370116638270>
- L'Écuyer, R. (1987). L'analyse de contenu : notion et étapes. In *Les méthodes de la recherche qualitative* (éds. J.-P. Deslauriers, p. 49-65). Québec: Presses de l'Université du Québec.
- Lehuédé, F. (2009). L'internet participatif redonne confiance aux consommateurs. *Consommation et modes de vie*, (222).
- Lei, Y., Yayla, A. A., & Kahai, S. S. (2018). Unique Challenges of Decision-Making Process on Crowdfunding Platforms—An Exploratory Study, 9.
- Leimeister, J. M., & Zogaj, S. (2013). *Neue Arbeitsorganisation durch Crowdsourcing: Eine Literaturstudie*. Arbeitspapier, Arbeit und Soziales.
- Lemoine, J.-F., & Onnée, S. (2003). Vers une analyse des enjeux et des pratiques de la gestion de la relation avec l'actionnaire individuel. *Décisions Marketing*, 25-37.
- Lichtlé, M.-C., & Plichon, V. (2008). Mieux comprendre la fidélité des consommateurs. *Recherche et Applications en Marketing*, 23(4), 121-141.
- Lin, M., Prabhala, N. R., & Viswanathan, S. (2013). Judging Borrowers by the Company They Keep: Friendship Networks and Information Asymmetry in Online Peer-to-Peer Lending. *Management Science*, 59(1), 17-35. <https://doi.org/10.1287/mnsc.1120.1560>
- Lin, Y., Boh, W. F., & Goh, K. H. (2014). How Different are Crowdfunders? Examining Archetypes of Crowdfunders and Their Choice of Projects. *Academy of Management Proceedings*, 2014(1), 13309. <https://doi.org/10.5465/AMBPP.2014.209>
- Lin, Y., Boh, W. F., & Goh, K. H. (2017). How Different are Crowdfunders? Examining Archetypes of Crowdfunders and Their Choice of Projects.
- Little, D., & Melanthiou, D. (2006). Consumer perceptions of risk and uncertainty and the implications for behaviour towards innovative retail services: The case of Internet Banking. *Journal of Retailing and Consumer Services*, 13(6), 431-443. <https://doi.org/10.1016/j.jretconser.2006.02.006>
- Liu, D., Brass, D., Lu, Y., & Chen, D. (2015). Friendships in online peer-to-peer lending: Pipes, prisms, and relational herding. *MIS Quarterly*, 39(3), 729-742.
- Lukkarinen, A., Teich, J. E., Wallenius, H., & Wallenius, J. (2016). Success Drivers of Online Equity Crowdfunding Campaigns. *Decision Support Systems*, 87, 26-38. <https://doi.org/10.1016/j.dss.2016.04.006>

M.

- Ma, M., & Agarwal, R. (2007). Through a glass darkly: Information technology design, identity verification, and knowledge contribution in online communities. *Information systems research*, 18(1), 42-67.
- Mackay, C. (1852). *Memoirs of extraordinary popular delusions and the madness of crowds: Illustrated with numerous engravings.*(2 Thle in 1 vol.). II. Office of the National Illustrated Library.
- Mannes, A. E., Larrick, R. P., & Soll, J. B. (2012). The social psychology of the wisdom of crowds. In J. I. Krueger (Ed.), *Frontiers of social psychology. Social judgment and decision making* (pp. 227-242). New York, NY, US: Psychology Press.
- Martínez-Climent, C., Zorio-Grima, A., & Ribeiro-Soriano, D. (2018). Financial return crowdfunding: literature review and bibliometric analysis. *International Entrepreneurship and Management Journal*. <https://doi.org/10.1007/s11365-018-0511-x>
- Mason, C. M., & Harrison, R. T. (1996). Informal venture capital: a study of the investment process, the post-investment experience and investment performance. *Entrepreneurship & Regional Development*, 8(2), 105-126.
- Mason, C. M., & Harrison, R. T. (2008). Measuring business angel investment activity in the United Kingdom: a review of potential data sources. *Venture Capital*, 10(4), 309-330.
- Mason, C., & Stark, M. (2004). What do investors look for in a business plan? A comparison of the investment criteria of bankers, venture capitalists and business angels. *International small business journal*, 22(3), 227-248.
- Massolution. (2015). *2015 CF- Crowdfunding Industry Report*.
- Mathwick, C., Malhotra, N., & Rigdon, E. (2001). Experiential value: conceptualization, measurement and application in the catalog and Internet shopping environment 1. *Journal of retailing*, 77(1), 39-56.
- McKenny, A. F., Allison, T. H., Ketchen Jr, D. J., Short, J. C., & Ireland, R. D. (2017). How should crowdfunding research evolve? A survey of the entrepreneurship theory and practice editorial board. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 41(2), 291-304.
- McKinley, D. (2012). Practical management strategies for crowdsourcing in libraries, archives and museums. School of Information Management, Faculty of Commerce and Administration, Victoria University of Wellington.
- Mencarelli, R. (2008). L'interaction lieu - objet comme conceptualisation de l'expérience vécue: test d'un modèle intégrateur. *Recherche et Applications en Marketing*, 23(3), 51-69.
- Mencarelli, R., & Pulh, M. (2005). *Comment positionner l'offre culturelle? De la compréhension de la relation personne-objet à l'intégration du lieu de consommation*.
- Merle, A. (2007). *La valeur perçue de la customisation de masse : proposition et test d'un modèle intégrateur*. Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion. Université d'Aix-Marseille.

- Metrick, A., & Yasuda, A. (2010). *Venture capital & the finance of innovation* (Second Edition). John Wiley & Sons, Inc.
- Mills, P. K., & Margulies, N. (1980). Toward a core typology of service organizations. *Academy of Management Review*, 5(2), 255-266.
- Minvielle, N., & Mars, M.-C. (2010). L'influence de la musique d'ambiance en environnement de services: une étude exploratoire en contexte hôtelier.
- Mitchell, V.-W., & Greatorex, M. (1989). Risk reducing strategies used in the purchase of wine in the UK. *European Journal of Marketing*, 23(9), 31-46.
- Mitchell, V.-W., & Greatorex, M. (1993). Risk perception and reduction in the purchase of consumer services. *Service Industries Journal*, 13(4), 179-200.
- Mitra, T., & Gilbert, E. (2014). The language that gets people to give: Phrases that predict success on kickstarter (p. 49-61). Présenté à Proceedings of the 17th ACM conference on Computer supported cooperative work & social computing, ACM.
- Mohammadi, A., Shafi, K., & al. (2015). The contribution patterns of equity-crowdfunding investors: Gender, Risk aversion and Observational learning.
- Mollick, E. R. (2014). Swept away by the crowd_ Crowdfunding, venture capital, and the selection of Entrepreneurs.
- Mollick, E. R., & Kuppuswamy, V. (2014). After the Campaign: Outcomes of Crowdfunding. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2376997>
- Mollick, E. R., & Nanda, R. (2014). Wisdom or Madness? Comparing Crowds with Expert Evaluation in Funding the Arts. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2443114>
- Monroe, K. B., & Krishnan, R. (1985). The Effect of Price on Subjective Product Evaluations. In *Perceives Quality*, ed. J.Jacoby et J.Olson. (Lexington Books, p. 209-232).
- Moorman, C., Deshpande, R., & Zaltman, G. (1993). Factors affecting trust in market research relationships. *the Journal of Marketing*, 81-101.
- Moritz, A., & Block, J. H. (2014). Crowdfunding: A Literature Review and Research Directions. Available at SSRN 2554444.
- Moritz, A., & Block, J. H. (2016). Crowdfunding: A literature review and research directions. In *Crowdfunding in Europe* (p. 25-53). DOI : 10.2139/ssrn.2554444.
- Moritz, A., Block, J., & Lutz, E. (2015). Investor communication in equity-based crowdfunding: a qualitative-empirical study. *Qualitative Research in Financial Markets*, 7(3), 309-342. <https://doi.org/10.1108/QRFM-07-2014-0021>
- Morrisette, S. G. (2007). A profile of angel investors. *The Journal of Private Equity*, 52-66.

Moser, N. A., Garaus, C., & Lettl, C. U. (2017). Exploring Roles of Crowdinvestors in Start-ups. *Academy of Management Proceedings*, 2017(1). <https://doi.org/10.5465/ambpp.2017.13638abstract>

Mourre, M.-L. (2013). La modélisation par équations structurelles basée sur la méthode PLS : une approche intéressante pour la recherche en marketing, 24.

Moysidou, K., & Spaeth, S. (2016). Cognition, emotion and perceived values in crowdfunding decision making (p. 22). In 14th International Conference.

Murphy, P. E., & Enis, B. M. (1986). Classifying products strategically. *The Journal of Marketing*, 50(2), 24-42.

N.

Nardi, B. A., Schiano, D. J., Gumbrecht, M., & Swartz, L. (2004). Why we blog. *Communications of the ACM*, 47(12), 41-46.

NESTA. (2009). *Siding with the Angels*. London: UK : Nesta.

Nofer, M. (2015). Are Crowds on the Internet Wiser than Experts? – The Case of a Stock Prediction Community. In M. Nofer, *The Value of Social Media for Predicting Stock Returns* (p. 27-61). Wiesbaden: Springer Fachmedien Wiesbaden.

Nofer, M., & Hinz, O. (2014). Are crowds on the internet wiser than experts? The case of a stock prediction community. *Journal of Business Economics*, 84(3), 303-338.

O.

Odean, T. (1998). Are Investors Reluctant to Realize Their Losses? *The Journal of Finance*, LIII(5).

Onnée, S., & Renault, S. (2013). Le financement participatif: atouts, risques et conditions de succès. *Gestion*, 38(3), 54. <https://doi.org/10.3917/riges.383.0054>

Ordanini, A., Miceli, L., Pizzetti, M., & Parasuraman, A. (2011). Crowd- funding: transforming customers into investors through innovative service platforms. *Journal of Service Management*, 22(4), 443-470. <https://doi.org/10.1108/09564231111155079>

Ouvry, M., & Ladwein, R. (2006). Pour une approche raisonnée de l'expérience de consommation (p. 32). Présenté à Journée de Recherche de l'Association Tunisienne de Marketing.

Ozen, H., & Kodaz, N. (2012). Utilitarian or Hedonic? A cross cultural study in online shopping. *Organizations & Markets in Emerging Economies*, 3(2), 80-90.

P.

Park, C. W., Mothersbaugh, D. L., & Feick, L. (1994). Consumer knowledge assessment. *Journal of consumer research*, 21(1), 71-82.

- Parodi, G. (2011). *Acheter pour s'engager : la figure du consomm'acteur du commerce équitable*. (Thèse de Doctorat en Sciences de Gestions). Université de Nantes.
- Passebois-Ducros, J., & Aurier, P. (2004). Le rôle de l'expertise des consommateurs dans l'expérience culturelle: une approche par la valeur de consommation. *9 Journées de Recherche en Marketing de Bourgogne*.
- Peterson, R. A., & Merino, M. C. (2003). Consumer information search behavior and the Internet. *Psychology & Marketing*, 20(2), 99-121.
- Piva, E., & Rossi-Lamastra, C. (2017). Human capital signals and entrepreneurs' success in equity crowdfunding. *Small Business Economics*, 1-20. <https://doi.org/10.1007/s11187-017-9950-y>
- Podsakoff, P. M., MacKenzie, S. B., Lee, J.-Y., & Podsakoff, N. P. (2003). Common method biases in behavioral research: A critical review of the literature and recommended remedies. *Journal of applied psychology*, 88(5), 879.
- Polzin, F., Toxopeus, H., & Stam, E. (2018). The wisdom of the crowd in funding: information heterogeneity and social networks of crowdfunders. *Small Business Economics*, 50(2), 251-273. <https://doi.org/10.1007/s11187-016-9829-3>
- Prahalad, C. K., & Ramaswamy, V. (2004). Co-creation experiences: The next practice in value creation. *Journal of interactive marketing*, 18(3), 5-14.
- Pulh, M. (2002). *La valorisation de l'expérience de consommation d'activités culturelles : Le cas des festivals d'arts de la rue* (Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion). Université de Bourgogne, Dijon.
- Pulh, M., & Mencarelli, R. (2010). Muséo-parcs et réanchantement de l'expérience muséale : Le cas de la Cité des Arts et des Sciences de Valencia. *Décisions Marketing*, (60), 21-31.

Q.

R.

- Raïes, K., & Gavard-Perret, M.-L. (2011). Intention de fidélité à la marque des participants à une communauté virtuelle de marque: le rôle dual de l'engagement. *Recherche et Applications En Marketing*, 26(3), 23-43. <https://doi.org/10.1177/076737011102600302>
- Ravina, E. (s. d.). Love & Loans: The Effect of Beauty and Personal Characteristics in Credit Markets.
- SAGE (2017). *Issues in Entrepreneurship & Small Business Management: Articles from SAGE Business Researcher*. First Edition. *SAGE Publications*.
- Resnick, P., & Kraut, R. (2011). Evidence-based social design: Introduction. *Evidence-based social design: Mining social sciences to build online communities*.
- Riar, F., Hienerth, C., & Berg Jensen, M. (2017). Exploring the Behavior of Novice against Experienced Investors in Equity Crowdfunding. *Academy of Management Proceedings*, 2017(1), 16111. <https://doi.org/10.5465/ambpp.2017.16111abstract>

- Richins, M. L. (1997). Measuring emotions in the consumption experience. *Journal of Consumer Research*, 24(2), 127-146.
- Riding, A., Dal Cin, P., Duxbury, L., Haines, G., & Safrata, R. (1993). Informal Investors in Canada: The Identification of Salient Characteristics, A Report submitted to the Federal Department of Industry. *Science and Technology Canada and to the Ministry of Economic Development and Trade of the Province of Ontario, Canada*.
- Rivière, A., & Mencarelli, R. (2012). Vers une clarification théorique de la notion de valeur perçue en marketing. *Recherche et Applications en Marketing*, 27(3), 97–123.
- Roederer, C. (2008). *L'expérience de consommation : exploration conceptuelle, méthodologique et stratégique*. Université de Bourgogne, Dijon. Consulté à l'adresse http://crego.u-bourgogne.fr/images/stories/resume_these/claireroederer.pdf
- Roselius, T. (1971). Consumer Rankings of Risk Reduction Methods. *Journal of Marketing*, 35(1), 56-61. <https://doi.org/10.2307/1250565>
- Rossi, M. (2014). The New Ways to Raise Capital: An Exploratory Study of Crowdfunding. *International Journal of Financial Research*, 5(2). <https://doi.org/10.5430/ijfr.v5n2p8>
- Ryan, R. M., & Deci, E. L. (2000). Intrinsic and Extrinsic Motivations: Classic Definitions and New Directions. *Contemporary Educational Psychology*, 25(1), 54-67. <https://doi.org/10.1006/ceps.1999.1020>
- Ryu, S., & Kim, Y.-G. (2014). *Dynamics of the Crowdfunding Platform: Crowdfunding Participation Model Development and Empirical Analysis* (SSRN Scholarly Paper No. ID 2423315). Rochester, NY: Social Science Research Network.

S.

- Salomon, V. (2018). Strategies of Startup Evaluation on Crowdfunding Platforms: the Case of Switzerland. *Journal of Innovation Economics & Management*, 291.
- Schary, P. B. (1971). Consumption and the Problem of Time. *Journal of Marketing*, 35(2), 50-55.
- Scheder, B., & Kaegaard, C. (2014). *Crowdinvestor Decision-Making: A Study of Motivation Investment Criteria and Process* (Master Thesis). Copenhagen Business School.
- Schulten, M. B., & Schaefer, F. (2015). Affective commitment and customer loyalty in crowdsourcing antecedent. *The International Review of Retail, Distribution and Consumer Research*, 25(5), 516-528.
- Schulz, M., Haas, P., Schulthess, K., Blohm, I., & Leimeister, J. M. (2015). How idea creativity and hedonic value influence project success in crowdfunding. Présenté à 12. Internationale Tagung Wirtschaftsinformatik (WI 2015): Smart Enterprise Engineering, Osnabrück, Germany.
- Schwienbacher, A. (2007). A theoretical analysis of optimal financing strategies for different types of capital-constrained entrepreneurs. *Journal of Business Venturing*, 22(6), 753-781.

- Schwienbacher, A., & Larralde, B. (2010). Crowdfunding of small entrepreneurial ventures. *Handbook of Entrepreneurial Finance, Oxford University Press, Forthcoming*. Consulté à l'adresse http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1699183
- Sheth, J. N., Newman, B. I., & Gross, B. L. (1991). Why we buy what we buy: A theory of consumption values. *Journal of Business Research*, 22(2), 159-170. [https://doi.org/10.1016/0148-2963\(91\)90050-8](https://doi.org/10.1016/0148-2963(91)90050-8)
- Short, H. (1994). Ownership, control, financial structure and the performance of firms. *Journal of economic surveys*, 8(3), 203-249.
- Schumpeter, J. (1942). Creative destruction. *Capitalism, socialism and democracy*, 825, 82-85.
- Siegel, B. P. (2012). Title III of the Jobs Act: Using Unsophisticated Wealth to Crowdfund Small Business Capital or Fraudsters' Bank Accounts. *Hofstra L. Rev.*, 41, 777.
- Sigar, K. (2012). Fret no more: inapplicability of crowdfunding concerns in the internet age and the JOBS Act's safeguards. *Administrative Law Review*, 473-506.
- Signori, A., & Vismara, S. (2016). Returns on Investments in Equity Crowdfunding. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2765488>
- Slater, S. F. (1997). Developing a Customer Value-Based Theory of the Firm. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 25(2), 162.
- Slovic, P., Finucane, M. L., Peters, E., & MacGregor, D. G. (2004). Risk as analysis and risk as feelings: Some thoughts about affect, reason, risk, and rationality. *Risk analysis*, 24(2), 311-322.
- Smith, D. J., Harrison, R. T., & Mason, C. M. (2010). Experience, heuristics and learning: The angel investment process. *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 30(2), 3.
- Spiggle, S. (1994). Analysis and interpretation of qualitative data in consumer research. *Journal of consumer research*, 21(3), 491-503.
- Steenkamp, J.-B. E., & Baumgartner, H. (1992). The role of optimum stimulation level in exploratory consumer behavior. *Journal of consumer research*, 19(3), 434-448.
- Stuart, T. E., Hoang, H., & Hybels, R. C. (1999). Interorganizational endorsements and the performance of entrepreneurial ventures. *Administrative science quarterly*, 44(2), 315-349.
- Sullivan, B., & Ma, S. (2012). Crowdfunding: potential legal disaster waiting to happen. *Retrieved from Forbes.com*.
- Sweeney, J. C., & Soutar, G. N. (2001). Consumer perceived value: The development of a multiple item scale. *Journal of Retailing*, 77(2), 203-220. [https://doi.org/10.1016/S0022-4359\(01\)00041-0](https://doi.org/10.1016/S0022-4359(01)00041-0)

T.

- Terry, H. P., Schwartz, D., & Sun, T. (2015). *The Socialization of Finance* (The Future of Finance No. 3). Goldman Sachs.

- Thaler, R., & Sunstein, C. (2008). *Nudge: The gentle power of choice architecture*. New Haven, Conn.: Yale.
- Thuan, N. H., Antunes, P., & Johnstone, D. (2016). Factors influencing the decision to crowdsource: A systematic literature review. *Information Systems Frontiers*, 18(1), 47-68.
- Tomczak, A., & Brem, A. (2013). A conceptualized investment model of crowdfunding. *Venture Capital*, 15(4), 335-359.
- Tractinsky, N., & Srinivasan Rao, V. (2001). Incorporating social dimensions in Web- store design. *Human Systems Management*, 20(2), 105-121.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Sciences*, 185(4157), 1124-1131.

U.

- Urbany J.E., J., Dickson, P. R., & Wilkie, W.. (1989). Buyer Uncertainty and Information Search. *Journal of Consumer Research*, 16, 208-215.

V.

- Valančienė, L., & Jegelevičiūtė, S. (2013). Valuation of crowdfunding: benefits and drawbacks. *Economics and Management*, 18(1). <https://doi.org/10.5755/j01.em.18.1.3713>
- Van Osnabrugge, M., & Robinson, R. J. (2000). *Angel Investing: Matching Startup Funds with Startup Companies--The Guide for Entrepreneurs and Individual Investors*. John Wiley & Sons.
- Vanhamme, J. (2002). La satisfaction des consommateurs spécifique à une transaction: définition, antécédents, mesures et modes. *Recherche et Applications en Marketing (French Edition)*, 17(2), 55-85.
- Vargo, S. L., & Lusch, R. F. (2004). Evolving to a new dominant logic for marketing. *Journal of marketing*, 68(1), 1-17.
- Vézina, R. (1999). Pour comprendre et analyser l'expérience du consommateur. *Gestion*, 24(2), 59-65.
- Vinzi, V. E., Trinchera, L., & Amato, S. (2010). PLS Path Modeling: From Foundations to Recent Developments and Open Issues for Model Assessment and Improvement. In V. Esposito Vinzi, W. W. Chin, J. Henseler, & H. Wang (Éd.), *Handbook of Partial Least Squares* (p. 47-82). Berlin, Heidelberg: Springer Berlin Heidelberg. https://doi.org/10.1007/978-3-540-32827-8_3
- Vismara, S. (2015). Information Cascades Among Investors in Equity Crowdfunding. Available at SSRN 2589619.
- Vismara, S. (2016). Equity retention and social network theory in equity crowdfunding. *Small Business Economics*, 46(4), 579-590. <https://doi.org/10.1007/s11187-016-9710-4>

Vismara, S. (2018). Signaling to Overcome Inefficiencies in Crowdfunding Markets. In D. Cumming & L. Hornuf (Éd.), *The Economics of Crowdfunding* (p. 29-56). Cham: Springer International Publishing. https://doi.org/10.1007/978-3-319-66119-3_3

Vogel, J., & Moll, B. (2014). Crowdfunding for Real Estate, 12.

Volle, P. (1995). Le concept de risque perçu en psychologie du consommateur : Antecedents et statut théorique. *Recherche et Applications en Marketing*, 10(1), 39-56. <https://doi.org/10.1177/076737019501000103>

Volle, Pierre, & Charfi, A. A. (2011). Valeur perçue et comportements en ligne en état d'immersion : le rôle modérateur de l'implication et de l'expertise (p. 1-25). Présenté à 27ème Congrès International de l'Association Française du Marketing, Bruxelles, Belgique.

Von Neumann, J., & Morgenstern, O. (1947). Theory of games and economic theory.

W.

Walker, C. (2004). A charitable view of altruism: Commentary on 'What is altruism?' by Elias Khalil. *Journal of Economic Psychology*, 25(1), 129-134.

Wallmeroth, J. (2017). Investor Behavior in Equity Crowdfunding. *Working Paper*, 40.

Wallmeroth, J., Wirtz, P., & Groh, A. P. (2018). Venture Capital, Angel Financing, and Crowdfunding of Entrepreneurial Ventures: A Literature Review. *Foundations and Trends® in Entrepreneurship*, 14(1), 1-129. <https://doi.org/10.1561/03000000066>

Walthoff-Borm, X., Schwienbacher, A., & Vanacker, T. (2018). Equity crowdfunding: First resort or last resort? *Journal of Business Venturing*.

Wang, M., Keller, C., & Siegrist, M. (2011). The less You know, the more You are afraid of—A survey on risk perceptions of investment products. *Journal of Behavioral Finance*, 12(1), 9-19.

Ward, C., & Ramachandran, V. (2010). Crowdfunding the next hit: Microfunding online experience goods (p. 1-5). Présenté à Workshop on Computational Social Science and the Wisdom of Crowds at NIPS2010.

Wash, R., & Solomon, J. (2014). Coordinating donors on crowdfunding websites (p. 38-48). Présenté à Proceedings of the 17th ACM conference on Computer supported cooperative work & social computing, ACM.

Weinberg, B. D., Berger, P. D., & Hanna, R. C. (2003). A belief-updating process for minimizing waiting time in multiple waiting-time events: Application in website design. *Journal of Interactive Marketing*, 17(4), 24-37.

Wenger, E. C., & Snyder, W. M. (2000). Communities of practice: The organizational frontier. *Harvard business review*, 78(1), 139-146.

Wenzlaff, K., Gumpelmaier, W., & Einfeld-Reschke, J. (2012). Definition von crowdfunding. *ikosom. de, Institut für Kommunikation in sozialen Medien*, 11.

Whitty, M. T., & Joinson, A. (2008). *Truth, lies and trust on the Internet*. Routledge.

Wiltbank, R., Read, S., Dew, N., & Sarasvathy, S. D. (2009). Prediction and control under uncertainty: Outcomes in angel investing. *Journal of Business Venturing*, 24(2), 116-133.

Woodruff, R. B. (1997). Customer value: the next source for competitive advantage. *Journal of the academy of marketing science*, 25(2), 139.

World Bank. (2013). *Crowdfunding's Potential for the Developing World* (infoDev, Finance and Private Sector Development Department.). Washington, DC.

X.

Y.

Yates, J. F., & Stone, E. R. (1992). Risk appraisal. In J. F. Yates (Ed.), *Wiley series in human performance and cognition. Risk-taking behavior* (pp. 49-85). Oxford, England: John Wiley & Sons.

Yin, R. K. (2003). *Case study research design and methods* third edition. *Applied social research methods series*, 5.

Z.

Zhang, J., & Liu, P. (2012). Rational Herding in Microloan Markets. *Management Science*, 58(5), 892-912. <https://doi.org/10.1287/mnsc.1110.1459>

Zeithaml, V. A. (1988). Consumer perceptions of price, quality, and value: a means-end model and synthesis of evidence. *The Journal of marketing*, 2-22.

Zheng, L. (1999). Is money smart? A study of mutual fund investors' fund selection ability. *the Journal of Finance*, 54(3), 901-933.

Zhu, H., & Zhou, Z. Z. (2016). Analysis and outlook of applications of blockchain technology to equity crowdfunding in China. *Financial innovation*, 2(1), 29.

Zvilichovsky, D., Inbar, Y., & Barzilay, O. (2015). Playing both sides of the market: Success and reciprocity on crowdfunding platforms. *working paper*.

ANNEXES

Annexe 1 - Evolutions du marché de l'ECF	264
Annexe 2 - Processus d'ECF détaillé.....	269
Annexe 3 - Guide d'entretien de l'étude qualitative	272
Annexe 4 - <i>Verbatims</i> issus de l'enquête qualitative	275
Annexe 5 - Echelle de mesure de l'expertise subjective du capital-amorçage (avant-après épuration des items)	280
Annexe 6 - Echelle de mesure de la valeur perçue de l'expérience de participation (avant/après épuration des <i>items</i>).....	281
Annexe 7 - Message d'accompagnement du questionnaire en ligne	282
Annexe 8 - Questionnaire final	283
Annexe 9 - Résultats des tests de moyennes en fonction du profil d'investissement.....	288
Annexe 10 - Résultats des tests de moyennes et chi-deux en fonction du profil d'investissement	293
Annexe 11 - Tests de chi-deux entre l'expertise subjective, le risque perçu et le niveau de sophistication subjective	295

Annexe 1 - Evolutions du marché de l'ECF

La croissance du marché du *crowdfunding*

Après une émergence timide (2,7 milliards de dollars levés en 2012 au niveau mondial), les sommes levées ont cru de façon exponentielle jusqu'à atteindre 34,4 milliards de dollars levés en 2015, soit des taux de croissance annuels du marché à trois chiffres.

La banque mondiale estime que le marché du *crowdfunding* pourrait atteindre une taille potentielle de 96 milliards de dollars par an d'ici à 2025 (World Bank, 2013). Ces données sont à mettre en perspective avec les 30 milliards d'investissements annuels réalisés par les capital-risqueurs et les 20 milliards de dollars par an levés auprès de *business angels* (World Bank, 2013)

Les centres névralgiques du phénomène se déplacent au fur et à mesure de son développement. L'Europe qui fut d'abord pionnière avec 600 plateformes recensées contre 344 aux États-Unis, s'est retrouvée rapidement distancée par ces derniers qui représentaient, en 2015, 70 % des fonds récoltés sur la marché mondial.

Le marché asiatique, fort de 169 plateformes et de 3,4 milliards de dollars levés en 2015 a légèrement dépassé le marché européen donc les levées enregistrées s'élèvent à 3,26 milliards de dollars. Le marché asiatique a surfé sur une croissance à 320 % entre 2014-2015, lui faisant atteindre dès 2015 la seconde place derrière le marché américain (Massolution, 2015). La Chine a le plus grand potentiel de marché mondial à l'horizon 2025 avec une perspective de 48 milliards de dollars (Researcher, 2017).

Notons que le marché africain reste balbutiant, quand bien même les pratiques financières traditionnelles pourraient s'apparenter à du *crowdfunding*⁷⁹. Cette faiblesse de marché est en partie due à un vide juridique autour de ce nouveau mode de financement (Boyer et al., 2016).

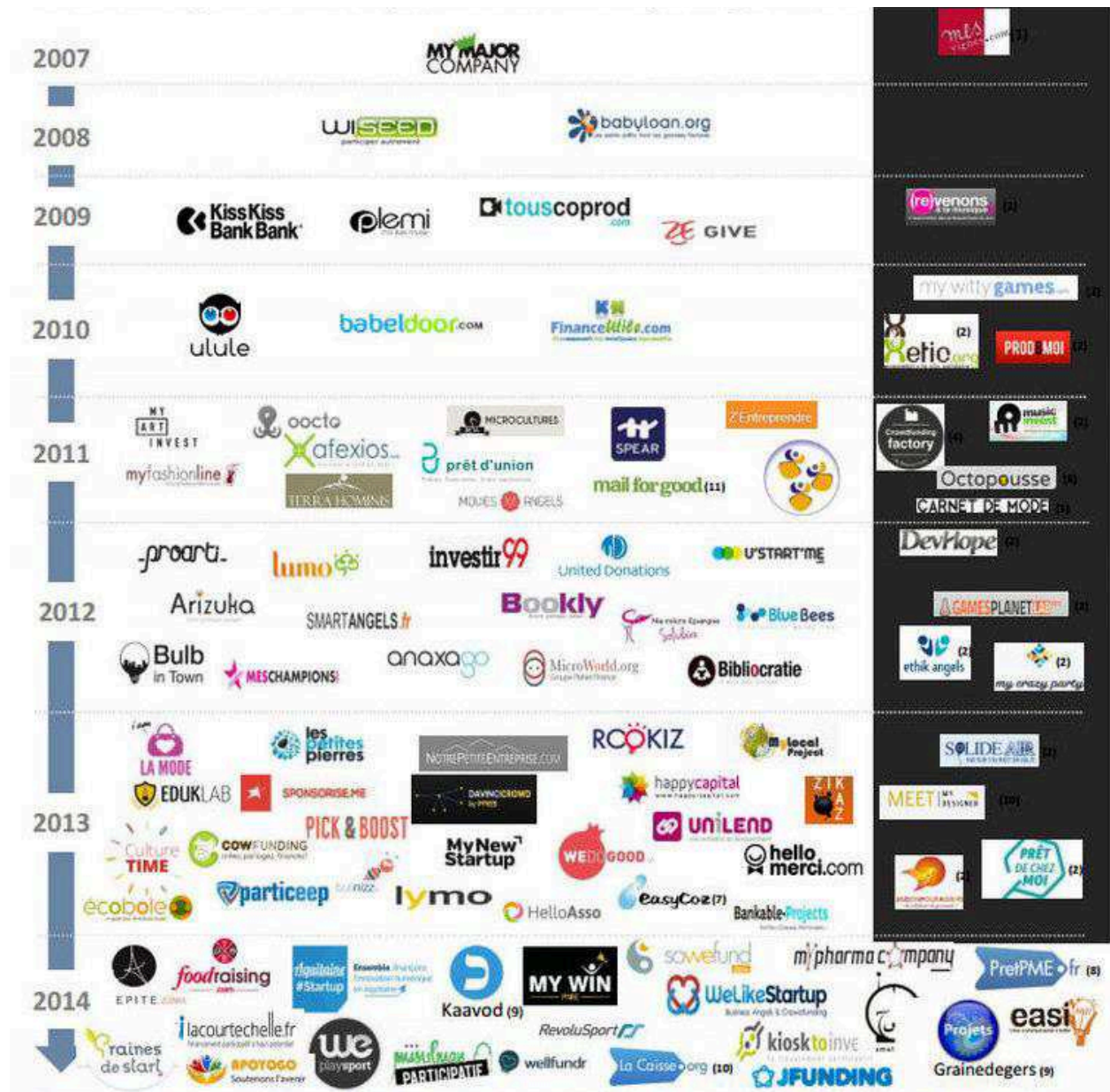
Une multiplication des acteurs

Un élément caractéristique du marché du *crowdfunding* est la multiplication rapide des acteurs (plateformes) entre 2007 et 2014. La chronologie de l'émergence des plateformes en France, illustrée dans la figure 21, en témoigne.

⁷⁹ Nous pensons notamment aux tontines, définies par Zygmunt Bouman ainsi : « *Les tontines sont des associations regroupant des membres d'un clan, d'une famille, des voisins ou des particuliers, qui décident de mettre en commun des biens ou des services au bénéfice de tout un chacun, et cela à tour de rôle* ».

Le nombre de lancements n'est cependant pas équivalent au nombre de survies. De nombreux acteurs n'ont pas atteint leur seuil de rentabilité et ont déposé le bilan ou cessé l'activité de leur site web faute de générer une activité suffisante. Ils sont matérialisés dans l'encart noir de la figure 21.

Figure 21 – Les créations, lancements et disparitions de plateformes de CF en France entre 2007 et 2014



Source : XERFI. 2014

D'après Boyer et al. (2016), le nombre de plateformes entrant sur le marché français conduit à la création d'une concurrence soutenue et entraîne des disparités et des

déséquilibres entre des plateformes qui se positionnent comme leaders et d'autres qui disparaissent rapidement. Les auteurs citent *Les Échos* et leur analyse (17 février 2014) selon laquelle une plateforme sur deux disparaîtrait en moins de trois ans.

Nous pouvons également observer un début de concentration du marché avec les premiers rachats d'entreprises. Entre autres, KissKissBankBank a été rachetée par La Banque Postale en juin 2017 et le géant américain RocketHub l'a été pour 15 millions de dollars par Efactor en avril 2017.

Des rapprochements s'opèrent également entre les acteurs traditionnels de la banque ou de la finance avec les plateformes de *crowdfunding*. Par exemple, le Crédit coopératif a annoncé en 2015 sa prise de participation minoritaire au capital d'un des pionniers français WiSEED. De même, le Crédit Mutuel a injecté la même année 10 millions d'euros au capital de la plateforme Prêt D'Union (Boyer et al., 2016). Certains établissements bancaires font le choix de lancer eux-mêmes une plateforme de *crowdfunding*. C'est le cas de la Banque populaire Atlantique et de sa plateforme Proximea dédiée aux entrepreneurs de Loire-Atlantique.

Vers une maturité du marché de l'ECF

Devant la multiplication des acteurs et la croissance du marché, plusieurs autorités de régulation financières se sont penchées sur les pratiques des plateformes et se sont attachées à les réguler. L'objectif affiché est la défense des intérêts des investisseurs particuliers contre les risques de fraude et d'incompétence (Agrawal, Catalini, & Goldfarb, 2013 ; Griffin, 2012).

De nombreuses publications en *crowdfunding* ont d'ailleurs traité à l'étude de ces réglementations et à l'établissement de recommandations destinées aux régulateurs concernant l'ECF (Moritz & Block, 2014). Le fait que ce type d'investissements, extrêmement risqués, aient été rendus accessibles à des amateurs ayant peu d'expérience de ce type de décisions et manquant de sophistication (Ahlers et al., 2015) interpelle les autorités financières.

Jusqu'en 2012, la réglementation américaine n'autorisait pas l'appel public à l'épargne par des entreprises hors d'une offre publique enregistrée auprès des autorités financières. Autrement dit, une *startup* n'avait pas le droit de demander publiquement à des investisseurs de financer son projet en capital (Sachs, 2015). De plus, la réglementation américaine limitait la possibilité d'investir aux seuls investisseurs dits « qualifiés » : des individus au patrimoine supérieur à 1 million de dollars, hors de la valeur de leur résidence ou qui peuvent attester de revenus annuels supérieurs à 200 000 dollars.

Afin de faciliter l'accès au financement pour les jeunes entreprises, l'administration Obama a fait voter le JOBS Act le 5 avril 2012. Ce n'est qu'en octobre 2015 que le SEC (*Securities Exchange Commission*) a approuvé le Titre III du JOBS Act concernant l'ECF (Lukkarinen et al., 2016), ouvrant la possibilité à des investisseurs non qualifiés d'investir dans des *startups*.

Quelques limitations sont à noter :

- l'investissement autorisé dépend des revenus du *crowdinvestor* (il est par exemple de 2 000 \$ maximum pour un individu dont le salaire annuel est inférieur à 100 000 dollars),
- les levées de fonds pour les *startups* sont limitées à 1 million de dollars et doivent se faire au travers de plateformes enregistrées par les autorités financières. Celles-ci doivent par ailleurs respecter plusieurs critères : organiser des espaces de discussions en ligne, informer les investisseurs sur les risques et fournir de la documentation relative à l'ECF.

En Europe, l'ECF s'est développé en profitant d'une exemption réglementaire à l'obligation d'émission d'un prospectus lors d'un appel public à l'épargne (Hornuf & Schwienbacher, 2014) inférieur à 100 000 euros (De Buysere et al., 2012). Cependant, chaque réglementation nationale présente des spécificités, souvent liées à l'évolution de son marché. L'Italie, Le Royaume-Uni, la France et l'Espagne sont les pays européens les plus actifs sur le marché du *crowdfunding* et se sont dotés d'un cadre réglementaire spécifique.

L'Italie est le premier pays européen à s'être dotée d'une réglementation dès 2013 (Martínez-Climent et al., 2018) ouvrant la voie à ses cousins européens. L'Espagne impose, depuis 2014, l'obligation aux investisseurs de faire une déclaration sur l'honneur de la part des investisseurs qui doivent déclarer prendre la mesure des risques liés à cette forme d'investissement. Un montant maximal de 3 000 € par investisseur est également fixé. Le Royaume-Uni s'est doté d'une réglementation en 2014 sous l'impulsion de la FCA (Financial Conduct Authority).

La France s'est doté la même année de deux statuts réglementés qui assurent aux investisseurs particuliers la qualité des process des plateformes labellisées :

- Le statut d'Intermédiaire en Financement Participatif (IFP) pour les plateformes de prêt participatif.
- Le statut de Conseiller en Investissement Participatif (CIP) pour les plateformes d'ECF.

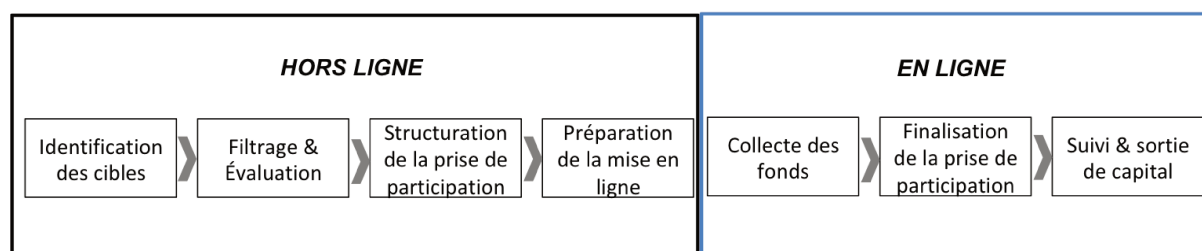
Cette réglementation, contrôlée par l’Autorité des Marchés Financiers, impose aux plateformes en exercice de s’enregistrer auprès de l’ORIAS (Organisme pour le registre unique des intermédiaires en assurance, banque et finance). Elle permet aux plateformes de lever jusqu’à 1 million d’euros par projet (seuil relevé à 2,5 millions d’euros au 31 octobre 2016), sans restriction de nombre d’investisseurs (auparavant limités à 149) ni de limite de montant par investisseur. L’accent est mis sur la qualité de l’information fournie aux investisseurs par la plateforme qui doit être «équilibrée, claire, exacte et non trompeuse»⁸⁰. Dans l’ensemble, les réglementations développées depuis 2013 ont eu pour but de protéger les investisseurs particuliers et de prévenir de trop grosses pertes financières. Selon (Hornuf & Schwienbacher, 2017), il convient cependant de s’interroger sur la pertinence d’une réglementation trop stricte. Selon eux, une protection trop forte des investisseurs finirait par pénaliser la capacité des jeunes entreprises à trouver des investisseurs en *crowdfunding* et à lever des fonds.

Enfin, certains chercheurs considèrent qu’une réglementation unique pour tous les pays européens sera incontournable à long terme (Lenz, 2016).

⁸⁰ Selon la position-recommandation de l’AMF (DOC-2018-02).

Annexe 2 - Processus d'ECF détaillé

Figure 22 - Processus d'ECF



1/**Deal sourcing** : la plateforme recherche activement des opportunités d'investissement en se reposant sur les réseaux professionnels et personnels des personnes impliquées dans la recherche (salariés notamment) (Löher, 2017). Des partenariats avec des acteurs de l'accompagnement (incubateurs, pépinières d'entreprises, accélérateurs) peuvent permettre à la plateforme d'identifier des entreprises en recherche de financements.

2/**Screening & évaluation** : le screening consiste à « dépister » les projets qui ne sont pas éligibles pour des critères évidents tel que l'absence d'entité juridique. Les dossiers de demande de financement sont ensuite évalués selon des méthodes propres à chaque plateforme. Certaines sont communes à toutes : lecture de la présentation, existence d'autres investisseurs au tour de table, rendez-vous avec l'équipe dirigeante, vérifications d'usage (détention réelle de la propriété intellectuelle, procédure légale en cours, etc.).

La plateforme sélectionne ou non le projet sur la base de l'avis d'un comité de sélection ou d'un plébiscite d'un nombre minimum d'internautes sur la plateforme (Onnée et Renault, 2013). Certaines plateformes (dont WiSEED, étudiée par Bessière et Stéphany, 2014) se reposent sur une forme de sagesse collective pour pré-évaluer les projets avant d'entamer les étapes de due diligence et de structuration de l'investissement.

Dans ce cas, le projet est mis en ligne une première fois sur la plateforme. Les membres de la plateforme sont invités à commenter et interroger l'entrepreneur sur n'importe quel aspect de la présentation (marché, concurrent, prévisions financières, pertinence des membres de l'équipe, etc.) (Ahlers et al., 2015). En fonction des avis et des intentions d'investissement récoltées, la plateforme décide de poursuivre vers l'étape 3 ou d'arrêter le processus.

3/ **Due diligence & deal structuring** : un audit approfondi est réalisé par la plateforme sur les projets ayant reçu des intentions d'investissement suffisantes au regard de leur besoin de financement (Onnée et Renault, 2013). La structuration du deal financier consiste à fixer la valorisation de l'entreprise, le montant minimum et le montant maximum de lever de fonds (cela revient à déterminer la fourchette de capital qui sera cédée par l'entrepreneur). La méthode de valorisation dépend des plateformes qui se reposent sur des méthodes de capital-risqueurs ou sur des mécanismes d'enchères entre *crowdinvestors* (Löher, 2016 ; Hornuf et Neuenkirch, 2017).

4/**Préparation de la campagne de collecte** : l'entrepreneur crée un profil en ligne pour son projet et fournit des informations sur l'entreprise, sur la stratégie de développement, sur l'équipe, sur les montants recherchés et sur leur utilisation envisagée. Ces informations sont accessibles via la plateforme, selon un format standard spécifique à chaque plateforme et accessible publiquement (ou après inscription de la part de l'investisseur potentiel) (Estrin et al., 2018). Elles sont souvent accompagnées d'une vidéo commerciale présentant le produit, l'entreprise et l'équipe.

Notons qu'il incombe à l'entrepreneur de trouver le juste équilibre entre ne rien dévoiler de son projet, au risque de détourner l'intérêt des investisseurs potentiels ou trop en dire et risquer de dévoiler des données confidentielles et stratégiques (McKenny et al., 2017). La plateforme

5/**Campagne de collecte** : le projet, s'il a été retenu, entre alors dans la phase de collecte de fonds qui dure en moyenne trois mois, au cours de laquelle les investisseurs souscrivent de manière définitive. La plateforme utilise de multiples canaux pour informer le grand public de la levée de fonds (*newsletters*, réseaux sociaux, communiqués de presse). Les contributions s'accumulent et sont effectuées par paiement en ligne ou par chèque (Onnée et Renault, 2013). Elles sont recueillies sur un compte bloqué, créé ad hoc, détenu par la plateforme. Dans le cas du modèle « *all-or-nothing* » (tout ou rien), si la collecte n'est pas menée à son terme ou si le seuil minimum défini au préalable n'est pas atteint, l'argent sera redistribué aux contributeurs.

6/ **Closing** : lorsque la collecte est finalisée, le montant récolté est versé sur le compte d'augmentation de capital de l'entreprise, retransché du montant de la commission de la plateforme (Onnée et Renault, 2013). La phase de closing consiste à finaliser le pacte

d'actionnaires, signer les documents juridiques, procéder au versement des fonds et à la prise de participation de capital.

7/**suivi et sortie de capital** : cette phase peut durer plusieurs années (en moyenne entre 4 et 8 ans). Les salariés de la plateforme ou des membres désignés de la communauté sont en charge de suivre l'évolution du projet, son développement et ses difficultés. Certains siègent à un organe de surveillance de l'entreprise financée, notamment pour identifier des opportunités de sortie de capital pour les *crowdinvestors* (lors d'une proposition de rachat de l'entreprise par un industriel, une entrée au capital d'un autre investisseur, etc.).

Annexe 3 - Guide d'entretien de l'étude qualitative

Présentation : Je m'appelle Élodie Manthé. Je suis doctorante en Sciences de Gestion, rattachée à l'Université de Bourgogne, sous la direction des Professeurs Fabrice Hervé et Marc Filser. J'effectue ce travail de recherche en étant en parallèle responsable Recherche & Développement au sein de WiSEED.

Contexte : WiSEED est une plateforme *d'equity crowdfunding* créée en 2008. Une politique de R&D a été mise en place depuis un an afin de mieux comprendre la communauté qui s'est créée sur la plateforme. Dans ce contexte, je réalise plusieurs entretiens avec des personnes ayant voté et/ou investis dans des projets *via* la plateforme.

Explications de l'objet de recherche et clarification de l'utilisation ultérieure des informations :

Dans le cadre de ma thèse qui porte sur le comportement des investisseurs particuliers, je m'attache à comprendre comment sont prises les décisions de participer sur une plateforme de *crowdfunding* (uniquement en *equity*). L'objet de cet entretien est de recueillir votre témoignage sur votre expérience personnelle. Il s'agit d'un entretien ouvert pendant lequel je serai amenée à vous poser quelques questions.

Les informations recueillies seront anonymisées et exploitées uniquement dans un cadre de recherche. Vous ne recevrez pas de *mailing* ni des sollicitations autres que celles que vous avez expressément acceptées dans votre profil en ligne.

Demande d'autorisation pour prendre des notes et enregistrer

Signature de l'accord de confidentialité

Gestion du temps : 30 minutes

Confirmer l'envoi d'une copie du compte-rendu d'entretien

Dans le cadre de cet entretien, différents thèmes seront abordés en lien avec la problématique de recherche. Il n'existe aucune bonne ou mauvaise réponse. Nous cherchons à obtenir l'opinion la plus sincère qu'il soit. Avez-vous des questions ?

Thème 1. Opinion générale

1.1 Comment avez-vous connu le *crowdfunding* ?

1.2 Quelles ont été vos motivations pour aller vers ce type d'investissement ?

- Qu'est-ce qui vous intéresse dans le *crowdfunding* ?
- Êtes-vous venu pour un projet en particulier ?

1.3 Comment avez-vous connu WiSEED ?

- Par quel moyen ? Recommandation par un ami ? Article de presse ? Télévision ?
- Quels sont les éléments qui ont attiré votre attention ?

1.4 Quel est votre sentiment dominant concernant le *crowdfunding* ?

- Méfiance ? Attrait ? Curiosité ? Plaisir ?

Thème 2. Navigation sur la plateforme

2.1 Quelle a été votre première impression de la plateforme WiSEED ?

- Ce premier avis s'est-il confirmé ? Infirmé ?

2.2 Comment naviguez-vous sur la plateforme ?

- Trouvez-vous la navigation simple ?
- Est-ce compliqué de trouver l'information que vous cherchez ?
- Y allez-vous souvent ?

2.3 Comment utilisez-vous le contenu pédagogique disponible sur la plateforme ?

- Le lisez-vous ?
- En avez-vous besoin ?
- Est-il pertinent pour vous ?

Thème 3. Rôle de la plateforme

3.1 Selon vous, quel rôle doit avoir une plateforme de *crowdfunding* ?

- Trouver des startups ? Les sélectionner ?
- Protéger les investisseurs ?
- Faire de la mise en relation ?
- Aucun ?

3.2 Faites-vous confiance aux plateformes de *crowdfunding* en général ? À WiSEED en particulier ?

- pour la sélection et l'audit ?
- Quels sont les facteurs qui vous rassurent ?
- Ceux qui vous inquiètent ?

3.3 Quelle image avez-vous de WiSEED ?

- Comment décririez-vous WiSEED ?
- Donnez les adjectifs qualificatifs qui vous viennent à l'esprit.
- Est-ce une image positive ou négative ?

Thème 4. Rôle de la communauté & interactions sociales

4.1 Accordez-vous de l'importance aux notes des internautes de façon générale (y compris sur d'autres sites web) ?

4.2 Sur WiSEED, les commentaires et les témoignages des autres WiSEEDers sont-ils importants pour vous ?

- Les lisez-vous ?
- Consultez-vous les notes données par les autres WiSEEDers ?
- Ces informations sont-elles importantes pour vous avant de voter ? D'investir ?

4.3 Vous sentez-vous impliqué dans l'animation de la communauté ?

- Pensez-vous qu'il y a une « communauté » WiSEED ?
- Aimerez-vous l'être plus ? De quelle façon ?

Thème 5. Implication

5.1 Avez-vous déjà voté ? et/ou émit une intention d'investissement

- combien de fois ?
- Est-ce important selon vous ?

5.2 En général, investissez-vous sur les projets pour lesquels vous avez émis une intention d'investissement ?

- pourquoi ?

5.3 Avez-vous déjà commenté ?

- combien de fois ?
- Est-ce important selon vous ?

5.4 Avez-vous déjà investi ?

- combien de fois ?
- Est-ce important selon vous ?
- Si oui, sur quel(s) type(s) de produits d'investissement ?

TABLE 1.

Thème 6. Expertise

6.1 Pouvez-vous me parler de votre connaissance de l'investissement ?

- quel est votre parcours professionnel ?
- En quoi le financement d'entreprise vous attire-t-il ?
- Vous semble-t-il important de « s'y connaître » pour investir dans des projets ?

6.2 Vous servez-vous de votre expérience professionnelle ou personnelle lorsque vous votez/investissez ?

- dans quelle mesure ?
- De quelle façon ?

6.3 Quel est votre ressenti sur le fait d'investir sur des projets que vous ne connaissez pas ?

- trouvez-vous cela trop risqué ou au contraire stimulant ?
- Considérez-vous que vous avez assez d'informations lorsque vous votez/investissez ?

6.4 Lisez-vous les documents fournis par le projet ?

- Systématiquement ?
- Trouvez-vous cela trop long ? Trop complexe ?

Thème 7. Gout du jeu & notion de plaisir

7.1 Vous définiriez-vous comme quelqu'un de joueur ?

- Aimez-vous prendre des risques en général ?
- Faites-vous souvent des paris ?

7.2 Qu'est-ce qui vous plaît dans le fait de voter pour un projet ?

7.3 Qu'est-ce qui vous plaît dans le fait d'investir dans un projet ?

Annexe 4 - Verbatims issus de l'enquête qualitative

Verbatims relatifs à l'interaction entre le crowdfunder et la plateforme d'ECF

Interaction avec la plateforme d'ECF	Déclinaison	Extraits de verbatim
Utilitaire/connaissance		
Délégation de la sélection des dossiers à la plateforme	De manière générale	<p>"Le fonctionnement paraît très sérieux."</p> <p>"Le site est très bien fait, très clair"</p> <p>"Je regarde ce qui est dit autour de WiSEED en dehors du site mais en général je fais beaucoup confiance à WiSEED"</p>
	Dans la sélection des dossiers proposés à l'investissement	<p>"Je vous fais confiance dans le choix des dossiers"</p> <p>"Comme le projet est déjà bien monté normalement on va dire que c'est quasiment du 100 % sûr"</p> <p>"Je fais plutôt confiance à vos analyses à vous." même si vous n'investissez pas au moins la pérennité de la plateforme est liée aux choix que vous faites"</p>
Recherche d'information		
La plateforme permet de réduire l'assymétrie d'information en diffusant des informations sur les projets		<p>"Si on a des questions très pointues sur les sociétés ils vont nous répondre en direct quasiment tout de suite"</p> <p>"Sur un projet on récupère toutes les données financières. On a accès tout de suite à tous les documents"</p> <p>"Je trouve que chaque projet est vraiment bien détaillé"</p> <p>"On ne peut pas avoir plus d'informations"</p>
La plateforme permet de réduire l'assymétrie d'information en permettant l'échange entre membres de la communauté		<p>"Il y avait des questions tellement précises sur les projets, sur le modèle économique de la plateforme que je me suis demandé combien ils allaient bien pouvoir mettre"</p> <p>"S'il y avait 300 commentaires, je lisais les 300"</p> <p>"On sent qu'il y a visiblement des spécialistes qui sont présents et donc c'est d'autant plus utile de lire les commentaires de ces gens. "</p> <p>" Je trouve ça intéressant d'avoir l'interaction avec d'autres gens -des genres de forums en fait – qui donnent leur point de vue et du coup on s'interroge sur des questions que les autres gens posent"</p>

Verbatims relatifs à l'interaction entre le crowdfunder et le projet entrepreneurial

Relation au projet (PP)	déclinaison	Extraits de verbatim
Dimension émotionnelle		<p>"Il y a une certaine dimension de jeu et le côté coup de cœur en me disant tiens c'est un joli projet"</p> <p>"J'ai vu des trucs quand même qui étaient incroyables."</p> <p>"J'ai investis dans SunwaterLife où le gars il pompe de l'eau pourrie, il appuie sur un bouton, il en sort de l'eau propre et il la boit !"</p>
Dimension affective	soutien amical	<p>"J'avais l'intention d'investir. Enfin à titre amical"</p> <p>"J'ai soutenu parce que c'était un ami mais je n'ai jamais voulu le décourager"</p> <p>"À part aider une personne que je connais pour investir à titre amical, je ne ressens pas le besoin d'investir "</p>
Dimension expérientielle	vivre le projet par procuration	<p>"Ça m'a fait plaisir qu'elle ait pu lever les fonds "</p> <p>"Ce projet j'y crois et donc j'étais content, content pour elle"</p> <p>"On est dans l'attente des résultats, des succès, des échecs et donc de l'information qui remonte de la société pour voir comment ça avance"</p>

Verbatims relatifs à la situation influençant l'expérience d'investissement

Situation	Déclinaison	Extraits de verbatim
Manque de liquidité		<p>"Si jamais je vois un projet qui vraiment m'accroche (...) à ce moment-là il faut que j'ai l'argent disponible"</p> <p>"Il y a des trucs qui m'ont intéressés mais à un moment où je n'avais pas d'argent à mettre là-dedans"</p> <p>"Pour l'immobilier je me suis demandé longtemps si ça valait le coup, j'avais pas les fonds"</p>
Pression temporelle	Manque de temps/Temps nécessaire à l'analyse anticipé	<p>"Il y a des trucs que j'ai laissé passer, qui me convenaient, parce que je n'ai pas eu le temps de finaliser. Parce que l'air de rien, quand on décide d'investir, même des petites sommes comme je fais moi, ça ne se fait pas en un clic, ça prend un peu de temps"</p> <p>"Ça m'a pris un peu plus de temps pour me décider parce que je voulais mieux en connaître les tenants et les aboutissants."</p>

Verbatims relatifs au risque perçu de l'achat de produits financiers sur une plateforme d'ECF

RISQUE PERÇU	Déclinaison	Extraits de verbatim
Risque financier	Perte totale ou partielle	<p>"Il y a quand même de gros gros risques"</p> <p>"C'était à fonds perdus quasiment"</p> <p>"On sait que dans plus de 50 % des startups elles vont malheureusement disparaître donc on sait que l'argent sera perdu, ma foi...c'est un risque qu'on court sciemment."</p>
	Absence de visibilité sur le ROI	<p>"Je me suis fixé un espèce de budget maximum réparti en plusieurs projets et puis je verrai ce que ça donne à long terme"</p>
Risque de performance		<p>"Je pense que je ne retirerais jamais les bénéfices, ou alors pas avant longtemps"</p> <p>"Je suis assez pragmatique, on verra si les projets arrivent à leur terme ou pas"</p> <p>"Je ne pense pas qu'il faut investir dans ce type d'investissement dans le but de se faire de l'argent en tout cas"</p> <p>"Après mes investissements sont assez récents donc en termes de rentabilité je ne sais pas encore"</p>
Risque d'évaluation	Manque d'expertise concernant le projet à financer	<p>"Après je ne dis pas que je comprends tout tout tout à fond, il y a des choses qui sont un peu plus techniques qui me dépassent j'avoue"</p> <p>"Sur la partie sectorielle, non je n'ai absolument pas la compétence qu'il me faudrait pour réussir à apprécier les investissements"</p> <p>"Je ne me considère pas comme assez connaisseur encore et avec du recul pour donner des avis, des choses comme ça"</p> <p>"Quand je connais pas le secteur, ce qui arrive assez souvent, j'essaye de me renseigner un petit peu, de voir les concurrents tout ça. Même si ça reste très superficiel probablement "</p>
	manque d'expertise concernant la finance d'entreprise	<p>"Moi je ne viens pas des sciences de gestion, j'y connais rien en entreprise"</p> <p>"Je suis pas du tout experte en gestion d'entreprise, ça c'est vrai"</p> <p>"Ce terme crowdfunding je ne sais pas trop ce que ça regroupe"</p>

Verbatims relatifs aux sources de valorisation de l'investissement en ECF

SOURCES DE VALORISATION DE L'INVESTISSEMENT EN ECF	Déclinaison	Extraits de verbatim
UTILITAIRES		
Obtenir un retour sur investissement		<i>"L'immobilier ne m'intéresse pas plus que ça. Il n'y a que le retour sur investissement que je trouve intéressant"</i> <i>"j'attends à terme un gain financier"</i>
Diversifier ses placements		<i>"Par contre on peut booster du rendement, on peut diversifier, décorrélérer les placements. Ça peut être vraiment intéressant"</i> <i>"Je me suis dit tiens je pourrais me fixer une enveloppe et puis répartir en plusieurs projets"</i>
Accédez à l'investissement à coût modéré		<i>"Pouvoir investir sans avoir à investir des sommes importantes"</i> <i>"Je n'investis que des sommes limitées sur chacun des dossiers. Je préfère en avoir beaucoup"</i>
HEDONISTES		
Découverte/Expérimentation	Plaisir de découvrir de nouveaux projets	<i>"J'ai trouvé ça magique"</i> <i>"Moi ça me plaît beaucoup d'être dans le capital de petits trucs, de petites pépites intéressantes, intelligentes et qui font des trucs incroyables"</i> <i>"J'avais envie de voir ce que c'était mais de l'intérieur, de participer à des projets"</i> <i>"J'ai vu des trucs quand même qui étaient incroyables"</i> <i>"On prend des risques mais il y a aussi un côté sympa"</i>
	Plaisir d'expérimenter d'autres modes d'investissement	<i>"Il y avait aussi de ma part un côté un petit peu expérimental"</i> <i>"C'était avant tout de la curiosité et ça me semblait être un moyen tout à fait intéressant à explorer pour le financement"</i> <i>"Il y a une certaine dimension de jeu"</i>
Vivre l'aventure entrepreneuriale	Être en contact avec le porteur de projet	<i>"Moi si demain j'investis peut-être 100 balles ou n'importe quoi dans un projet du coin je me dis peut-être y aller faire un tour et rencontrer la personne, discuter, échanger"</i> <i>"On est dans l'attente des résultats, des succès, des échecs et donc de l'information qui remonte de la société pour voir comment ça avance ».</i>

SOCIALES		
Aider les entrepreneur		<i>"je sais à quel point c'est difficile de trouver de l'argent et que ça me ferait plaisir demain de donner ne serait-ce que 200, 500 ou 1000 ou même 20 euros"</i>
Investir de façon responsable	Avoir un impact positif sur la société et/ou l'environnement	<i>"Il y a quand même une dimension assez forte de choix éthiques dans mes investissements" "C'est plus le côté écologique qui m'intéresse. A la fois le côté citoyen – encourager les startups françaises – et le côté écologique" "Dans certains projets qui nous tiennent peut-être plus à cœur, où on espère que ça peut aider entre guillemet, le futur de la société...on peut se dire qu'on a mis un petit grain de sable dans l'édifice"</i>
	Investir de manière transparente	<i>"(en parlant des investissement via banque) Avoir une rémunération qui arrive sans trop savoir ce qui a été fait avec l'argent, ça me gêne un petit peu quand même" "C'était aussi pour soutenir – il y avait un peu une démarche citoyenne- c'est-à-dire soutenir des entreprises directement."</i>
Participer au progrès		<i>"Ça me paraît être l'avenir" "Le crowdfunding c'est le sens des choses, c'est le sens de la vie" "Dans dix ans il n'y aura plus que ça"</i>

Annexe 5 - Echelle de mesure de l'expertise subjective du capital- amorçage (avant-après épuration des items)

Les *items* retirés de l'échelle de mesure après le pré-test (n=52) figurent en gris.

Formulation selon Flynn et Goldsmith (1999)	Formulation adaptée à notre contexte d'étude	Code
I know pretty much about <i>fashion clothing</i>	J'ai une bonne connaissance de l'investissement en amorçage	EXPINV1
I know how to judge the quality of an <i>article of clothing</i>	Je sais comment évaluer la qualité une opportunité d'investissement	EXPINV2
I think I know enough about fashionable clothing to feel pretty confident when I make a purchase	Je pense savoir assez sur le capital-amorçage pour me sentir assez confiant quand j'investi dans une <i>startup</i>	EXPINV3
I do not feel very knowledgeable about <i>fashions</i>	Je ne me sens pas très à l'aise sur les sujets de capital-amorçage	
Among my circle of friends, I'm one of the « experts » on <i>fashion clothing</i>	Parmi mon cercle d'amis, je suis l'un des "experts" du capital-amorçage	EXPINV5
Compared to most other people, I know less about <i>fashion clothing</i>	Comparé à la plupart des gens, je m'y connais peu en capital-amorçage	
I have heard of most of the new <i>fashions</i> that are around	Je connais la plupart des nouvelles concernant le capital-amorçage	
When it comes to <i>fashion</i> , I really don't know a lot	Quand il s'agit de capital-amorçage, je ne connais vraiment pas grand chose	
I can tell if a <i>fashion item</i> is worth the price or not	Je suis capable de dire si une <i>startup</i> vaut le coût ou non	EXPINV6

Annexe 6 - Echelle de mesure de la valeur perçue de l'expérience de participation (avant/après épuration des *items*)

Les *items* retirés de l'échelle de mesure après le pré-test (n=52) figurent en gris.

Dimension Utilitaire	
Le vote me permet de savoir ce que les autres membres de WiSEED pensent d'un projet	Valeur_uti1
En votant pour un projet j'augmente la probabilité qu'il soit sélectionné et que je puisse y investir	Valeur_uti2
L'intention d'investissement que je mets lors du vote est toujours cohérente avec ce que je veux vraiment faire	Valeur_uti3
Dimension Hédonique	
Je vote systématiquement pour les nouveaux projets présentés	Valeur_hed1
Je ne vote que si j'ai un coup de cœur pour un projet	Valeur_hed2
Il y a une dimension ludique à choisir les projets qui seront proposés à l'investissement	Valeur_hed3
Le fait de pouvoir aider à la sélection des projets est stimulant	Valeur_hed4
J'apprécie de pouvoir échanger avec les autres membres pendant la phase de vote	Valeur_hed5
Dimension Ethique	
Je ne vote que pour des projets ayant un impact positif	Valeur_ethique1
Il y a une dimension éthique importante dans les projets que je soutiens	Valeur_ethique2
Je sélectionne des projets qui sont près de chez moi	Valeur_ethique3
Je sélectionne les projets dont la thématique me concerne	Valeur_ethique4
Dimension de Lien social	
Je ne vote que lorsque je dois soutenir le projet d'une connaissance	Valeur_lienso1
Voter me permet d'affirmer mon avis en tant qu'investisseur	Valeur_lienso2
Je crois que le fait de voter pour un projet est important	Valeur_lienso3
Voter pour les projets me permet de m'impliquer dans la communauté WiSEED	Valeur_lienso4
Dimension de Connaissance	
Grâce à la phase de vote je découvre des projets innovants et des innovations de rupture	Valeur_connaiss1
J'ai déjà voté pour des projets par curiosité	Valeur_connaiss2
Voter me permet de me familiariser avec des projets que je ne connais pas	Valeur_connaiss3
Voter me permet d'apprendre des choses sur certains secteurs d'activité	Valeur_connaiss4
Je vote car cela me permet de recevoir des informations sur le projet par la suite	Valeur_connaiss4

Annexe 7 - Message d'accompagnement du questionnaire en ligne

Participez au questionnaire de recherche de WISEED

Chers WISEEDers,

Je suis Elodie Manthé, Responsable R&D chez WISEED. Je réalise un doctorat en parallèle de mon travail chez WISEED. Je travaille au sein de nos bureaux parisiens, notamment à l'amélioration de notre offre et à la détection des projets que nous vous présentons sur la plateforme. J'ai par exemple accompagné Glowee qui a fait une collecte record en mai 2016.

Nous lançons une grande enquête auprès des WiSEEDers afin de mieux comprendre vos attentes. Le sujet de ce questionnaire porte plus précisément sur la phase de vote : est-elle utile ? Vous aide-t-elle à mieux comprendre les projets ? ...

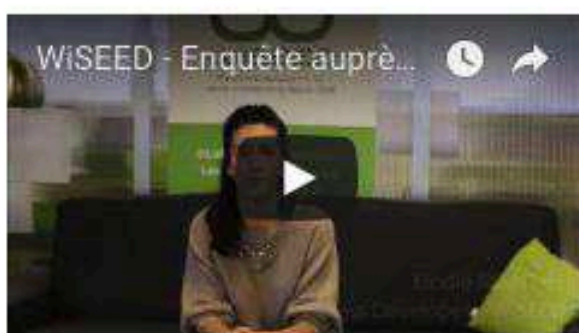
Nous avons besoin de vous pour faire de cette recherche un apport concret et valable à l'écosystème du crowdfunding et elle nous aidera surtout à améliorer votre expérience sur la plateforme.

A minima 1000 réponses sont nécessaires pour assurer la validité statistique de cette enquête.

Le questionnaire se remplit en 5 minutes et toutes les réponses seront strictement anonymisées.

Je compte sur vous !

Elodie (elodie@wiseed.com)



SUIVANT



Page 1 sur 14

N'envoyez jamais de mots de passe via Google Forms.

Annexe 8 - Questionnaire final

La phase de vote

Le vote me permet de savoir ce que les autres membres de WiSEED pensent d'un projet

Pas du tout d'accord 1 2 3 4 5 6 7 Tout à fait d'accord

En votant pour un projet j'augmente la probabilité qu'il soit sélectionné et que je puisse y investir

Pas du tout d'accord 1 2 3 4 5 6 7 Tout à fait d'accord

Le fait de pouvoir aider à la sélection des projets est stimulant

Pas du tout d'accord 1 2 3 4 5 6 7 Tout à fait d'accord

J'apprécie de pouvoir échanger avec les autres membres pendant la phase de vote

Pas du tout d'accord 1 2 3 4 5 6 7 Tout à fait d'accord

Je ne vote que pour des projets ayant un impact positif (social, environnemental, etc.)

Pas du tout d'accord 1 2 3 4 5 6 7 Tout à fait d'accord

Il y a une dimension éthique importante dans les projets que je soutiens

Pas du tout d'accord 1 2 3 4 5 6 7 Tout à fait d'accord

Je ne vote que lorsque je dois soutenir le projet d'une connaissance

Pas du tout d'accord 1 2 3 4 5 6 7 Tout à fait d'accord

Voter me permet d'affirmer mon avis en tant qu'investisseur

Pas du tout d'accord 1 2 3 4 5 6 7 Tout à fait d'accord

Je crois que le fait de voter pour un projet est important

Pas du tout d'accord 1 2 3 4 5 6 7 Tout à fait d'accord

Grâce à la phase de vote je découvre des projets innovants et des innovations de rupture

Pas du tout d'accord 1 2 3 4 5 6 7 Tout à fait d'accord

Voter me permet de me familiariser avec des projets que je ne connais pas

Pas du tout d'accord 1 2 3 4 5 6 7 Tout à fait d'accord

Voter me permet d'apprendre des choses sur certains secteurs d'activité

Pas du tout d'accord 1 2 3 4 5 6 7 Tout à fait d'accord

Votre expertise de l'investissement

J'ai une bonne connaissance de l'investissement en amorçage

Pas du tout d'accord 1 2 3 4 5 6 7 Tout à fait d'accord

Je ne me sens pas très à l'aise sur les sujets de capital-amorçage

Pas du tout d'accord 1 2 3 4 5 6 7 Tout à fait d'accord

Parmi mon cercle d'amis, je suis l'un des "experts" du capital-amorçage

Pas du tout d'accord 1 2 3 4 5 6 7 Tout à fait d'accord

Je sais comment évaluer une opportunité d'investissement

Pas du tout d'accord 1 2 3 4 5 6 7 Tout à fait d'accord

Je pense en savoir assez sur le capital-amorçage pour me sentir confiant quand j'investis dans une startup

Pas du tout d'accord 1 2 3 4 5 6 7 Tout à fait d'accord

Je suis capable de dire si une startup vaut le coût ou non

Pas du tout d'accord 1 2 3 4 5 6 7 Tout à fait d'accord

Mon domaine d'expertise principale est en :

- Finance
- Environnement
- Santé
- Industrie & services
- Commerces
- Autres : précisez.

Votre vision du risque

Selon vous :

Quelles sont les chances que vous perdiez de l'argent en investissant dans un projet via une plateforme d'equity crowdfunding ?

Faible probabilité de perte d'argent 1 2 3 4 5 6 7 8 9 Forte probabilité de perte d'argent

Quelle est la probabilité que le développement du projet financé via une plateforme d'equity crowdfunding ne se passe pas bien ?

Faible probabilité 1 2 3 4 5 6 7 8 9 Forte probabilité

Quelle est la probabilité que le fait d'investir sur une plateforme d'equity crowdfunding affecte négativement la façon dont vous vous percevez ? (baisse d'estime de soi)

Faible chance 1 2 3 4 5 6 7 8 9 Forte chance

Globalement, en considérant tous ces facteurs, à quel point considérez-vous que c'est risqué d'investir dans un projet via une plateforme d'equity crowdfunding ?

Très peu risqué 1 2 3 4 5 6 7 8 9 Extrêmement risqué

Vos investissements dans des startups

Globalement, je considère qu'investir en equity crowdfunding, ça vaut bien l'énergie que j'y consacre

Pas du tout d'accord 1 2 3 4 5 6 7 Tout à fait d'accord

Globalement, investir en equity crowdfunding ça vaut bien les sacrifices que je consens

Pas du tout d'accord 1 2 3 4 5 6 7 Tout à fait d'accord

Globalement, je considère qu'investir dans un projet en equity crowdfunding, ça vaut bien le temps et l'argent que je dépense

Pas du tout d'accord 1 2 3 4 5 6 7 Tout à fait d'accord

Globalement, je suis vraiment satisfait des projets dans lesquels j'ai investis en equity crowdfunding

Pas du tout d'accord 1 2 3 4 5 6 7 Tout à fait d'accord

Votre activité sur la plateforme

Combien de fois avez-vous investi dans des projets sur la plateforme ?

- Je n'ai jamais investi sur cette plateforme (saut de la question suivante)
- 1 fois
- entre 2 et 5 fois
- entre 5 et 10 fois
- entre 10 et 20 fois
- plus de 20 fois

Quelle somme avez-vous investi dans des projet sur la plateforme WiSEED ?

- 100 €
- entre 200 € et 1000 €
- entre 1100 € et 5 000 €
- entre 5100 € et 10 000 €
- entre 11 000 € et 50 000 €
- plus de 50 000 €

Combien de fois avez-vous voté sur la plateforme WiSEED ?

- Je n'ai jamais voté sur cette plateforme
- moins de 5 fois
- entre 5 et 10 fois
- entre 10 et 20 fois
- entre 20 et 50 fois
- plus de 50 fois

Vos informations personnelles

Ces informations nous permettent simplement de pouvoir rattacher ce questionnaire à la base de données de la plateforme WiSEED. Aucun usage commercial ne sera fait de votre adresse mail et vous ne serez ajouté à aucune liste de diffusion.

Genre

- je suis un homme
- je suis une femme

Je considère avoir un patrimoine ou un revenu suffisant pour pouvoir me permettre de perdre de l'argent

- oui
- non

Merci de renseigner l'adresse mail avec laquelle vous êtes inscrit sur WiSEED

Réponse libre.

Merci !

Merci d'avoir pris le temps de répondre à ce questionnaire !

Les résultats de cette recherche feront l'objet d'une publication scientifique, mais également d'un billet de blog sur WiTHINK, le blog de WiSEED.

N'hésitez pas si vous avez la moindre question,

Elodie Manthé (elodie@wised.com)

Annexe 9 - Résultats des tests de moyennes en fonction du profil d'investissement

Test de moyenne entre le profil d'investissement et le montant moyen investi

groupeinves1 = « small amount investor »

groupeinves2 = « medium amount investors »

groupeinves3 = « large-amount investors »

groupeinves	Méthode	N	Moyenne	Ec-type	Err. type	Minimum	Maximum
1		148	236.1	350.1	28.7817	0	2000.0
2		140	793.2	1034.8	87.4577	100.0	10000.0
Diff (1-2)	Pooled		-557.1	763.8	90.0547		
Diff (1-2)	Satterthwaite		-557.1		92.0719		

Méthode	Variances	DDL	Valeur du test t	Pr > t
Pooled	Egal	286	-6.19	<.0001
Satterthwaite	Non égal	168.87	-6.05	<.0001

groupeinves	Méthode	N	Moyenne	Ec-type	Err. type	Minimum	Maximum
1		148	236.1	350.1	28.7817	0	2000.0
3		148	3236.2	4458.7	366.5	158.5	30500.0
Diff (1-2)	Pooled		-3000.1	3162.5	367.6		
Diff (1-2)	Satterthwaite		-3000.1		367.6		

Méthode	Variances	DDL	Valeur du test t	Pr > t
Pooled	Egal	294	-8.16	<.0001
Satterthwaite	Non égal	148.81	-8.16	<.0001

Test de moyenne entre le profil d'investissement et le montant investi total

groupeinves	Méthode	N	Moyenne	Ec-type	Err. type	Minimum	Maximum
1		148	577.7	652.1	53.6053	0	2000.0
2		140	6310.0	3386.9	286.2	2100.0	13200.0
Diff (1-2)	Pooled		-5732.3	2407.0	283.8		
Diff (1-2)	Satterthwaite		-5732.3		291.2		

Méthode	Variances	DDL	Valeur du test t	Pr > t
Pooled	Egal	286	-20.20	<.0001
Satterthwaite	Non égal	148.75	-19.68	<.0001

groupeinves	Méthode	N	Moyenne	Ec-type	Err. type	Minimum	Maximum
1		148	577.7	652.1	53.6053	0	2000.0
3		148	61297.6	94261.4	7748.2	13300.0	940000
Diff (1-2)	Pooled		-60719.9	66654.5	7748.4		
Diff (1-2)	Satterthwaite		-60719.9		7748.4		

Méthode	Variances	DDL	Valeur du test t	Pr > t
Pooled	Egal	294	-7.84	<.0001
Satterthwaite	Non égal	147.01	-7.84	<.0001

Test de moyenne entre le profil d'investissement et le nombre d'investissement

groupeinves	Méthode	N	Moyenne	Ec-type	Err. type	Minimum	Maximum
1		121	7.0579	15.8705	1.4428	0	159.0
2		121	24.3388	42.5289	3.8663	0	279.0
Diff (1-2)	Pooled		-17.2810	32.0981	4.1267		
Diff (1-2)	Satterthwaite		-17.2810		4.1267		

Méthode	Variances	DDL	Valeur du test t	Pr > t
Pooled	Egal	250	-5.84	<.0001
Satterthwaite	Non égal	146.66	-6.05	<.0001

groupeinves	Méthode	N	Moyenne	Ec-type	Err. type	Minimum	Maximum
1		121	7.0579	15.8705	1.4428	0	159.0
3		131	42.5038	65.0043	5.6795	0	385.0
Diff (1-2)	Pooled		-35.4460	48.1476	6.0708		
Diff (1-2)	Satterthwaite		-35.4460		5.8598		

Méthode	Variances	DDL	Valeur du test t	Pr > t
Pooled	Egal	240	-4.19	<.0001
Satterthwaite	Non égal	152.79	-4.19	<.0001

Test de moyenne entre le profil d'investissement et le nombre de votes

groupeinves	Méthode	N	Moyenne	Ec-type	Err. type	Minimum	Maximum
1		121	7.0579	15.8705	1.4428	0	159.0
3		131	42.5038	65.0043	5.6795	0	385.0
Diff (1-2)	Pooled		-35.4460	48.1476	6.0708		
Diff (1-2)	Satterthwaite		-35.4460		5.8598		

Méthode	Variances	DDL	Valeur du test t	Pr > t
Pooled	Egal	250	-5.84	<.0001
Satterthwaite	Non égal	146.66	-6.05	<.0001

groupeinves	Méthode	N	Moyenne	Ec-type	Err. type	Minimum	Maximum
2		121	24.3388	42.5289	3.8663	0	279.0
3		131	42.5038	65.0043	5.6795	0	385.0
Diff (1-2)	Pooled		-18.1650	55.3667	6.9810		
Diff (1-2)	Satterthwaite		-18.1650		6.8705		

Méthode	Variances	DDL	Valeur du test t	Pr > t
Pooled	Egal	250	-2.60	0.0098
Satterthwaite	Non égal	225.86	-2.64	0.0088

Test de moyenne entre le profil d'investissement et le nombre de commentaires

groupeinves	Méthode	N	Moyenne	Ec-type	Err. type	Minimum	Maximum
1		109	3.3761	7.7026	0.7378	0	49.0000
2		121	12.3719	50.2887	4.5717	0	499.0
Diff (1-2)	Pooled		-8.9958	36.8664	4.8684		
Diff (1-2)	Satterthwaite		-8.9958		4.6308		

Méthode	Variances	DDL	Valeur du test t	Pr > t
Pooled	Egal	228	-1.85	0.0659
Satterthwaite	Non égal	126.24	-1.94	0.0543

groupeinves	Méthode	N	Moyenne	Ec-type	Err. type	Minimum	Maximum
1		109	3.3761	7.7026	0.7378	0	49.0000
3		131	27.0382	52.3392	4.5729	0	333.0
Diff (1-2)	Pooled		-23.6620	39.0286	5.0599		
Diff (1-2)	Satterthwaite		-23.6620		4.6320		

Méthode	Variances	DDL	Valeur du test t	Pr > t
Pooled	Egal	238	-4.68	<.0001
Satterthwaite	Non égal	136.74	-5.11	<.0001

Annexe 10 - Résultats des tests de moyennes et chi-deux en fonction du profil d'investissement

Tableau de fréquence et test de chi-deux entre le niveau d'expertise subjective et le profil d'investissement

groupeinves1 = « small amount investor »

groupeinves2 = « medium amount investors »

groupeinves3 = « large-amount investors »

Fréquence Attendu Khi-2 de cellule	Table de groupeinves par score_EXPINVEST			
	score_EXPINVEST(score EXPINVEST)			
	1	2	3	Total
1	61 50.917 1.9965	55 50.917 0.3273	32 46.165 4.3464	148
2	51 48.165 0.1669	43 48.165 0.5539	46 43.67 0.1243	140
3	38 50.917 3.2771	52 50.917 0.023	58 46.165 3.034	148
Total	150	150	136	436

Statistiques pour la table de groupeinves par score_EXPINVEST

Statistique	DDL	Valeur	Prob
Khi-2	4	13.8494	0.0078
Test du rapport de vraisemblance	4	14.3533	0.0062
Khi-2 de Mantel-Haenszel	1	12.3568	0.0004
Coefficient Phi		0.1782	
Coefficient de contingence		0.1755	
V de Cramer		0.1260	

Taille de l'échantillon = 436

Tableau de fréquence et chi-deux entre le genre et le profil d'investissement

groupeinves1 = « small amount investor »

groupeinves2 = « medium amount investors »

groupeinves3 = « large-amount investors »

Fréquence Attendu Khi-2 de cellule	Table de groupeinves par GENRE		
	groupeinves(groupeinves)	GENRE(GENRE)	
		0	1
1	26 13.917 10.49	122 134.08 1.0888	148
2	7 13.165 2.8871	133 126.83 0.2997	140
3	8 13.917 2.516	140 134.08 0.2612	148
Total	41	395	436

Statistiques pour la table de groupeinves par GENRE

Statistique	DDL	Valeur	Prob
Khi-2	2	17.5423	0.0002
Test du rapport de vraisemblance	2	16.4705	0.0003
Khi-2 de Mantel-Haenszel	1	12.8188	0.0003
Coefficient Phi		0.2006	
Coefficient de contingence		0.1967	
V de Cramer		0.2006	

Taille de l'échantillon = 436

Annexe 11 - Tests de chi-deux entre l'expertise subjective, le risque perçu et le niveau de sophistication subjective

Tableau de fréquence et chi-deux entre le niveau d'expertise subjective et le niveau de sophistication subjective

SOPHISTIC 1= sophistication faible

SOPHISTIC 2= sophistication forte

Fréquence Attendu Khi-2 de cellule	Table de SOPHISTIC par score_EXPINVEST			
	score_EXPINVEST(score EXPINVEST)			
	SOPHISTIC(SOPHISTIC)	1	2	3
0	47 38.876 1.6976	40 38.876 0.0325	26 35.248 2.4263	113
1	103 111.12 0.5939	110 111.12 0.0114	110 100.75 0.8488	323
Total	150	150	136	436

Statistiques pour la table de SOPHISTIC par score_EXPINVEST

Statistique	DDL	Valeur	Prob
Khi-2	2	5.6105	0.0605
Test du rapport de vraisemblance	2	5.7385	0.0567
Khi-2 de Mantel-Haenszel	1	5.4915	0.0191
Coefficient Phi		0.1134	
Coefficient de contingence		0.1127	
V de Cramer		0.1134	

Taille de l'échantillon = 436

Tableau de fréquence et chi-deux entre le niveau d'expertise subjective et le niveau de risque perçu

profil_risque1 = risque perçu faible

profil_risque2 = risque perçu modéré

profil_risque3 = risque perçu fort

Fréquence Attendu Khi-2 de cellule	Table de profil_risque par score_EXPINVEST				
	profil_risque(profil_risque)	score_EXPINVEST(score EXPINVEST)			Total
		1	2	3	
1	46 41.628 0.4591	44 41.628 0.1351	31 37.743 1.2047	121	
2	58 56.422 0.0441	63 56.422 0.7669	43 51.156 1.3003	164	
3	46 51.95 0.6814	43 51.95 1.5418	62 47.101 4.7129	151	
Total	150	150	136	436	

Statistiques pour la table de profil_risque par score_EXPINVEST

Statistique	DDL	Valeur	Prob
Khi-2	4	10.8463	0.0283
Test du rapport de vraisemblance	4	10.6481	0.0308
Khi-2 de Mantel-Haenszel	1	5.7657	0.0163
Coefficient Phi		0.1577	
Coefficient de contingence		0.1558	
V de Cramer		0.1115	

Taille de l'échantillon = 436

TABLE DES MATIÈRES DÉTAILLÉE

INDEX DES TABLEAUX	xii
INDEX DES FIGURES.....	xiv
INDEX DES ENCADRÉS.....	xv
LISTES DES ACRONYMES.....	xvi
1. Introduction générale.....	1
1.1 Contexte de la recherche.....	1
1.1.1 L'ECF ou la démocratisation de l'achat de produits financiers	1
1.1.2 Des premiers signes d'essoufflement ?.....	3
1.2 Problématique et questions de recherche.....	6
1.2.1 Question de recherche 1.....	7
1.2.2 Question de recherche 2.....	8
1.2.3 Question de recherche 3.....	9
1.3 Apports attendus de la recherche.....	9
1.3.1 Apports théoriques attendus en comportement du consommateur.....	9
1.3.2 Apports théoriques attendus en finance entrepreneuriale	10
1.3.3 Apports managériaux attendus	10
1.4 Structure de la recherche.....	11
2. Revue de littérature sur le <i>crowdfunding</i> et le comportement d'investissement des <i>crowdinvestors</i>	13
2.1 Définition du <i>crowdfunding</i>.....	14
2.1.1 Le <i>crowdfunding</i> prend sa source dans le <i>crowdsourcing</i>	14
2.1.2 Le <i>crowdfunding</i> est un phénomène multiforme.....	16
2.1.2.1 Classifier les formes de <i>crowdfunding</i>	17
2.1.2.1.1 Typologie de Schwienbacher et Larralde (2010).....	17
2.1.2.1.2 Modèle de Belleflamme et al. (2014).....	18
2.1.2.1.3 Taxonomie de Haas et al. (2014).....	18
2.1.2.2 Le <i>crowdfunding</i> recouvre différentes propositions de valeur.....	21
2.1.2.2.1 Proposition de valeur « altruiste » : le don.....	21

2.1.2.2.2	<i>Proposition de valeur « hédonique » : le don contre récompense (reward-based CF)</i>	21
2.1.2.2.3	<i>Proposition de valeur « pour le profit »</i>	22
2.1.2.2.3.1	Le prêt participatif (lending-based CF)	22
2.1.2.2.3.2	Le crowdfunding immobilier (real estate CF)	24
2.1.2.2.3.3	Le CF avec apport de capital (ECF)	24
2.1.2.2.3.4	Les formes émergentes de CF	25
2.1.2.3	Le <i>crowdfunding</i> se décline sous différents modèles	26
2.1.2.3.1	<i>Keep-it-all</i>	26
2.1.2.3.2	<i>All-or-nothing</i>	27
2.1.3	Le <i>crowdfunding</i> s'adresse à une « foule »	27
2.1.3.1	Le <i>crowdfunding</i> repose sur l'expertise supposée de la foule	28
2.1.3.2	La nature de la « foule » de l'ECF : une communauté virtuelle ou un agrégat d'individus ?	30
2.2	Les parties prenantes en ECF	31
2.2.1	Les plateformes intermédiaires	32
2.2.1.1	Les rôles et fonctions des plateformes intermédiaires	33
2.2.1.1.1	<i>Changement d'échelle</i>	34
2.2.1.1.2	<i>Transformation du risque</i>	35
2.2.1.1.3	<i>Transformation de l'information</i>	35
2.2.1.1.4	<i>Outil de communication</i>	36
2.2.1.2	Modalités d'intervention des plateformes intermédiaires	36
2.2.1.2.1	<i>Organisation de la prise de participation des investisseurs au capital d'une entreprise</i>	36
2.2.1.2.1.1	Modèle de « <i>holding</i> »	37
2.2.1.2.1.2	Modèle de « club d'investissement »	37
2.2.1.2.2	<i>Les sources de revenus des plateformes intermédiaires</i>	37
2.2.1.2.2.1	<i>Le process d'ECF</i>	38
2.2.2	Les entrepreneurs	39
2.2.2.1	Les bénéfices de l'ECF pour les entrepreneurs	39
2.2.2.1.1	<i>L'ECF est une source alternative de financement pour les entrepreneurs</i>	40
2.2.2.1.1.1	La difficulté d'accès au capital pour les entreprises innovantes ou en démarrage	40
2.2.2.1.1.1.1	Le financement traditionnel des entreprises	40
2.2.2.1.1.1.2	L'existence d'un manque dans la chaîne de financement	41
2.2.2.1.1.2	Un mode alternatif et complémentaire de financement	43

2.2.2.1.2	<i>L'ECF permet de tester des concepts et de générer des idées</i>	44
2.2.2.1.3	<i>L'ECF favorise le développement commercial de l'entreprise</i>	44
2.2.2.2	<i>Les risques de l'ECF pour les entrepreneurs</i>	45
2.2.2.2.1	<i>Le risque d'échec</i>	45
2.2.2.2.2	<i>Le risque de perte de temps</i>	45
2.2.2.2.3	<i>Le risque de plagiat</i>	45
2.3	Revue de littérature sur les <i>crowdinvestors</i>	46
2.3.1	<i>Le profil des <i>crowdinvestors</i></i>	47
2.3.1.1	<i>Les <i>crowdinvestors</i> partagent des caractéristiques communes</i>	48
2.3.1.1.1	<i>Les <i>crowdinvestors</i> sont des individus éduqués et expérimentés</i>	48
2.3.1.1.2	<i>Les <i>crowdinvestors</i> sont principalement des hommes</i>	49
2.3.1.1.3	<i>Les <i>crowdinvestors</i> investissent des sommes modérées</i>	49
2.3.1.1.4	<i>Les <i>crowdinvestors</i> investissent indifféremment de la localisation géographique de l'entreprise</i>	50
2.3.1.2	<i>Les <i>crowdinvestors</i> présentent des profils variés</i>	50
2.3.1.2.1	<i>Les investisseurs institutionnels</i>	51
2.3.1.2.2	<i>Les investisseurs sophistiqués</i>	51
2.3.1.2.3	<i>Les amis et la famille des entrepreneurs</i>	52
2.3.2	<i>Les motivations à participer en ECF des <i>crowdinvestors</i></i>	53
2.3.2.1	<i>Les motivations extrinsèques des <i>crowdinvestors</i></i>	55
2.3.2.1.1	<i>L'investissement en ECF pour générer un retour sur investissement</i>	55
2.3.2.1.2	<i>L'investissement en ECF pour bénéficier de nouvelles opportunités</i>	56
2.3.2.1.3	<i>L'investissement ECF pour répondre à ses besoins personnels</i>	56
2.3.2.2	<i>Les motivations intrinsèques des <i>crowdinvestors</i></i>	57
2.3.2.2.1	<i>L'investissement en ECF pour s'amuser et prendre du plaisir</i>	57
2.3.2.2.2	<i>L'investissement en ECF pour soutenir un ami ou un proche</i>	58
2.3.2.2.3	<i>L'investissement en ECF pour apprendre et satisfaire sa curiosité</i>	58
2.3.2.2.4	<i>L'investissement en ECF pour faire partie d'une communauté</i>	58
2.3.3	<i>Les risques liés à l'investissement en ECF</i>	59
2.3.3.1	<i>Les risques liés à l'activité de capital-risque</i>	60
2.3.3.1.1	<i>Le risque de perte de capital</i>	60
2.3.3.1.2	<i>Le risque d'illiquidité des fonds</i>	61
2.3.3.2	<i>Les risques spécifiques liés à l'activité d'ECF</i>	61
2.3.3.2.1	<i>Le risque de marché</i>	62
2.3.3.2.2	<i>Les risques liés à la plateforme</i>	62
2.3.3.2.3	<i>Le risque de fraude</i>	63

2.3.3.2.4	<i>Le risque d'évaluation dû aux asymétries d'informations</i>	63
2.3.4	Le comportement d'investissement des <i>crowdinvestors</i>	65
2.3.4.1.1	<i>Étape d'identification des opportunités d'investissement</i>	66
2.3.4.1.2	<i>Étape de recherche d'information et d'évaluation de la cible</i>	67
2.3.4.1.2.1	Temps consacré à la phase d'évaluation	67
2.3.4.1.2.1	Attributs du projet et critères d'investissement.....	68
2.3.4.1.2.1.1	L'idée du projet.....	68
2.3.4.1.2.1.2	L'équipe du projet.....	68
2.3.4.1.2.1.3	Les caractéristiques financières du proje	69
2.3.4.1.2.1.4	Les caractéristiques hédoniques et sociales du projet.....	69
2.3.4.1.3	<i>Étape d'investissement</i>	70
2.3.4.1.4	<i>Étape de suivi post-investissement</i>	71
2.3.5	Les facteurs influençant la décision d'investissement du <i>crowdinvestor</i> 73	
2.3.5.1	L'influence des signaux liés à l'entreprise	74
2.3.5.1.1	<i>Les signaux liés à la collecte de fonds sur une plateforme</i>	76
2.3.5.1.1.1	L'objectif de levée de fonds	76
2.3.5.1.1.2	Le seuil minimum de collecte.....	76
2.3.5.1.1.3	La durée de la campagne.....	76
2.3.5.1.1.4	La présence de prévisions financières	77
2.3.5.1.1.5	La présentation du projet (« pitch »).....	77
2.3.5.1.1.6	Activité durant la collecte	78
2.3.5.1.2	<i>Les signaux liés à l'entrepreneur et à l'entreprise</i>	78
2.3.5.1.2.1	L'expérience de l'entrepreneur	78
2.3.5.1.2.2	Le réseau de l'entrepreneur.....	79
2.3.5.1.2.3	Les actifs intangibles de l'entreprise	79
2.3.5.2	L'influence des signaux émis par les pairs	80
2.3.5.2.1	<i>Le principe de herding</i>	81
2.3.5.2.1.1	Principe général	81
2.3.5.2.1.2	<i>Herding</i> dans le contexte de l'ECF	82
2.3.5.2.2	<i>Les signaux des pairs</i>	83
2.3.5.2.2.1	Décisions d'investissement des autres membres de la communauté	83
2.3.5.2.2.2	Avis des pairs.....	84
2.3.5.2.2.3	Le rôle des experts	84
2.3.5.3	Autres facteurs d'influence du comportement d'investissement.....	85
2.3.5.3.1	<i>Les caractéristiques individuelles</i>	85
2.3.5.3.2	<i>Les caractéristiques de la plateforme</i>	85

2.4 Les limites de la littérature sur la compréhension du comportement des <i>crowdinvestors</i>.....	86
2.4.1 Les limites dans la compréhension des raisons d'investissement et de non-investissement en ECF.....	87
2.4.2 Les limites dans la compréhension de l'influence de la dimension participative et communautaire de l'ECF sur le comportement d'investissement ..	88
2.4.2.1 La dimension participative et communautaire de l'ECF dans la socialisation du comportement d'investissement.....	89
2.4.2.2 La dimension participative et communautaire de l'ECF au cœur de l'expérience d'investissement.....	89
2.4.2.3 La dimension participative et communautaire de l'ECF comme source d'apprentissage.....	90
2.4.2.3.1 <i>Distinguer les experts et les novices</i>	91
2.4.2.3.2 <i>Distinguer les membres actifs et inactifs des plateformes d'ECF</i>	91
2.5 Conclusion du chapitre	92
3. Expérience de <i>crowdfunding</i> : valorisation de l'investissement en ECF et effets de la dimension participative de l'ECF sur le comportement d'investissement	94
3.1 Design de l'étude	95
3.1.1 La méthodologie de la recherche	95
3.1.2 La présentation du terrain.....	96
3.1.3 L'échantillon et le recueil de données	97
3.1.4 La méthode d'analyse appliquée	98
3.2 Principaux résultats.....	99
3.2.1 Quelle expérience d'investissement en ECF?.....	100
3.2.1.1 Personne.....	100
3.2.1.1.1 <i>Profil des <i>crowdinvestors</i></i>	100
3.2.1.1.2 <i>Éléments caractéristiques de l'individu</i>	102
3.2.1.1.2.1 Préférences individuelles en termes de risque	102
3.2.1.1.2.2 Surface financière de l'investisseur	103
3.2.1.2 Objet	103
3.2.1.2.1 <i>Le projet entrepreneurial</i>	103
3.2.1.2.1.1 Interaction pour des raisons affectives	104
3.2.1.2.1.2 Interaction pour une stimulation expérientielle	104

3.2.1.2.2	<i>La plateforme d'ECF</i>	105
3.2.1.2.2.1	Interactions pour des raisons utilitaires.....	106
3.2.1.2.2.2	Interactions pour des raisons de recherche d'information.....	106
3.2.1.3	Éléments liés à la situation d'investissement.....	107
3.2.1.3.1	<i>Liquidités disponibles</i>	107
3.2.1.3.2	<i>Temps disponible</i>	108
3.2.2	Valeur globale de l'investissement en ECF.....	110
3.2.2.1	Les bénéfices attendus.....	111
3.2.2.1.1	<i>Valeur instrumentale</i>	112
3.2.2.1.1.1	Valeur utilitaire.....	112
3.2.2.1.1.1.1	Obtenir un retour sur investissement.....	112
3.2.2.1.1.1.2	Diversifier ses placements.....	113
3.2.2.1.1.1.3	Investir de petites sommes en capital-risque.....	114
3.2.2.1.1.2	Valeur de connaissance.....	114
3.2.2.1.1.2.1	Expérimenter l'ECF.....	115
3.2.2.1.1.2.2	Découvrir de nouveaux projets.....	115
3.2.2.1.2	<i>Valeur hédonique</i>	116
3.2.2.1.2.1	Participer à l'aventure entrepreneuriale (plaisir).....	116
3.2.2.1.2.2	Jouer de l'argent.....	117
3.2.2.1.3	<i>Valeur de pratique sociale (éthique)</i>	117
3.2.2.1.3.1	Soutenir l'entrepreneuriat.....	118
3.2.2.1.3.2	Investir de façon responsable.....	119
3.2.2.1.3.2.1	Avoir un impact positif sur la société et/ou l'environnement	119
3.2.2.1.3.2.2	Investir en transparence.....	120
3.2.2.1.3.2.3	Participer au progrès.....	121
3.2.2.2	Les sacrifices consentis.....	121
3.2.2.2.1	<i>Risque perçu</i>	121
3.2.2.2.1.1	Le risque financier.....	123
3.2.2.2.1.2	Le risque de performance.....	123
3.2.2.2.1.3	Le risque d'évaluation.....	124
3.2.3	Incidence de la dimension participative de l'ECF sur le comportement d'investissement des <i>crowdinvestors</i>	125
3.2.3.1	La dimension participative de l'ECF contribue à réduire les asymétries d'information et influence la recherche d'informations.....	125
3.2.3.2	La dimension participative de l'ECF influence un certain type de décision d'investissement.....	127

3.2.3.2.1	<i>Décision d'investissement « socialisée »</i>	128
3.2.3.2.2	<i>Décision d'investissement « affective »</i>	129
3.2.3.2.3	<i>Décision d'investissement « rationnelle »</i>	130
3.2.3.3	La dimension participative de l'ECF incite les <i>crowdinvestors</i> à s'engager dans la communauté	130
3.2.4	L'influence de l'expertise subjective sur le comportement d'investissement.....	131
3.3	Conclusion du chapitre	134
4.	Modélisation et étude empirique : effet de la valorisation de l'expérience de participation pré-achat sur la valeur globale de l'investissement et la décision d'investissement	139
4.1	Objectifs de l'étude	139
4.2	Cadre conceptuel de l'étude empirique	140
4.2.1	Approche par la valeur d'échange	141
4.2.1.1	Théorie de l'utilité espérée	141
4.2.1.2	Valeur d'échange	142
4.2.2	Approche par la valeur de consommation	143
4.2.3	Cadre conceptuel retenu pour cette étude empirique	144
4.3	Construction du modèle théorique	146
4.3.1	Définitions des variables mobilisées et présentation des hypothèses ..	147
4.3.1.1	La valeur perçue de l'expérience de participation.....	147
4.3.1.1.1	<i>L'expérience de participation</i>	147
4.3.1.1.2	<i>La valorisation de l'expérience de participation</i>	148
4.3.1.1.2.1	Sources de la valeur selon Holbrook (1994)	149
4.3.1.1.2.2	Adaptation de la typologie de la valeur d'Holbrook (1994) à l'expérience de participation en ECF.....	150
4.3.1.1.2.2.1	Critère ontologique	150
4.3.1.1.2.2.2	Critère social	151
4.3.1.1.2.2.3	Critère praxéologique.....	151
4.3.1.1.2.3	Typologie synthétique des composantes de la valeur	152
4.3.1.2	Les conséquences de la valeur perçue de l'expérience de participation	154
4.3.1.2.1	<i>La décision d'achat</i>	154
4.3.1.2.2	<i>La valeur globale de l'investissement en ECF</i>	155
4.3.1.2.3	<i>La satisfaction cumulée</i>	156

4.3.1.2.4	<i>L'engagement dans la communauté.....</i>	156
4.3.1.1	L'expertise subjective comme antécédent de la valeur perçue de l'expérience	157
4.3.1.2	Le rôle modérateur du risque perçu.....	158
4.3.1.1	Le rôle modérateur de la sophistication subjective de l'investisseur.....	160
4.3.2	Modèle théorique retenu.....	161
4.4	Méthodologie de la recherche	163
4.4.1	Terrain d'étude : la plateforme WiSEED	163
4.4.1.1	Choix du terrain d'étude	163
4.4.1.2	Présentation du terrain d'étude.....	164
4.4.1.2.1	<i>Positionnement de la plateforme.....</i>	165
4.4.1.2.1.1	Montants moyens levés et montants moyens investis.....	165
4.4.1.2.1.2	Modèle hybride entre all-or-nothing et keep-it-all.....	165
4.4.1.2.2	<i>Nature de l'expérience de participation proposée sur la plateforme.....</i>	166
4.4.1.2.2.1	Principe de l'e-vote	166
4.4.1.2.2.2	Particularités de l'e-vote	168
4.4.1.2.2.3	Autres modes d'animation de la communauté.....	169
4.4.2	Méthode de collecte de données	170
4.4.2.1	Design de recherche	170
4.4.2.2	Les mesures utilisées.....	170
4.4.2.2.1	<i>Opérationnalisation des variables principales.....</i>	170
4.4.2.2.1.1	La mesure de la valeur perçue de l'expérience de participation.....	171
4.4.2.2.1.1.1	Utilisation de l'expérience d'e-vote comme proxy.....	171
4.4.2.2.1.1.2	Opérationnalisation de la variable valeur perçue de l'expérience	171
4.4.2.2.1.2	La mesure de la valeur globale de l'investissement en ECF (VALGLOB) ...	172
4.4.2.2.1.3	La mesure de la satisfaction cumulée (SATISF)	173
4.4.2.2.1.4	La mesure de l'expertise subjective du capital-amorçage (EXPINV).....	173
4.4.2.2.1.5	La mesure de l'engagement dans la communauté (ENGAGEMENT)	174
4.4.2.2.1.6	La mesure du risque perçu (RISQ).....	174
4.4.2.2.1.7	La mesurer la sophistication subjective (SOPHISTIC)	175
4.4.2.2.1.8	La mesure de la décision d'achat (INVEST)	176
4.4.2.2.2	<i>Opérationnalisation des variables de contrôle.....</i>	177
4.4.2.3	Prétests et ajustements	178
4.4.2.4	Mode d'administration du questionnaire final.....	179
4.4.2.5	Collecte de données secondaires auprès de WiSEED	180
4.5	Conclusion du chapitre	181

5. Analyses et principaux résultats de l'étude empirique.....	183
5.1 Analyses préliminaires	183
5.1.1 Présentation des données.....	183
5.1.1.1 Résultat de la collecte des données par questionnaire.....	183
5.1.1.2 Statistiques descriptives de l'échantillon de données.....	184
5.1.1.2.1 Descriptions des caractéristiques socio-démographiques.....	184
5.1.1.2.2 Secteur d'activité professionnelle.....	186
5.1.1.2.3 Profil des membres en fonction du montant investi.....	187
5.1.2 Méthodologie employée.....	188
5.1.3 Évaluation du modèle de mesure.....	189
5.1.3.1 Évaluation de la fiabilité des mesures.....	189
5.1.3.2 Vérification de l'unidimensionnalité des mesures.....	190
5.1.3.3 Évaluation de la validité de trait.....	191
5.1.3.3.1 Vérification de la validité convergente des mesures.....	191
5.1.3.3.2 Vérification de la validité discriminante des mesures.....	193
5.1.3.4 L'ajustement empirique du modèle théorique.....	194
5.1.3.4.1 Évaluation du modèle structurel.....	194
5.1.3.4.2 Test de la significativité des coefficients de régression.....	195
5.2 Proposition d'enrichissement du modèle théorique	197
5.2.1 Modèle enrichi.....	197
5.2.2 Ajustement du modèle théorique enrichi.....	199
5.3 Résultats de l'étude empirique	200
5.3.1 Le modèle global.....	201
5.3.1.1 Les conséquences de la valeur perçue de l'expérience de participation	201
5.3.1.1.1 Valeur perçue de l'expérience de participation et valeur globale (H2)...	201
5.3.1.1.2 Valeur globale et satisfaction (H4).....	201
5.3.1.2 La mise en évidence du rôle central de l'expertise subjective.....	202
5.3.1.2.1 L'expertise subjective du capital-amorçage est un antécédent de la valeur perçue de l'expérience de participation (H6).....	202
5.3.1.2.2 L'expertise subjective du capital-amorçage est un antécédent de l'engagement dans la communauté (H9).....	202
5.3.1.3 Expertise subjective et décision d'investissement (H10).....	203
5.3.2 Le rôle modérateur du risque perçu et de la sophistication subjective	204
5.3.2.1 Effet modérateur du risque perçu de l'investissement en ECF (H11).....	204
5.3.2.2 Effet modérateur de la sophistication subjective de l'investisseur (H8) ...	205

5.3.3	Synthèse des relations du modèle théorique	206
5.3.4	Analyses complémentaires.....	209
5.3.4.1	Contrôle de l'âge et du genre des <i>crowdinvestors</i> sur la relation entre l'expertise subjective et l'investissement.....	209
5.3.4.1.1	Contrôle de l'âge des répondants.....	209
5.3.4.1.2	Contrôle du genre des répondants.....	210
5.3.4.2	Sophistication subjective et expertise subjective.....	211
5.3.4.3	Expertise subjective et risque perçu.....	211
5.4	Discussions des résultats de l'étude empirique.....	212
5.4.1	Influence de la valeur de l'expérience de participation sur la valeur globale de l'investissement et la satisfaction cumulée.....	213
5.4.1.1	Influence directe de la valeur perçue de l'expérience de participation sur la valeur globale de l'investissement.....	213
5.4.1.2	Le rôle modérateur de la sophistication subjective de l'investisseur sur les relations entre la valeur perçue de l'expérience de participation, la valeur globale de l'investissement et la satisfaction	214
5.4.2	Influence de l'expertise subjective sur le comportement d'investissement et la valorisation de l'expérience de participation.....	214
5.4.2.1	L'expertise subjective comme antécédent de la valeur perçue de l'expérience	215
5.4.2.2	Influence de l'expertise subjective sur l'engagement.....	215
5.4.2.3	L'expertise subjective comme antécédent de l'investissement.....	216
5.4.2.4	Rôle modérateur du risque perçu sur la relation entre l'expertise subjective et la décision d'investissement.....	216
5.4.2.5	Absence d'influence de la valeur perçue de l'expérience de participation et de la valeur globale sur l'investissement	217
5.5	Conclusion du chapitre	218
6.	Conclusion générale	221
6.1	Réponses aux questions de recherche	221
6.1.1	Réponses à la question de recherche QR1.....	221
6.1.2	Réponses à la question de recherche QR2.....	222
6.1.3	Réponses à la question de recherche QR3.....	223
6.2	Les apports de la recherche	225
6.2.1	Les contributions théoriques de la recherche.....	225

6.2.1.1	Apports à la recherche en finance entrepreneuriale sur l'ECF	225
6.2.1.2	Apports à la recherche en comportement du consommateur.....	227
6.2.2	Les contributions managériales de la recherche	228
6.2.2.1	Justifier la création d'une expérience de co-production de produits financiers	229
6.2.2.2	Adapter l'offre de service et l'interface de la plateforme pour encourager la formation de l'expertise de ses membres	230
6.2.2.3	Segmenter les communautés des plateformes	231
6.2.3	Les contributions réglementaires de la recherche.....	231
6.2.3.1	Améliorer l'éducation financière des <i>crowdinvestors</i>	232
6.3	Les limites de la recherche	233
6.3.1	Les limites méthodologiques	233
6.3.2	Les limites en termes de validité interne.....	234
6.3.3	Les limites en termes de validité externe	234
6.3.3.1.1	<i>Type de plateforme</i>	235
6.3.3.1.2	<i>Type de produits</i>	235
6.3.3.1.3	<i>Type d'expérience de participation</i>	236
6.4	Les voies de recherche ouvertes.....	236
6.4.1	Amélioration du modèle théorique proposé	236
6.4.2	Exploration des modalités de la formation de l'expertise.....	237
6.4.3	Étude de l'effet de l'expertise subjective du consommateur sur les dimensions de la valeur perçue.....	237
6.4.4	Étude de l'effet de l'expérience de participation communautaire sur la décision d'achat et la valeur perçue dans d'autres contextes d'études	238
	BIBLIOGRAPHIE	239
	ANNEXES.....	263
	TABLE DES MATIÈRES DÉTAILLÉE	297